

Encadré 3.3 :

## VULNÉRABILITÉS DES SOCIÉTÉS NON-FINANCIÈRES LUXEMBOURGEOISES

Au cours de l'année 2023, les sociétés non-financières (SNFs) luxembourgeoises ont subi de multiples chocs, en particulier celui des taux d'intérêt, dans un contexte de contraction sévère de l'économie domestique (-1,1%). Le secteur le plus affecté est celui de l'immobilier commercial. Les récentes données publiques disponibles illustrent l'importance du choc pour ce secteur avec d'importantes baisses des prix des espaces destinés aux bureaux et des terrains constructibles, de respectivement 10% et 56%. En outre, les données publiques disponibles révèlent que le nombre d'offres pour location de bureaux a progressé de 10% tandis que celui des ventes de terrains constructibles a fait un rebond de 73%.

Cette analyse est basée sur les données granulaires des sociétés non financières issues de la centrale des bilans du STATEC. L'exploitation des bilans des sociétés non financières et leurs comptes de pertes et profits permettent de construire un ensemble d'indicateurs de la situation financière de ces entreprises et de déterminer leur degré de vulnérabilité.


La carte des indicateurs construits (tableau 3.5) fournit un aperçu de leur solidité financière selon leur taille et leur appartenance sectorielle. La première colonne présente l'importance de chaque secteur, en termes d'actifs totaux et de nombre d'entreprises (entre parenthèses). Il ressort que 8 426 entreprises sont actives dans le secteur de la construction et de l'immobilier, dont l'actif total s'élève à 45 milliards d'euros, soit 56% du PIB luxembourgeois. En revanche, le secteur du Commerce de l'Hébergement et de la Restauration (GI) est composé de 7378 entreprises, avec un actif total de 107 milliards d'euros, soit 135% du PIB. D'autres secteurs, tels que celui des Transports, de l'Information et de la Communication (HJ), ainsi que les activités de Services et Récréatives (NSR), représentent une part importante des activités de la sphère réelle au Luxembourg.

Tableau 3.5 :

Les indicateurs de solidité financière (« Heat map ») des sociétés non financières en 2022

SECTEUR D'ACTIVITÉ (NACE)	TAILLE : MILLIARDS D'EUROS & (NBRE D'ENTREPRISES)	TAUX DE COUVERTURE DES INTÉRÊTS	DETTE-SUR-CAPITAUX PROPRES	RISQUE DE REFINANCEMENT	RISQUE DE LIQUIDITÉ (%)	PROFITABILITÉ (%)	PART DES ENTREPRISES DITES « ZOMBIES » (% ACTIFS) ET NBRE D'ENTREPRISES
Construction et activités immobilières (FL)	45 (8426)	2,5	1,2	0,12	9,3	1	6.6 (9.9)
Commerce, Hébergement et Restauration (GI)	107 (7378)	5,8	0,97	0,37	21,7	1,8	8.5 (12.8)
Transports, Information et Communication (HJ)	56 (3319)	8,9	0,69	0,27	26,7	3,1	5.2 (10.3)
Activités de services et récréatives (NSR)	75 (3237)	4,6	0,82	0,26	23,8	1,5	12.1 (14.1)
L'ensemble de l'Économie (hormis les activités financières et sociétés holding)	331 (30099)	5	0,87	0,24	20,2	2	7.5 (10.8)

Source: Centrale des bilans, calculs BCL. Les secteurs représentant moins de 10% de l'actif total sont agrégés dans la ligne intitulée l'ensemble de l'économie. La couleur des cellules reflète le niveau de risque estimé pour chaque secteur (la couleur orange est synonyme de risque élevé, tandis que la couleur bleue reflète un niveau de risque plus faible). Le taux de couverture des charges d'intérêts est la médiane du ratio du bénéfice brut avant déduction des charges d'intérêts sur les charges d'intérêt. Le taux d'endettement est représenté par le ratio médian de la dette-sur-fonds propres. Le risque de refinancement est représenté par le ratio médian de la dette à court terme sur la dette à long terme. Le risque de liquidité est approximé par la valeur médiane du rapport de la liquidité (cash + dépôts) sur le total des actifs. La profitabilité est mesurée par le rendement des actifs (ROA). Enfin, les entreprises dites « zombies » sont des entreprises ayant réalisé pendant deux années consécutives un rendement des actifs et une formation brute de capital fixe négatifs et affichaient une capacité de service de la dette (Bénéfice avant intérêts et impôts / service de la dette) inférieure à 5%.



Le niveau du ratio médian de couverture des intérêts (Interest Coverage Ratio - ICR) revêt une importance particulière dans la mesure où il permet d'évaluer la capacité des entreprises à supporter le service de leur dette. Le secteur de la construction et de l'immobilier affichait le ratio sectoriel le plus faible (2,5). Le niveau de ce ratio est plus bas que les standards acceptés par les investisseurs et les analystes, lesquels requièrent un ratio minimum de couverture des intérêts de 3, ce qui est synonyme de la fiabilité et de la régularité des revenus des entreprises. La faiblesse du ratio de couverture de la charge d'intérêt reflète, soit l'importance du poids de la charge de la dette pour le secteur de la construction et de l'immobilier, soit la faible rentabilité de l'activité de ce secteur. En outre, le secteur affichait à la fois un levier plus élevé (1,2) que la médiane de l'ensemble des sociétés non financières (0,87), un ratio de liquidité plus faible (9,3% contre 20,2%) et un rendement médian des actifs très réduits (1%) et dont le niveau a été de moitié plus faible que la médiane de l'ensemble des sociétés non financières (2%).

Quant au secteur du Commerce, de l'Hébergement et de la Restauration, il présente certaine fragilité au niveau du financement au vu de l'importance de la part de sa dette à court terme (0,37) en comparaison avec l'ensemble des autres secteurs, mais également au vu d'un levier relativement plus élevé (0,97) par rapport à la médiane de l'ensemble de l'économie (0,87). Toutefois, le secteur demeure très profitable avec une capacité de couverture des charges d'intérêt largement supérieure (5,8) aux standards du marché et dispose d'un coussin de liquidité suffisamment important (21,7%) pour faire face à des chocs passagers, tels que la baisse conjoncturelle de l'activité.

Enfin, le secteur des activités de services et loisirs affichait une rentabilité plus faible, des contraintes de refinancement plus élevées et une proportion d'entreprises non viables (zombies) (12,1%) relativement élevée en comparaison avec l'ensemble de l'économie.

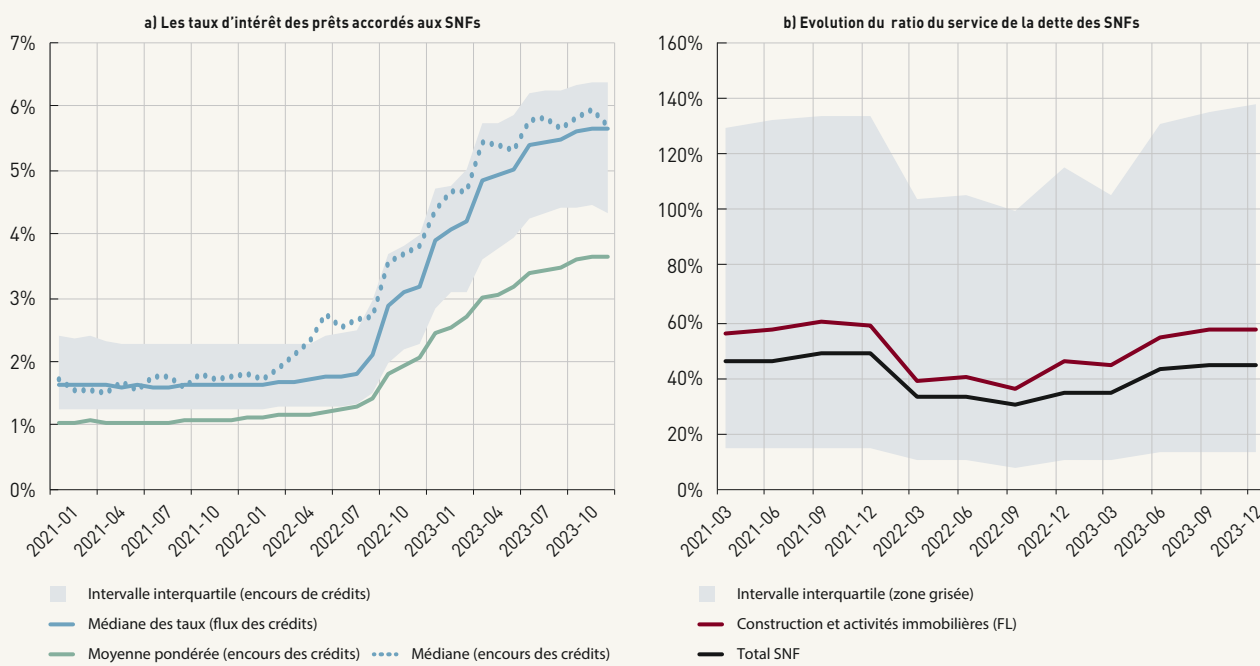
Il est important de tenir compte du contexte économique et financier pour anticiper les évolutions futures des performances des sociétés non financières, en particulier celles actives dans le secteur de l'immobilier. Les indicateurs affichés dans le tableau 3.8 couvrent l'année 2022. Or, la situation économique s'est dégradée en 2023 et les taux d'intérêt ont enregistré un rebond significatif depuis le changement de l'orientation de la politique monétaire. En exploitant les données de AnaCredit de la BCL, il ressort que les taux d'intérêt appliqués aux sociétés non financières luxembourgeoises ont progressé fortement depuis mi-juillet 2022 (graphique 3.8a), en particulier pour les entreprises du secteur de la construction et de l'immobilier où le ratio du service de la dette (charges d'intérêt sur le résultat opérationnel) montrait une hausse annuelle de 11p.p. pour s'élever en 2023T4 à 58% (graphique 3.8b).

Afin d'explorer davantage les vulnérabilités des sociétés non financières luxembourgeoises, le graphique 3.9 affiche l'importance des risques de refinancement de ces entreprises. Ce risque est évalué selon deux critères. Il s'agit de l'échéance des emprunts et/ou les dates de révision des taux d'intérêt pour les emprunts souscrits.

Pour l'ensemble des SNF, environ un tiers des crédits (6 milliards d'euros) sont confrontés à des risques de refinancement au cours des six prochains mois et près de la moitié (8 milliards d'euros) arrivera à échéance dans un an. La dette du secteur de la construction et de l'immobilier (FL) qui nécessite un refinancement dans les six premiers mois de 2024 représente près de 70% de l'encours total des SNF. Dans le contexte actuel de taux d'intérêt élevés, le refinancement de la dette est un exercice indubitablement très coûteux pour les entreprises du secteur de la construction. De plus, l'allongement de la durée des nouveaux emprunts ne permettrait pas une immunisation contre la progression des charges de la dette ; elle provoquerait plutôt une augmentation plus marquée du service de la dette alors que le taux de couverture des charges d'intérêt pour le secteur de la construction demeure très faible.

Graphique 3.8:

Coûts des emprunts bancaires pour les SNFs luxembourgeoises : 2021T1-2023T4

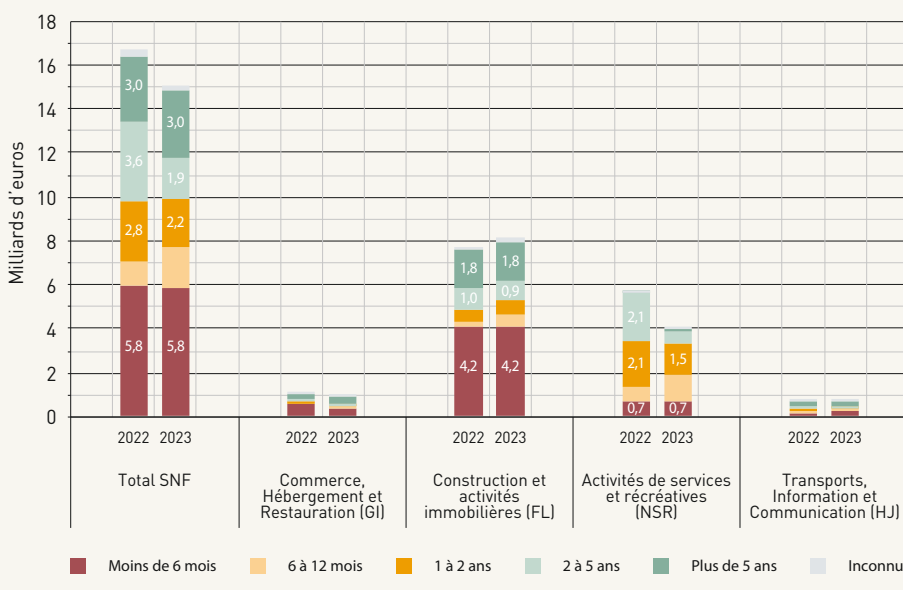


Source: AnaCredit, calculs BCL.

Source: AnaCredit, Centrale des Bilans, calculs BCL.

Graphique 3.9:

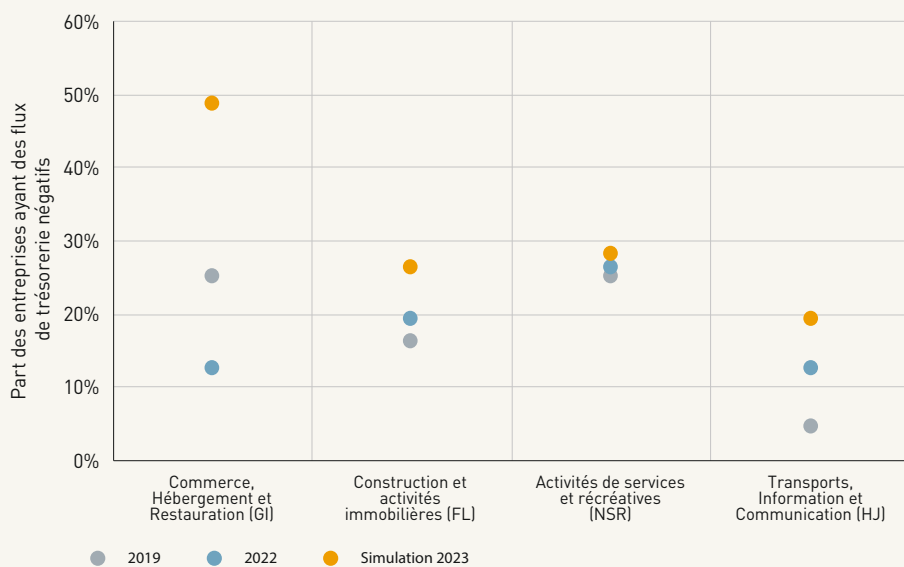
Risques de refinancement dans la construction et l'immobilier : 2022M12-2023M12



Source: AnaCredit, calculs BCL.

Graphique 3.10:

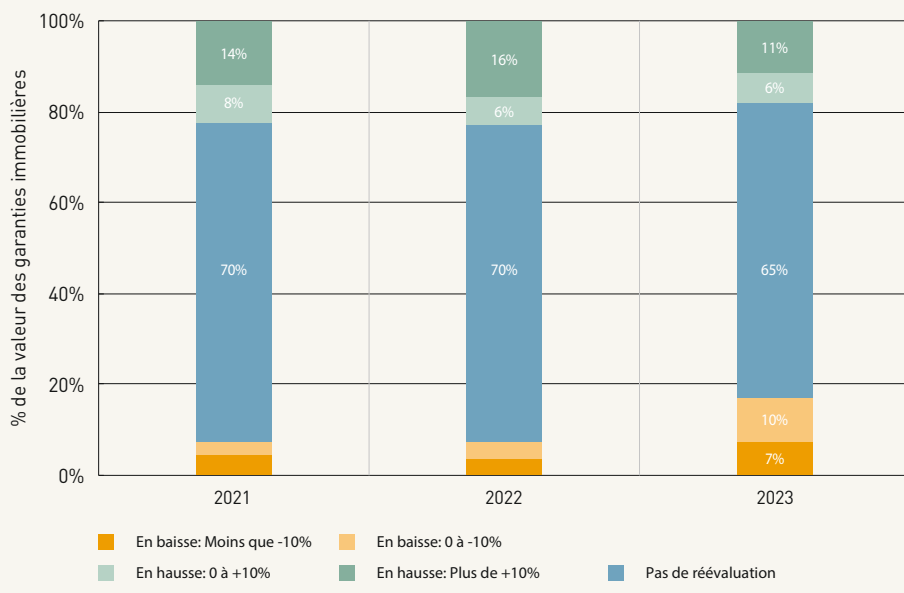
**L'augmentation des charges d'intérêts affecte négativement les flux de trésorerie des entreprises**



Source: AnaCredit, calculs BCL.

Graphique 3.11:

**Périodicité de de réévaluation des garanties hypothécaires par les établissements de crédit :2021-2023**



Source : AnaCredit, calculs BCL.

En élargissant l'analyse de la solidité des entreprises non financières à l'examen de leur résilience en matière de liquidité, le graphique 3.10 affiche la part des entreprises ayant des flux de trésorerie négatifs en 2019 et 2022. En outre, il illustre les résultats d'une simulation destinée à évaluer les effets de l'augmentation des taux d'intérêt sur les flux de ces mêmes entreprises en 2023. Il ressort que les entreprises les plus vulnérables au choc des taux d'intérêt appartiennent au secteur du Commerce, de l'hébergement et de la restauration, mais aussi au secteur de la Construction et de l'immobilier. Il est vraisemblable que les difficultés financières de ces entreprises vont s'amplifier en 2024 ; elles affecteraient, par ricochet, l'encours des créances bancaires non productives.

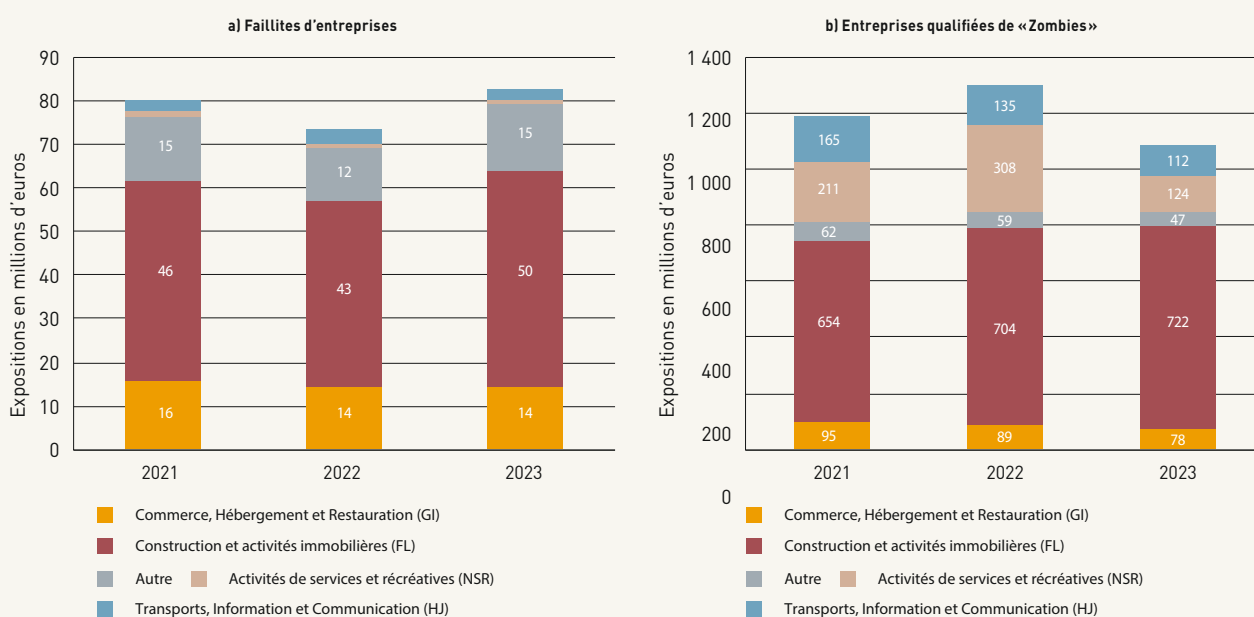
Les évolutions des deux dernières années au niveau du secteur de la construction et de l'immobilier commercial peuvent amplifier les vulnérabilités présentes et affecter la résilience des prêteurs. La baisse très importante des prix de l'immobilier commercial, associée à une lenteur de la réévaluation par les banques des garanties hypothécaires (graphique 3.11), sont

susceptibles de dissimuler d'importants risques non pris en compte par les établissements prêteurs. Il ressort de notre analyse qu'environ un tiers des garanties hypothécaires sont réévaluées sur une base annuelle, ce qui implique des différences importantes entre la valeur des garanties dans les livres des banques et leur valeur marchande. En effet, dans un contexte de baisse des prix de l'immobilier commercial, la lenteur du cycle de réévaluation des garanties serait susceptible d'affecter la vraie valeur du portefeuille des garanties détenues par les banques.

Le problème est plus prononcé pour les garanties hypothécaires émanant du secteur de la construction et de l'immobilier, auquel les banques domestiques sont exposées (graphique 3.12) dans la mesure où les prix ont enregistré de sévères baisses et les expositions bancaires à l'égard des entreprises vulnérables du secteur sont importantes. Ceci s'est traduit par une progression du taux moyen des créances non performantes et par la progression du risque suite au transfert d'une partie des créances consenties en 2023 aux entreprises du secteur de la construction et de l'immobilier vers la catégorie de risques dite de « stage 2 ».

Graphique 3.12:

**Exposition des banques aux entreprises insolubles et « zombies »**



Source: AnaCredit, Centrale des Bilans, calculs BCL.