

La soutenabilité des garanties de crédit aux entreprises après la crise du coronavirus



DISCLAIMER : Les opinions exprimées dans cette note sont celles de l’auteur et ne reflètent pas nécessairement celles de la Banque européenne d’investissement ou du Fonds européen d’investissement.

Utilité de l’article : Cet article fait un point sur la réponse économique à la crise du coronavirus. Les premières données disponibles montrent la prévalence des garanties de crédit, mais aussi de fortes différences entre pays. De récentes évaluations d’impact menées sur les programmes de garanties européennes antérieures à la crise montrent également des divergences dans l’efficacité de ces politiques. Dès lors, nous proposons quelques pistes pour assurer leur soutenabilité.

Mots-clés : Garanties de crédit, Covid-19, coronavirus, dette privée, endettement des entreprises, Union européenne, soutenabilité

Résumé :

- Les autorités publiques en France et en Europe ont répondu à la crise du coronavirus par des mesures sans précédent de soutien aux entreprises. Parmi elles figurent de manière centrale les garanties de crédit aux entreprises.
- Nous posons la question de leur soutenabilité une fois la crise passée, notamment en termes de divergences entre Etats.
- Les montants considérables en jeu doivent pousser à une réflexion sur les objectifs, et sur de potentiels nouveaux efforts de mutualisation en Europe.

Face aux défis posés par le coronavirus, les politiques de soutien aux entreprises apparaissent comme centrales, notamment les garanties de crédit aux entreprises. Leur ampleur soulève des questions de soutenabilité de long terme. Se posent notamment les

questions de l’articulation entre différents niveaux de souveraineté et de l’évaluation de l’efficacité de long terme de ces mesures.

1. Le rôle central des garanties de crédit dans la réponse à la crise

De **premières données** sur les niveaux de dépenses et de garanties de crédit liées aux politiques de réponse à la crise montrent la disparité des niveaux de dépenses engagées. Nous proposons ici un premier bilan à la date de la mi-Avril fondé sur les listes de politiques fournies par le FMIⁱ et la BEI (Figures 1 et 2). Il s’agit évidemment de données très préliminairesⁱⁱ. Néanmoins, de telles statistiques permettent de se faire une première idée globale, en ordre de grandeur, de la réponse économique annoncée des Etats. Le niveau global de la réponse économique pour les pays concernés, à presque 8 % du PIB total de ces pays, correspond peu ou prou à l’impact généralement prévu de la crise sur la croissance, qui coûterait également 8 % du PIB (FMI, 2020). Ce coût provient essentiellement du confinement, qui affecte différemment les individus selon leurs revenus (Figure 3). De plus, la disparité d’amplitude de la réponse économique entre pays est très grande.

En matière de **types de politiques**, les garanties de crédit et prêts directs, parfois difficiles à distinguer dans les promesses faites par les Etats, représentent plus du tiers des montants engagés. Par aires géographiques, la prévalence des garanties de crédit est manifeste en Europe et aux Etats-Unis, alors que le Japon privilégie les subventions. Les Etats-Unis avaient, à mi-Avril, annoncé 469 milliards d’euros de prêts garantis, et les Etats nationaux en Europe 1,36 billion. L’Union européenne avait promis un fonds pan-européen de 25 milliards, géré par la Banque européenne d’investissement, qui pourrait soutenir jusqu’à 200 milliards de prêts aux entreprises et d’investissements en capital-risque, garantis par tous les Etats européens selon le poids de leur PIB.

Figure 1 : Réponse fiscale à la crise du coronavirus par pays, en part du PIB, à mi-Avril 2020, d’après FMI et BEI, calculs de l’auteurⁱⁱⁱ

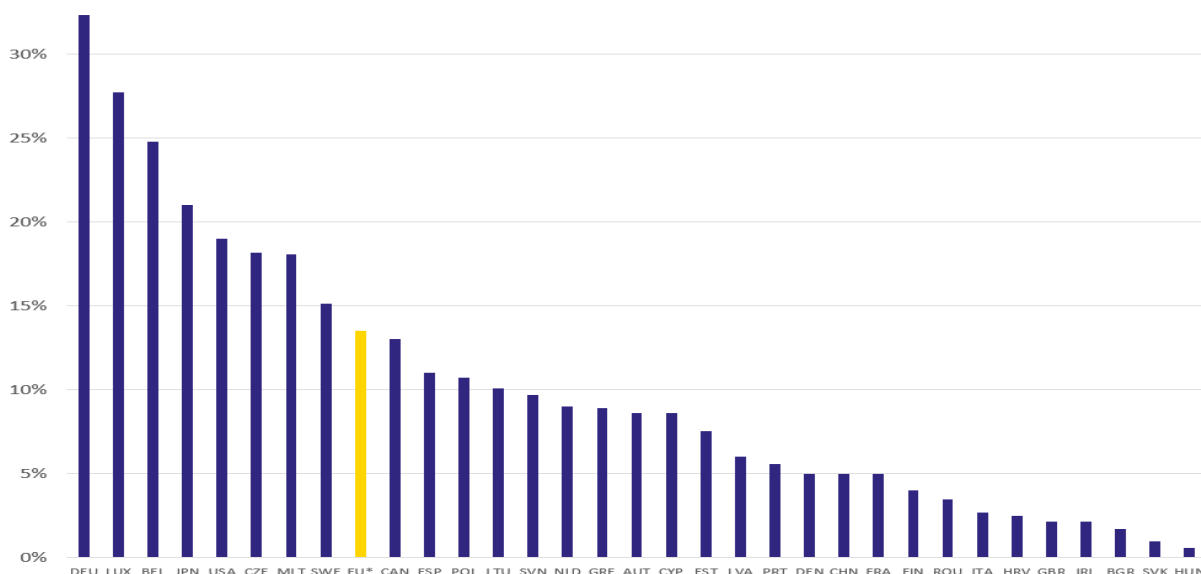


Figure 2 : Réponse fiscale à la crise du coronavirus par politiques et aires géographiques, en billion d'euros, à mi-Avril 2020, d'après FMI et BEI, calculs de l'auteur

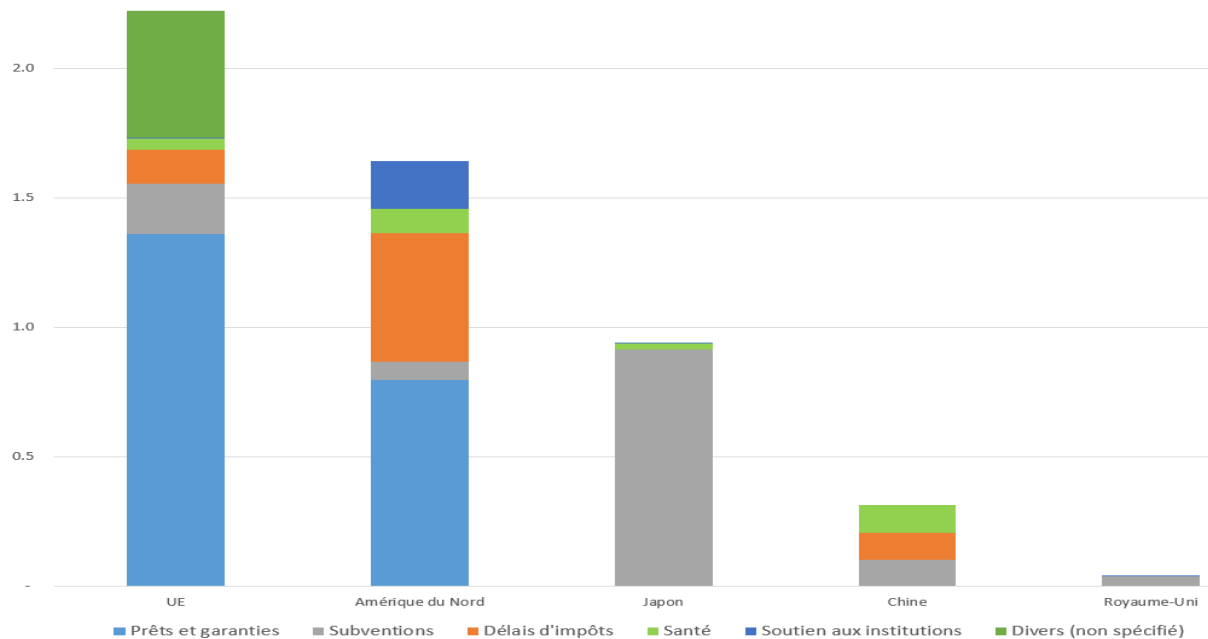
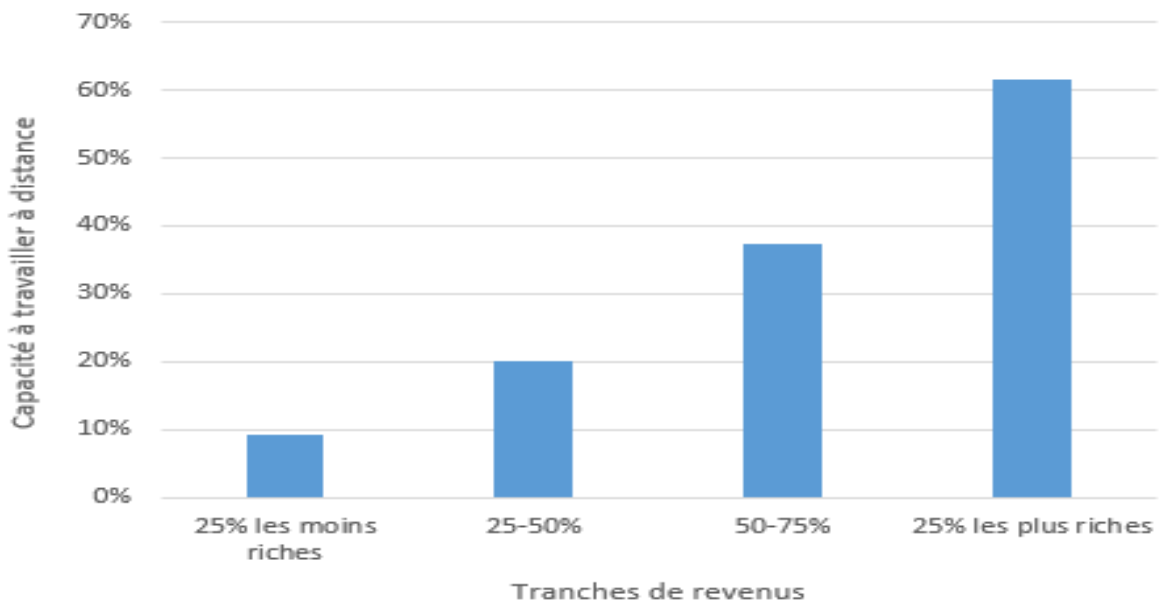


Figure 3 : Travailleurs capables de travailler à distance par tranches de revenus aux Etats-Unis, d'après Bergamini et al, 2020.



2. Impacts et limites

Des évaluations de l'impact des garanties depuis les années 2000 ont été menées, notamment au niveau européen (Brault et Signore, 2019). Les garanties européennes de crédit ont été mises en place depuis 1998 dans de nombreux pays, France et Italie ayant reçu

les volumes les plus élevés. Il s'agit de garanties de portefeuilles partageant le risque avec l'intermédiaire financier. Le groupe le plus important d'entreprises soutenues est celui des entreprises individuelles. Les garanties du Fonds européen d'investissement ont eu un impact positif sur la croissance et la survie des entreprises entre 2002 et 2016. Elles ont accru l'actif des entreprises, leurs ventes, et l'emploi. Les probabilités de faillite ont également diminué. Le taux de faillite des entreprises individuelles soutenues est resté bas. Le ratio d'actifs immatériels sur les actifs totaux, qui donne une idée de l'importance de l'innovation dans le modèle d'affaires des entreprises, s'est accru d'un tiers. Ces effets ont été plus importants pour les entreprises petites et jeunes, qui subissent d'ordinaire plus de contraintes de crédit, et pour les entreprises de service. Le plus important le prêt garanti, le plus important l'impact. L'impact est également positif pour les autres programmes évalués par d'autres chercheurs (Brault, 2019).

Des **limites** apparaissent également. L'effet sur la productivité est ambivalent. Il a été négatif sur le court terme en Europe centrale, orientale, et du Sud, mais positif en France sur le court et long terme. Les garanties n'ont pas d'impact significatif sur les profits. L'impact général n'est pas plus élevé pour les entreprises à forte teneur technologique, ou dans l'économie de la connaissance. Les garanties de crédit à portée générale ne sont donc pas les outils les plus appropriés s'agissant de ces aspects. D'autres politiques, notamment de l'investissement en capital, seraient plus adaptés.

Les garanties de crédit ont été conçues pendant les années 1980 pour compenser les difficultés des PME à accéder au crédit bancaire et favoriser la croissance des jeunes entreprises. Cependant, la crise du coronavirus leur donne une mission très différente, celle d'**éviter des faillites de masse** en lissant dans le temps le coût de la crise. Les données du Fonds européen d'investissement sur les garanties européennes de crédit au Benelux, en Italie, et dans les pays nordiques, de 2002 à 2016, montrent un taux de défaut d'un peu moins de 5 % pour les entreprises individuelles, avec un pic après 2008. Or, en France, le scénario central de Bpifrance est aujourd'hui de 10 % de faillites (Sauvage, 2020). Cela pourrait conduire à un cercle vicieux entre finances des PME et finances publiques. Les fortes incertitudes actuelles obligent donc à réfléchir à la soutenabilité de long terme de ces programmes.

3. L'avenir des garanties de crédit après le coronavirus

Plusieurs **solutions** existent, qui ont chacune leurs lots d'avantages et d'inconvénients **problèmes**.

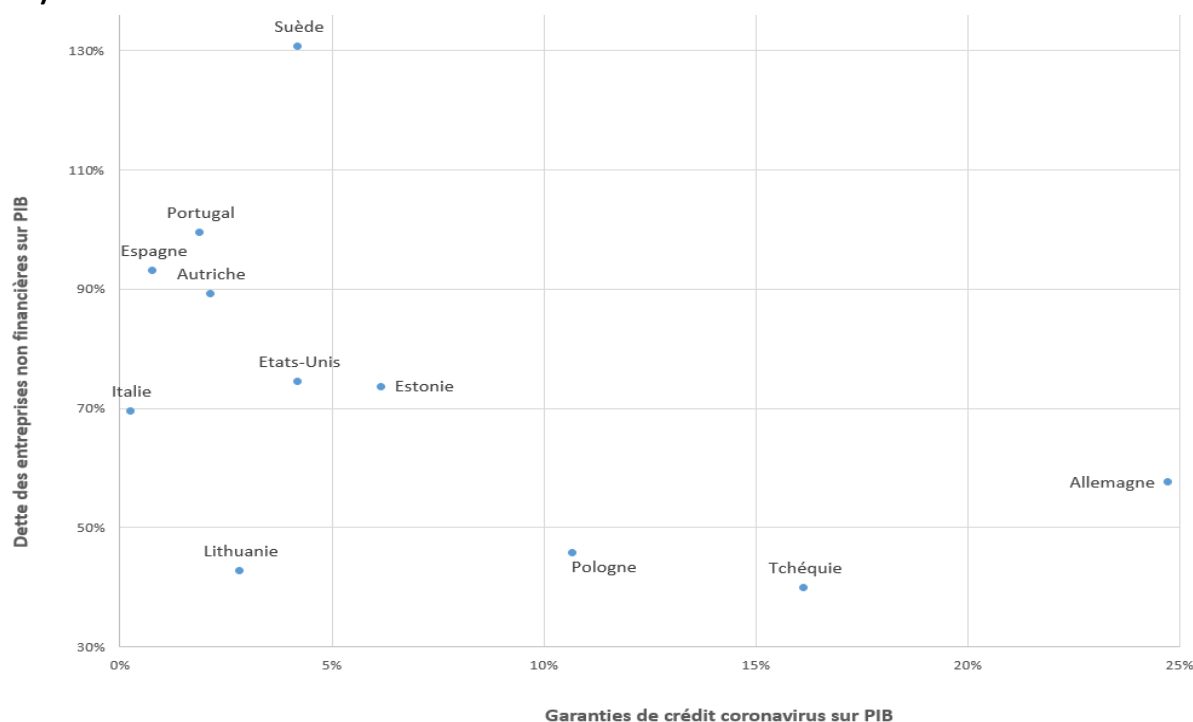
- Les prêts garantis pourraient être étendus. Le risque des garants et le poids des entreprises "zombies", capables de rembourser les intérêts de ces prêts, mais pas le principal, augmenteraient. Les garants, Etats et banques, pourraient préférer repousser les remboursements du principal plutôt que d'être confrontés à des défauts, entraînant une hausse du nombre d'entreprises "zombies". Certaines banques pourraient refuser ces extensions, poussant les banques centrales à se substituer à elles (Brunnermeier, 2020). Les programmes d'achats d'obligations

d'entreprises menés par les banques centrales pourraient être étendus aux petites entreprises, qui verraient leurs dettes titrisées. Il existe cependant des interrogations sur une telle possibilité. Le marché obligataire pour petites entreprises est peu développé. Détenir des dettes d'un grand nombre de petites entreprises, sans intermédiaire bancaire, entraînerait une nouvelle évolution des banques centrales vers un mandat plus interventionniste. Dans une telle possibilité, la question de l'éligibilité des prêts à un tel rachat deviendrait un enjeu politique important.

- L'autre solution est l'annulation. Le problème serait transféré sur le budget de l'Etat dans un contexte de fort endettement. Ces annulations pourraient être partielles et discrétionnaires. La difficulté est de décider de critères efficaces et d'en convaincre l'opinion. Utiliser par exemple des critères environnementaux pour la survie d'entreprises est une mesure politiquement difficile.
- Les dettes garanties pourraient enfin être converties en capital détenu par l'Etat. Cette conversion pourrait être faite immédiatement en cas de défaut imminent. Les dettes garanties pourraient aussi être transformées en obligations convertibles qui associeraient délais de remboursement et possibilité future pour l'Etat de rentrer au capital en cas de prolongement des difficultés de l'entreprise. L'enjeu resterait pour l'Etat d'étaler dans le temps les effets de la crise, en revendant potentiellement plus tard de telles participations, une fois la situation rétablie. Dans le cas où *la crise perdurerait*, l'Etat pourrait devenir à nouveau un détenteur majeur d'actifs au travers peut-être de fonds souverains. Le modèle économique actuel des économies avancées en serait profondément changé.

Faute de solution de long terme, le principal danger est la **divergence entre pays**. La divergence entre régions et pays européens s'est récemment accrue en matière de dette publique et privée, d'investissement et de productivité (FMI, 2019). L'endettement privé dans le monde a doublé depuis 2008 (CODE, 2020), un rythme comparable à celui de l'endettement public. La dette des entreprises non-financières françaises pourrait augmenter de presque un tiers cette année (Ray, 2020). Cette hausse de l'endettement est associée à une baisse des investissements et de la croissance de la productivité (Gebauer, 2017) et à une hausse des inégalités (Wolf, 2020). Or, les pays aux plus hauts niveaux d'endettement des entreprises ont en général des niveaux plus faibles d'engagements en matière de garanties de crédit. Le risque est une divergence accrue en matière de défauts, d'investissement, et de productivité (Figure 4).

Figure 4 : Garanties de crédit et endettement des entreprises non financières (données FMI)



Compte tenu des limites des finances publiques, des **programmes européens** seraient mieux à même de réduire ces divergences. Ils permettent d'augmenter le nombre de garanties dans les pays où les programmes nationaux sont plus modestes et où leurs impacts sont les plus limités. Les efforts de mutualisation européens en matière de dette publique, de plans de relance, et d'assurances chômage, en sont aujourd'hui à leurs débuts. Les programmes européens de prêts et garanties de crédit ont l'avantage de bénéficier d'une longue expérience et d'être immédiatement opérationnels.

4. Soutenabilité de long terme et évaluations

La question de l'évaluation de la soutenabilité actuelle des politiques de soutien aux entreprises est cruciale. Le crédit actuel est stimulé par des politiques monétaires accommodantes. Cependant, un simple financement par l'expansion monétaire et les garanties semblent peu à même de résoudre seuls le problème du redressement à long terme de l'économie. Pendant les années 1950 et 1960, le contrôle du crédit avait pour but de choisir les secteurs prioritaires à financer, dans le cadre d'une politique de rattrapage (Monnet, 2018). L'inflation générée par cet accroissement du crédit était associée à une politique de planification industrielle à l'intérieur et à une politique protectionniste à l'extérieur (Brault, 2013). La combinaison de garanties de crédit, de promotion de l'économie verte, et de taxe carbone aux frontières européennes, présente certaines similitudes avec cette politique. A court terme, il s'agit d'apporter un soutien large aux entreprises pour éviter des faillites systémiques et lisser le coût de la crise dans le temps. A long terme, il

s'agit de s'interroger si l'instrument des garanties de crédit peut être utilisé pour remplir **d'autres objectifs**, notamment la hausse de la productivité, la protection de l'environnement, en d'autres termes une stratégie complexe de développement et de rattrapage.

Il s'agit également de savoir si cette politique est la plus appropriée, ou si **d'autres politiques**, dont certaines ont aussi été utilisées pour répondre à la crise, doivent être utilisées comme complément ou comme alternative. Peuvent être notamment citées les politiques de prêts intergouvernementaux, d'intégration fiscale limitée ou plus large, de subsides directs aux entreprises et aux travailleurs, ou de constitution de vastes fonds souverains, parmi d'autres (Bénassy-Quéré, 2020). Dans ce cadre, la question de l'évaluation de l'impact des garanties est centrale.

Le problème des **évaluations de l'impact des garanties** est qu'elles ont été jusqu'ici menées pour l'essentiel a posteriori. Les évaluations *ex ante* des besoins en crédit des entreprises se sont, elles, consacrées essentiellement à l'évaluation des contraintes de crédit (Chen et al, 2018). Une évaluation *ex ante* apparaît aujourd'hui indispensable. Une fois cette évaluation menée, il serait possible de comparer les impacts de différentes politiques de réponse à la crise. Plusieurs institutions, notamment l'OCDE, la BEI, le FEI, et Bpifrance, ont créé ces dernières années des plateformes de discussion et d'évaluation de ces politiques. Il s'agit aujourd'hui d'amplifier ces efforts.

5. Bibliographie

Nous avons donc montré que la question de la soutenabilité des politiques de soutien aux entreprises après le coronavirus était intimement liée à la question de **l'articulation des niveaux nationaux européens**, aussi bien s'agissant de la mise en place de ces politiques que de leur évaluation. La réponse fiscale à la crise a engagé des montants très importants dans la plupart des Etats. Cependant, des divergences existent, entre grandes régions mondiales, et, au sein de l'Europe, entre pays, aussi bien en termes de types de réponses politiques que de montants engagés et de niveaux initiaux d'endettement. Les prêts et garanties de crédit, qui forment la principale politique de soutien aux entreprises après la crise, sont des politiques d'engagement – et de risque – sur le long terme. Le risque est celui de la divergence, en termes de survies d'entreprises, d'endettement, de productivité, d'investissements. Un cercle vicieux pourrait se mettre en place entre crédibilité des emprunts d'entreprises et stabilité financière des Etats. Dans ce cadre, l'évolution et l'harmonisation des politiques de soutien aux entreprises doit être anticipée afin d'éclairer les choix à venir.

Allinson, G. F., Robson P., Stone, I. (2013). Economic evaluation of the Enterprise Finance Guarantee (EFG) Scheme. Department for Business, Innovation and Skills Project Report.

Amamou, R., Gereben, A., and Wolski, M. (2020). Making a difference : assessing the impact of EIB's funding to SMEs. EIB Working Paper.

- Asdrubali, P. and Signore, S. (2015). The economic impact of EU Guarantees on credit to SMEs. Evidence from CESEE countries. European Commission's European Economy Discussion Paper 002 and EIF Working Paper 2015/29. July 2015. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eedp/pdf/dp002_en.pdf and http://www.eif.org/news_centre/publications/eif_wp_29_economic-impactguarantees_july15_fv.pdf
- Bah, E., Brada, J.C., Yigit, T. (2011). With a little help from our friends: The effect of USAID assistance on SME growth in a transition economy. *Journal of Comparative Economics* 39, 205–220. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2008.12.003>
- Becquet, P. (2020). Les prêts garantis par l'Etat, solution miracle ou bombe à retardement ? Forbes.
- Bénassy-Quéré, A., Marimon, R., Martin, P., Pisany-Ferry, J., Reichlin, L., Schoenmaker, D., et Weder di Mauro, B. (2020). Repair and reconstruct : a recovery initiative. VoxEU.
- Bergamini, E. (2020). How COVID-19 is laying bare inequality. Bruegel.
- Bertoni, F. and Colombo, M. G. and Quas, A. (2018). The effects of EU-funded guarantee instruments on the performance of Small and Medium Enterprises: Evidence from France. EIF Working Paper 2018/52, EIF Research & Market Analysis. November 2018. http://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2019_52.htm
- Bertoni, F. Brault, J. and Colombo, M. G. and Quas, A. and (2019). Econometric study on the impact of EU loan guarantee financial instruments on growth and jobs of SMEs. EIF Working Paper 2019/54, EIF Research & Market Analysis. February 2019. http://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2019_54.htm
- Brault, J. (2019). L'impact des programmes européens de garantie de crédit. BSI Economics.
- Brault, J. (2013). The political economy of French foreign exchange control. PhD paper.
- Brault, J., and Signore, S. (2019). The real effects of EU loan guarantee schemes for SMEs: A pan-European assessment. EIF Working Paper 2019/56, EIF Research & Market Analysis. June 2019. http://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2019_56.htm
- Brunnermeier, M., and Krishnamurty, A. (2020). Stick, carrots, and evergreen loans : a policy proposal to save Small and Medium-Sized Firms. Promarket. University of Chicago.
- Chatzouz, M., Gereben, A., Lang, F. and Torfs, W. (2017). Credit Guarantee Schemes for SME lending in Western Europe. EIB Working Paper 2017/02 and EIF Working Paper 2017/42. http://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2017_42.htm
- Chen, W., Mothkoo, V., Nardecchia, N., et Patel, J. (2018). Estimating SME credit rationing in Europe using firm-level micro data. LSE Capstone report.
- Gereben, A., Rop, A., Petriceck, M., and Winkler, A. (2019). Do IFIs make a difference ? The impact of EIB lending support for SMEs in Central and Eastern Europe during the global financial crisis. EIB Working Paper 2019/09.
- Gereben, A., and Wolski, M. (2020). The impact of public sector lending to SMEs on employment and investment. Vox.eu.
- Gobbi, G., Palazzo, F., and Segura, A. (2020). Unintended effects of loan guarantees during

the Covid-19 crisis. Vox.eu.

Gopinath, G. (2020). Limiting the economic fallout of the coronavirus with large targeted policies. Vox.eu.

FMI (2020). World Economic Outlook.

ILO (2020). ILO Monitor : COVID-19 and the world of work.

Lelarge, C., Sraer, D., Thesmar, D. (2010). Entrepreneurship and credit constraints: Evidence from a French loan guarantee program. In: Lerner, J., and Schoar, A., *International Differences in Entrepreneurship*.

Martin-García, R., Morán Santor, J., (2019). Public guarantees: a countercyclical instrument for SME growth. Evidence from the Spanish Region of Madrid. *Small Business Economics*. Manuscript submitted for publication.

Monnet, E. (2018). *Controlling credit. Central banking and the planned economy in postwar France (1948-1973)*. Cambridge University Press.

OCDE (2013). SME and Entrepreneurship Financing: The Role of Credit Guarantee Schemes and Mutual Guarantee Societies in supporting finance for small and medium-sized enterprises (Final Report).

OECD (2020). Tax and fiscal policy response to the Coronavirus crisis : strengthening confidence and resilience.

Ray, S. (2020). “Toutes les grandes économies soutiennent l’offre de crédit via des programmes de garanties d’Etat”. BSI-Economics.

Sauvage, F. (2020). “57 milliards de prêts garantis par l’Etat” ont été accordés depuis le 25 mars, précise Nicolas Dufourcq. “, Public Sénat.

Vague, R. (2016). The private debt crisis. Democracy, a journal of ideas.

Wolf, M. (2020). How to escape the trap of excessive debt. Financial Times.

World Bank (2018). Global waves of debt.

ⁱ <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#B>

ⁱⁱ Ces données sont dépendantes de la précision de la communication économique des Etats concernés, et de la diligence des institutions internationales en matière de listes de politiques, ici le FMI. De nombreuses informations sont encore manquantes, notamment concernant les garanties de crédit en France. La plupart de ces dépenses sont des engagements. Certains de ces engagements sont des garanties de crédit, dont uniquement une partie sera activée. Les chiffres donnés ici incluent toutes les projections en matière de prêts soutenus totaux, et non uniquement les garanties en tant que telles.

ⁱⁱⁱ Notes : Ne sont incluses que les politiques qui ont été explicitement quantifiées. L’Amérique du Nord comprend les Etats-Unis et le Canada. S’agissant des garanties de crédit, si à la fois le montant garanti et le montant total de crédit sont inclus, le montant retenu est le montant total de crédit soutenu. Lorsqu’un ensemble de politiques correspond à un seul montant, celui-ci est décomposé de manière égale entre tous les éléments de politique cités. Lorsqu’un ensemble de politique n’est pas décrit de manière précise nous lui attribuons le label « Divers ».