



Choc de financement : quels effets sur l'investissement des grandes entreprises françaises ?

Cet article étudie l'impact des chocs de financement négatifs sur l'investissement des grands groupes français en 2008 et en 2011. Les entreprises renouvelant leur dette arrivée à échéance en période de crise sont comparées à celles qui n'ont pas eu à le faire. Après avoir isolé les effets liés à la conjoncture et aux caractéristiques des entreprises, il apparaît que la crise financière de 2008 aurait fait baisser le taux d'investissement des entreprises d'environ 4 points de pourcentage. La crise des dettes souveraines de 2011, en revanche, ne semble pas avoir affecté l'entreprise moyenne, pour partie en raison de l'effet bénéfique des mesures de politique monétaire non conventionnelles de 2012, destinées à restaurer le canal des prêts bancaires. Dans le cadre de la crise actuelle, de nature différente, le canal du crédit joue un rôle important pour soutenir l'activité économique : c'est le sens des mesures d'urgence prises récemment par la BCE et, en France, par le gouvernement.

Anne DUQUERROY, Clément MAZET-SONILHAC
Direction des Études microéconomiques et structurelles
Service des Analyses microéconomiques

Codes JEL
G01, G31

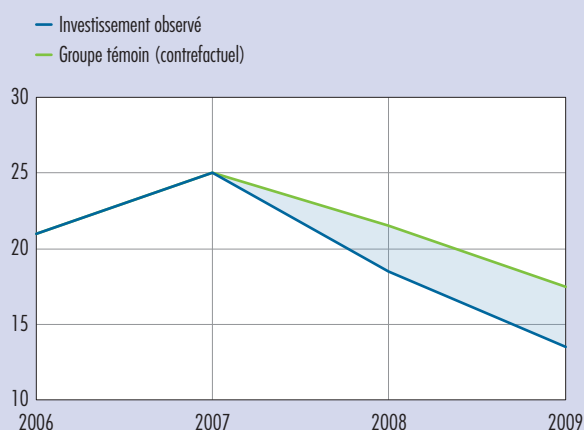
Cet article présente le résultat de travaux de recherche menés à la Banque de France. Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.

+ 200 points de base
la hausse des *spreads*
obligataires pour les grandes
entreprises en 2008

+ 92 points de base
la hausse du taux moyen des
nouveaux crédits pour les
grandes entreprises en 2008

- 4 points de pourcentage
la contraction du taux
d'investissement des grands
groupes français imputable aux
seules difficultés d'accès au
financement externe induites
par la crise de 2008

Choc de 2008 et taux d'investissement des entreprises à fort besoin de refinancement
(en %)



Notes : Échantillon total. Les entreprises dont la part de la dette à long terme à renouveler l'année du choc est supérieure à la médiane de l'échantillon forment le groupe traité, tandis que les autres forment le groupe de contrôle. Une entreprise à fort besoin de refinancement est une entreprise ayant plus de 20% de sa dette à long terme à renouveler au cours d'un exercice fiscal.

Source : Banque de France, FIBEN Groupes (données consolidées individuelles des groupes – normes IFRS).



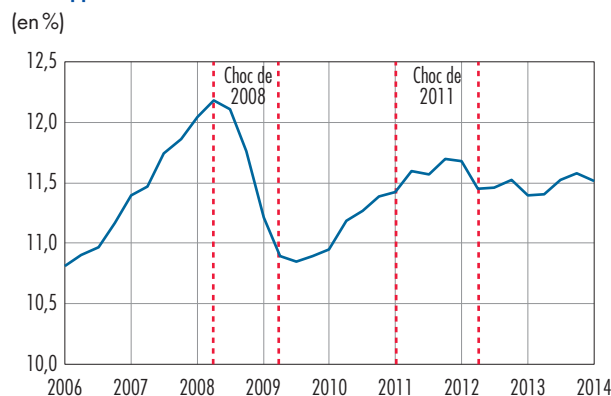
1 Comment expliquer les fluctuations de l'investissement des entreprises en France ?

Perspectives et déterminants

Au niveau macroéconomique, le taux d'investissement brut des sociétés non financières (SNF), mesuré comme le ratio entre leur formation brute de capital fixe (FBCF) et le PIB, connaît des variations cycliques importantes. Au cours des quinze dernières années, deux chocs majeurs ont affecté ce ratio : la crise financière de 2008 et la crise des dettes souveraines de 2011. L'impact de la crise de 2008 se distingue par son ampleur : le taux d'investissement brut des SNF a chuté de plus de 1 point de pourcentage entre le début de l'année 2008 et la fin de l'année 2009, revenant de 12,1 % à moins de 11 %. Certes, le taux d'investissement pré-2007 était relativement élevé, légèrement au-dessus de sa moyenne de long terme, mais il demeurait inférieur à son niveau de 2000 ou de 1990. La crise de 2011 a eu un impact plus faible sur l'investissement, avec une baisse d'environ 0,3 point de pourcentage du taux d'investissement brut des SNF entre le dernier trimestre de 2011 et le début de l'année 2013, mais un impact particulièrement persistant (cf. graphique 1).

La compréhension des moteurs de l'investissement, et donc de la croissance, est une question centrale du débat économique. Au niveau macroéconomique, la faiblesse de la demande agrégée (Bussière, Ferrara et Milovitch, 2015) conjuguée à la hausse de l'incertitude, en particulier politique (Bloom, Bond et Van Reenen, 2007), expliquent la faiblesse de l'investissement des entreprises après la crise de 2008. Les facteurs d'offre et, plus particulièrement, les conditions de financement externe constituent aussi un déterminant important de l'investissement des entreprises (Carluccio, Mazet-Sonilhac et Mésonnier, 2018). En effet, lorsque l'offre de financement externe est limitée ou devenue plus

G1 Taux d'investissement brut des sociétés non financières rapporté au PIB en France



Note : Taux d'investissement des SNF = FBCF / PIB.
Sources : Insee et Banque de France.

onéreuse, les entreprises sont contraintes à renoncer à des opportunités d'investissement profitables, ce qui pèse sur la croissance économique future (Campello, Graham et Harvey, 2010).

À partir d'une approche microéconomique, cet article cherche à quantifier l'impact causal des conditions de financement sur l'investissement des grandes entreprises françaises. Nous identifions pour cela certaines caractéristiques des entreprises – liées à la gestion de leur passif – qui influencent la sensibilité de la réponse de l'investissement aux fluctuations de l'offre de financement, dans notre cas à une contraction de l'offre. Nous étudions pour ce faire les épisodes de crise de l'automne 2008 et de l'hiver 2011, chocs exogènes à la situation économique des entreprises françaises. Nous nous inspirons de la méthodologie utilisée par Almeida, Campello, Laranjeira et Weisbenner (2009), et comparons le comportement d'investissement des entreprises, avant et après chaque choc, en fonction de la part de dette à long terme qu'elles ont eu à renouveler pendant ces épisodes de crise.



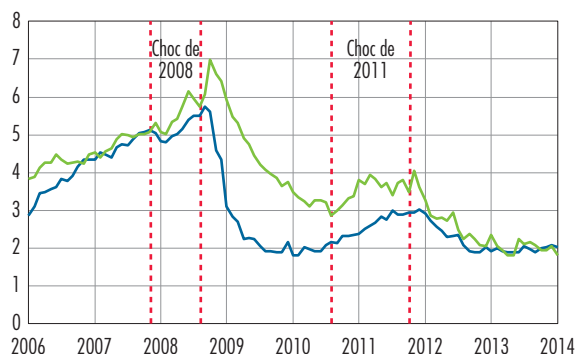
Les crises de 2008 et 2011 comme expériences naturelles

Nous étudions les effets de deux chocs, le choc financier de 2008 qui a suivi la faillite de la banque américaine Lehman Brothers d'une part, la crise des dettes souveraines de la zone euro de 2011 d'autre part. Ces deux épisodes peuvent être considérés comme indépendants de la situation des entreprises françaises puisqu'ils sont respectivement liés à la crise des crédits hypothécaires et du marché immobilier aux États-Unis et à l'exposition des banques de la zone euro à un risque de défaut de la Grèce.

G2 Taux moyens des nouveaux crédits aux sociétés non financières (supérieurs à 1 million d'euros) et taux obligataires des SNF en France

(en %)

— Taux nouveaux prêts de + 1 M euros
— Taux obligataires SNF



Sources : BCE et Banque de France (Gilchrist et Mojon, 2018).

Les deux chocs, répercutés par les banques et les marchés, sont caractérisés par une très forte hausse du coût de la dette aux entreprises (cf. graphique 2). Ils diffèrent néanmoins par leur ampleur. La crise de 2008 est un choc global qui impacte fortement les taux bancaires (+ 92 points de base [pb]) et obligataires aux grandes entreprises (+ 200 pb) entre janvier et septembre 2008. L'épisode de 2011 est moins marqué, avec, entre janvier et décembre 2011, une augmentation des taux bancaires qui n'est « que » de 64 pb. Dans le même temps, les taux obligataires se sont accrus de 50 pb.

2 Comment mesurer la réaction des entreprises à un choc de crédit ?

Identifier un choc de crédit et ses conséquences

Isoler l'effet d'une contraction de l'offre de crédit sur les conditions de financement des entreprises, puis sur leur comportement d'investissement est un exercice délicat. Cette analyse empirique se heurte à deux difficultés principales.

Premièrement, il convient d'identifier un « choc de financement exogène », c'est-à-dire un épisode de contraction de l'offre de crédit qui ne soit pas directement imputable à une modification du risque des entreprises qui empruntent ou à une baisse de leur demande de financement. Ce choc doit également être non anticipé afin que les entreprises n'aient pas eu le temps d'ajuster progressivement la structure de leur bilan aux nouvelles conditions de financement. Nous utilisons ici les crises de 2008 et 2011.

Deuxièmement, il faut isoler l'effet du choc sur l'investissement imputable aux conditions financières de celui lié à la détérioration des perspectives de croissance des entreprises en période de crise et à une baisse de la demande. Pour cela, nous considérons deux types d'entreprises : i) celles dont une grande part de la dette à long terme arrive à échéance juste avant la crise et qui seront donc fortement affectées par un choc d'offre de crédit ; ii) celles dont une faible part de la dette à long terme arrive à échéance au moment de la crise, donc plus faiblement affectées par le choc d'offre. Leur observation permet d'estimer ce qui se serait passé pour les entreprises fortement affectées par le choc si celui-ci n'avait pas eu lieu (ce que l'on appelle la situation contrefactuelle). C'est en comparant le taux d'investissement de ces deux groupes d'entreprises après le choc que nous estimons l'effet du choc d'offre (cf. encadré méthodologique ci-après).



ENCADRÉ 1

Mesure empirique de l'effet du choc d'offre de financement négatif

La mesure empirique de l'effet de la dégradation des conditions d'accès au financement sur la dynamique de l'investissement, au cours des deux épisodes de crise étudiés (2008 et 2011), repose sur une méthode dite des « doubles différences ».

Cette méthode consiste à isoler deux groupes d'entreprises : un groupe dit « traité », qui subit le choc financier, et un groupe « témoin » qui sert de contrefactuel. Le groupe témoin permet d'évaluer la dynamique de l'investissement qui aurait prévalu en l'absence du choc. La validité d'une telle comparaison repose sur l'hypothèse fondamentale qu'en l'absence du choc les taux d'investissement des deux groupes auraient connu une trajectoire similaire. Cette hypothèse de tendance parallèle est vérifiée au cours des deux exercices fiscaux qui précèdent l'occurrence du choc.

Nous nous appuyons sur les différences de maturité de la dette à long terme entre entreprises pour constituer nos groupes traité et témoin. Notre approche empirique se fonde sur le constat suivant : l'échéancier de la dette à long terme n'a pas de raison d'influer sur le comportement d'investissement. En revanche, un choc sur les conditions de financement à une date donnée affectera en premier lieu les entreprises ayant besoin de manière concomitante de renouveler la dette arrivée à maturité. Face à une contraction de l'offre ou à un renchérissement du prix de financement, elles seront potentiellement contraintes d'ajuster leur investissement à la baisse.

Le groupe traité est donc constitué d'entreprises faisant face à de forts besoins de refinancement pendant la crise (20%¹ ou plus de la dette à long terme à renouveler l'année qui précède la crise). Le groupe témoin est constitué d'entreprises n'ayant pas besoin d'emprunter au cours de cette période.

Tout d'abord, pour le groupe traité, nous calculons la différence entre l'investissement après le choc et l'investissement au cours de la période précédant le choc² :

$$\text{Diff Inv}_{\text{traité}} = \text{Inv}_{\text{post}} - \text{Inv}_{\text{pré}}$$

Cette différence permet de mesurer, pour les entreprises traitées, l'écart entre le taux d'investissement après et avant chaque crise. Chaque crise s'est traduite par une forte baisse de l'investissement. Cependant, ce déclin de l'investissement peut aussi être dû – au moins partiellement – à d'autres facteurs économiques concomitants (par exemple une contraction de la demande liée à la détérioration des perspectives de croissance des entreprises) et non à la seule dégradation des conditions de financement.

C'est pourquoi nous cherchons à mesurer un taux d'investissement dit « contrefactuel » qui doit être proche de ce qu'aurait été l'investissement des entreprises à forts besoins de refinancement en l'absence du choc de financement.

.../...

1 Ce chiffre correspond à la valeur médiane de la part de la dette à long terme arrivant à échéance à moins d'un an fin 2007 sur notre échantillon de grands groupes. Nous appliquons le même seuil en 2010 (la médiane est égale à 18%).

2 Dans le cas de la crise financière, la période « post » correspond aux années fiscales 2008 et 2009, la période « pré » correspond aux années fiscales 2006 et 2007. Dans le cas de la crise des dettes souveraines, la période « post » correspond aux années fiscales 2012 et 2013, la période « pré » correspond aux années fiscales 2010 et 2011.



Comme précédemment, nous calculons l'écart d'investissement observé entre la période « post » et la période « pré », pour le groupe témoin.

$$Diff\ Inv_{Témoin} = Inv_{post} - Inv_{pré}$$

Les entreprises qui ont eu à se refinancer au lendemain des crises de 2008 et 2011 ont subi de plein fouet le choc financier lié à la crise. Au contraire, les entreprises qui n'ont pas eu à se refinancer ont certes été affectées par la crise, mais pas par le canal du financement. La différence entre les évolutions de ces deux groupes, après et avant la crise, dite « double différence », permet donc d'isoler la variation d'investissement imputable aux seules conditions financières.

L'estimation par « doubles différences » de l'impact du choc de financement sur l'investissement en France s'écrit alors : $DD\ Inv = Diff\ Inv_{Traité} - Diff\ Inv_{Témoin}$

En pratique nous utilisons une régression avec des variables indicatrices pour la période post-choc et pour le groupe de traitement, augmentée d'effets fixes entreprises et secteur industriel par année.

$$Investissement_{it} = Entreprise_i + Secteur_{it} + \beta Post \times \mathbb{1}_{Traité} + Taille_{it-1} + Levier_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Dans cette équation : la taille de l'entreprise est définie comme le logarithme de son total actif ; le levier rapporte la dette financière de long terme au total actif de l'entreprise ; le secteur d'activité de l'entreprise est défini sur la base de la section dans la nomenclature NAF des activités économiques productives françaises de l'Insee (hors agriculture, finance, administration et enseignement, 14 secteurs étant représentés dans l'échantillon).

La maturité de la dette des entreprises comme mesure de leur exposition au choc de crédit

Pour isoler l'impact du choc de crédit, nous comparons les deux groupes d'entreprises (groupe « traité » et groupe « témoin ») dont l'exposition aux chocs diffère du fait de la structure par maturité de leur dette à long terme. L'idée sous-jacente est que les entreprises du groupe traité qui ont *ex ante* plus de financement à long terme à renouveler fin 2007 (respectivement fin 2010) sont relativement plus exposées à une contraction de l'offre de crédit bancaire et obligataire, au moment de la crise de 2008 (respectivement de 2011), que des entreprises comparables du groupe témoin dont la dette a une maturité plus lointaine. Le degré d'exposition des entreprises à une contraction de l'offre de financement est donc variable : il dépend de la structure du bilan des entreprises, plus particulièrement de la gestion de la maturité de leurs passifs bancaires et obligataires. Les entreprises sont classées dans le groupe témoin et

dans le groupe traité en fonction de la maturité de leur passif observée avant la crise afin d'éviter que cette caractéristique ne soit influencée par la crise elle-même.

Nous utilisons des données annuelles de bilans consolidés relatives aux grands groupes français, pour lesquels nous disposons d'une information détaillée sur la structure par terme de la dette sur la période 2008-2015 pour un échantillon de 300 groupes (groupes reportant en normes comptables IFRS). En pratique, nous comparons l'évolution, avant et après le choc, de l'investissement des deux groupes d'entreprises : le groupe traité faisant face à de forts besoins de refinancement pendant la crise (20% ou plus de la dette à long terme à renouveler l'année qui précède le choc), et le groupe témoin n'ayant pas ou peu à emprunter au cours de cette période. Ce groupe témoin est supposé renseigner sur l'évolution de l'investissement en l'absence de choc.



ENCADRÉ 2

Données mobilisées

L'échantillon étudié est composé de 300 entreprises non financières françaises. Plus précisément, nous considérons de grands groupes résidant en France et consolidant leurs comptes selon les normes comptables internationales IFRS (*international financial reporting standards*). Ces entreprises sont présentes dans la base FIBEN Groupes¹ pendant les chocs de 2008 et 2011 et au moins un an avant et après les chocs.

La taille de l'échantillon est limitée en raison de l'exclusion des groupes qui ne consolident pas leurs comptes selon les normes IFRS. En effet, seuls les groupes IFRS publient l'information sur la ventilation de leur dette de long terme par maturité, nécessaire à notre identification. Malgré cela, les grands groupes présents dans notre échantillon représentent une part significative de l'investissement agrégé des sociétés non financières en France (par exemple plus de 25% en 2010).

Les entreprises retenues ont toutes accès au financement à long terme : la dette de long terme représente au moins 5% de leur total actif. Le levier financier moyen, défini comme le ratio du total de dette sur le total d'actifs, des entreprises de notre échantillon s'élève à 41%. Leur coût moyen apparent de la dette, défini comme la charge d'intérêts sur le total de la dette financière, est de 7%. Leur taux d'investissement est défini comme l'acquisition moins la cession d'actifs fixes (tangibles et intangibles) sur le total d'actifs fixes : il est en moyenne de 15% sur la période étudiée. Ce chiffre ainsi que la définition du taux d'investissement sont cohérents avec les estimations issues de la comptabilité nationale (Formation brute de capital fixe / Capital fixe net), qui se situent autour de 11,5% en moyenne sur la période.

¹ FIBEN : Fichier bancaire des entreprises, tenu par la Banque de France, et recensant plusieurs millions d'entités non financières et dirigeants.

3 Choc de crédit : quels effets sur l'investissement des grands groupes ?

Une hausse du coût de la dette

Dans un premier temps, nous vérifions que les entreprises exposées au choc – c'est-à-dire celles dont la part de la dette à long terme à renouveler l'année du choc est supérieure à la médiane – ont effectivement connu un renchérissement du coût de leur dette. Les graphiques 3a et 3b illustrent l'effet moyen du choc de crédit sur le coût apparent de la dette lors des épisodes

de 2008 et 2011 : le coût moyen de financement externe des entreprises traitées (courbe bleue) a été supérieur d'environ 100 pb à ce qu'il aurait été en l'absence de choc (courbe verte).

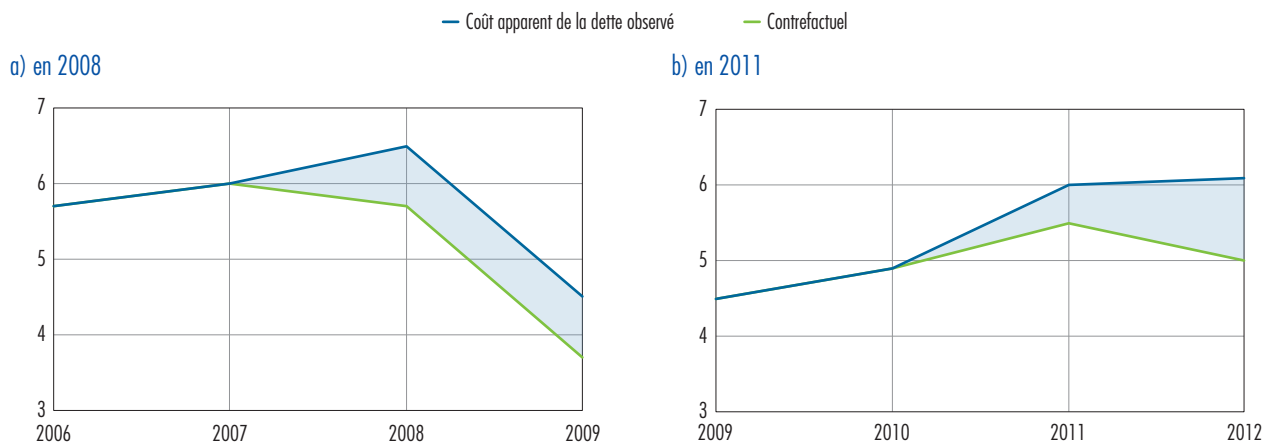
Une analyse économétrique détaillée¹, prenant en compte d'autres facteurs, comme les effets conjoncturels ainsi que l'incidence des caractéristiques observables et inobservables des entreprises, permet de conclure que l'impact du choc sur le coût apparent de la dette reste proche de 100 pb et que cet effet est statistiquement significatif.

¹ Effets significatifs au seuil de 5%. Les paramètres sont estimés par moindres carrés ordinaires au sein d'une entreprise pour une année donnée, après avoir pris en compte les effets fixes entreprises et industries croisés avec les années. Les écarts-types sont robustes et ajustés d'effets de *clusters* entreprises.



G3 Coût apparent de la dette des entreprises du groupe traité, connaissant d'importants besoins de financement

(en %)



Note : Les entreprises dont la part de la dette à long terme à renouveler l'année du choc est supérieure à la médiane de l'échantillon forment le groupe traité, tandis que les autres forment le groupe de contrôle.

Source : Banque de France, FIBEN Groupes (données individuelles sur la situation des groupes, consolidées en normes IFRS).

Des effets hétérogènes sur l'investissement

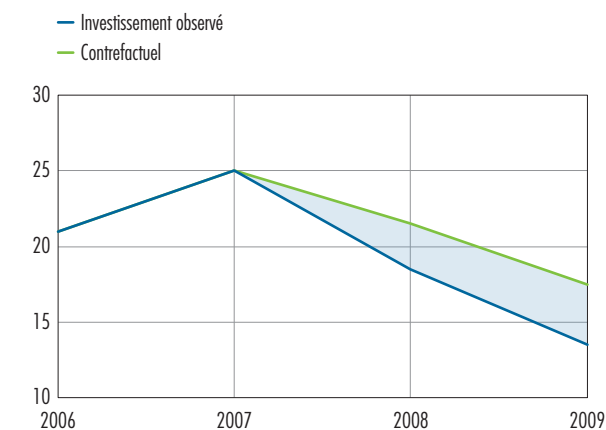
Alors que l'effet moyen du choc de crédit sur le coût de la dette semble identique lors des crises de 2008 et de 2011, la réponse de l'investissement des grandes entreprises françaises a été différente d'un épisode à l'autre.

Les graphiques 4 et 5 présentent le taux d'investissement observé pour le groupe d'entreprises traitées et ce qu'aurait été ce taux d'investissement s'il n'y avait pas eu de choc (taux d'investissement contrefactuel). Comme l'indique le graphique 4, l'investissement des entreprises traitées aurait baissé moins fortement en l'absence du choc de financement en 2008. En revanche les deux groupes ont un taux d'investissement moyen similaire en 2011 (cf. graphique 5).

Selon nos résultats d'estimation, en 2009, le taux d'investissement moyen des entreprises exposées au choc de refinancement aurait été supérieur de 4 points de pourcentage en l'absence du choc, ce qui représente près d'un cinquième du niveau d'investissement d'avant crise (17% du taux d'investissement moyen 2006-2007). Ces résultats sont cohérents – mais d'une amplitude moins forte – avec les effets observés aux États-Unis. Almeida *et al.* (2009) estiment en effet que l'investissement

G4 Choc de 2008 et taux d'investissement des entreprises à fort besoin de refinancement

(en %)



Notes : Échantillon total. Les entreprises dont la part de la dette à long terme à renouveler l'année du choc est supérieure à la médiane de l'échantillon forment le groupe traité, tandis que les autres forment le groupe de contrôle. Une entreprise à fort besoin de refinancement est une entreprise ayant plus de 20% de sa dette à long terme à renouveler au cours d'un exercice fiscal.

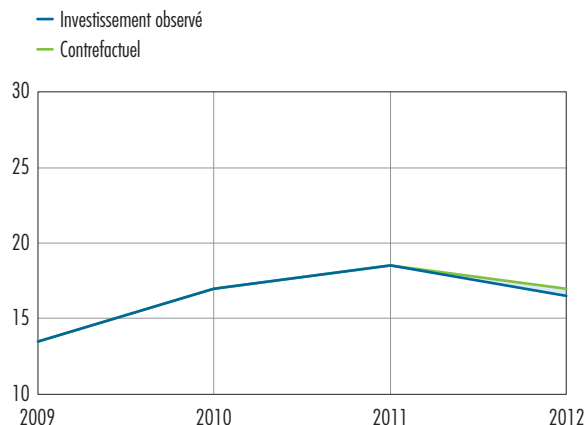
Source : Banque de France, FIBEN Groupes (données consolidées individuelles des groupes – normes IFRS).

des entreprises américaines faisant face à un besoin de financement à long terme plus élevé a diminué de près de 30% par rapport à son niveau antérieur, suite à la crise de 2007.



G5 Choc de 2011 et taux d'investissement des entreprises à fort besoin de refinancement

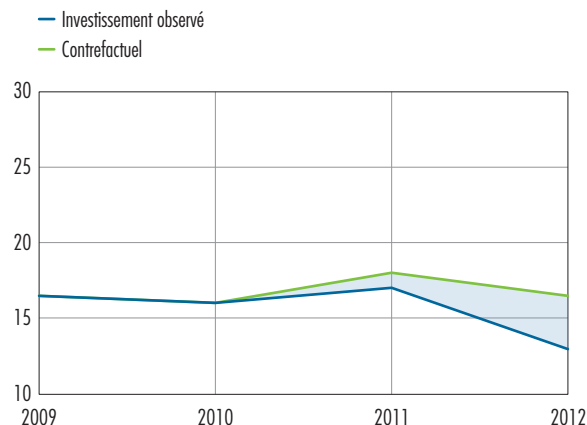
(en %)



Notes : Échantillon total. Les entreprises dont la part de la dette à long terme à renouveler l'année du choc est supérieure à la médiane de l'échantillon forment le groupe traité, tandis que les autres forment le groupe de contrôle. Une entreprise à fort besoin de refinancement est une entreprise ayant plus de 20 % de sa dette à long terme à renouveler au cours d'un exercice fiscal. Source : Banque de France, FIBEN Groupes (données consolidées individuelles des groupes – normes IFRS).

G6 Choc de 2011 et taux d'investissement des entreprises à fort besoin de refinancement et financièrement contraintes

(en %)



Notes : Sous-échantillon d'entreprises n'ayant pas distribué de dividendes en 2009. Les entreprises dont la part de la dette à long terme à renouveler l'année du choc est supérieure à la médiane de l'échantillon forment le groupe traité, tandis que les autres forment le groupe de contrôle. Une entreprise à fort besoin de refinancement est une entreprise ayant plus de 20 % de sa dette à long terme à renouveler au cours d'un exercice fiscal. Source : Banque de France, FIBEN Groupes (données consolidées individuelles des groupes – normes IFRS).

Au contraire, en 2011, le choc moyen semble « absorbé » sans conséquence sur la dynamique d'investissement, comme l'indique le graphique 5. Des analyses complémentaires sur l'utilisation par les entreprises de leurs réserves de liquidités (*cash*), ainsi que sur leur politique de distribution de dividendes, ne permettent pas de conclure que ces variables ont joué un effet d'amortissement. L'impact atténué du choc de 2011 pourrait ainsi principalement refléter l'effet des mesures de politique monétaire non conventionnelles de 2012 (OMT, LTRO 3 ans, ACC)² destinées à restaurer le canal des prêts bancaires de transmission de politique monétaire (cf. Andrade *et al.*, 2017, Cahn *et al.*, 2017, et Mésonnier *et al.*, 2017). Ces mesures ont notamment pu bénéficier aux grandes entreprises cotées, avec des fondamentaux solides. Andrade *et al.* trouvent notamment que l'offre supplémentaire de crédit bancaire induite par les LTRO a principalement bénéficié aux entreprises les plus grandes (ETI et GE).

Nous étudions ensuite la façon dont la sensibilité du taux d'investissement à la crise varie en fonction de

caractéristiques de bilan des entreprises et montrons qu'en 2011 l'impact négatif sur l'investissement est circonscrit aux seules entreprises qui étaient déjà financièrement contraintes. Ces entreprises sont définies comme celles distribuant peu de dividendes (ratio de distribution de dividendes inférieur à la médiane de l'échantillon l'année qui précède le choc). L'utilisation d'un ratio de dividendes bas comme mesure des contraintes financières pour les grandes entreprises est courante dans la littérature (Fazzari *et al.*, 1988 ; Almeida *et al.*, 2009) et donne de bons résultats. Néanmoins le paiement de dividendes est une décision endogène à la firme et peut donc refléter également des effets de cycle de vie.

Nos résultats montrent ainsi que le choc de 2011 n'affecte pas de la même manière toutes les entreprises identifiées comme vulnérables : les entreprises les plus contraintes financièrement voient en effet leur taux d'investissement diminuer de 3,5 points de pourcentage par rapport aux entreprises traitées mais non contraintes (cf. graphique 6).

² OMT : opérations monétaires sur titres (*outright monetary transactions*) ; LTRO : opérations de refinancement à plus long terme (*longer-term refinancing operations*) ; ACC : créances privées additionnelles (*additional credit claims*).



Quelles implications pour aujourd'hui ?

Notre analyse montre que les entreprises qui doivent refinancer une large partie de leur dette à long terme au moment d'un choc de crédit (ici les entreprises « traitées ») connaissent une hausse de leur coût apparent de financement et une baisse de leur investissement plus prononcées que pour des entreprises comparables mais moins exposées. L'effet est encore amplifié si ces entreprises sont contraintes financièrement. Ces résultats indiquent que les chocs financiers de 2008 et 2011 ont eu des effets réels, affectant le comportement d'investissement des grandes entreprises. Ils suggèrent que la maturité de la dette à long terme est une variable utile à la compréhension de la transmission des chocs de crédit au secteur non financier.

Aujourd'hui, alors que la pandémie de Covid-19 impacte substantiellement l'activité des différents acteurs de l'économie et affecte en particulier la trésorerie des entreprises, la structure de la dette et la concentration

des maturités sont des facteurs importants à surveiller afin de préserver l'accès au financement externe des entreprises et leur capacité à investir dans le futur. C'est en partie le sens des mesures d'urgence prises par le gouvernement français (prêts garantis par l'État) et par la BCE (programme d'achats d'urgence face à la pandémie [PEPP], baisse des taux, etc.). À cet égard, la situation des grands groupes français (300 groupes de notre échantillon consolidant en normes IFRS) apparaît comme plus favorable aujourd'hui qu'en 2011, comme le suggèrent les données les plus récentes de l'année 2017. En effet, pour les entreprises les plus contraintes financièrement, la part de la dette financière à long terme à renouveler à horizon de 1 an est de 14,4%, ce qui représente une diminution de 2,5 points de pourcentage par rapport à 2011. La part de la dette à court terme est quant à elle restée stable. Ces évolutions indiquent que ces entreprises ont modifié la structure de leur endettement de long terme depuis la crise de 2011, profitant des taux d'intérêt bas pour allonger la maturité de leur dette.



Bibliographie

Almeida (H.), Campello (M.), Laranjeira (B.) et Weisbenner (S.) (2009)

« Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis », *Document de travail*, National Bureau of Economic Research, n° 14990, mai.

Andrade (P.), Cahn (C.), Fraise (H.) et Mésonnier (J.-S.) (2019)

« Can the provision of long-term liquidity help to avoid a credit crunch? Evidence from the Eurosystem's LTRO », *Journal of the European Economic Association*, vol. 17, n° 4, août, p. 1070-1106.

Bloom (N.), Bond (S.) et Van Reenen (J.) (2007)

« Uncertainty and investment dynamics », *Review of Economic Studies*, vol. 74, n° 2, avril, p. 391-415.

Bussière (M.), Ferrara (L.) et Milovich (J.) (2015)

« Explaining the recent slump in investment : the role of expected demand and uncertainty », *Document de travail*, Banque de France, n° 571, septembre.

[Télécharger le document](#)

Cahn (C.), Duquerroy (A.) et Mullins (W.) (2017)

« Unconventional monetary policy and bank lending relationship », *Document de travail*, Banque de France, n° 659, décembre (révisé en mai 2019).

[Télécharger le document](#)

Campello (M.), Graham (J. R.) et Harvey (C.) (2010)
« The real effects of financial constraints : evidence from a financial crisis », *Journal of Financial Economics*, vol. 97, n° 3, septembre, p. 470-487.

Carluccio (J.), Mazet-Sonilhac (C.) et Mésonnier (J.-S.) (2018)

« Investment and the weighted average cost of capital : new micro evidence for France », *Document de travail*, Banque de France, n° 710, février.

[Télécharger le document](#)

Gilchrist (S.) et Mojon (B.) (2018)

« Credit risk in the euro area », *The Economic Journal*, vol. 128, n° 608, février, p. 118-158.

Fazzari (S.), Hubbard (R. G.) et Petersen (B.) (1988)

« Financing constraints and corporate investment », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 19, n° 1, p. 141-206.

Insee (2017)

« Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France? », *Note de conjoncture*, décembre.

Mésonnier (J.-S.), O'Donnell (C.) et Toutain (O.) (2017)

« The interest of being eligible », *Document de travail*, Banque de France, n° 636, août (révisé en octobre 2017).

[Télécharger le document](#)

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Didier Névonnin

Directeur de la publication

Gilles Vayssset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Françoise Drumetz

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

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

Rubrique « Abonnement »

