

Note de réflexion 3 : Évaluation des dispositifs publics de soutien aux entreprises pendant la crise

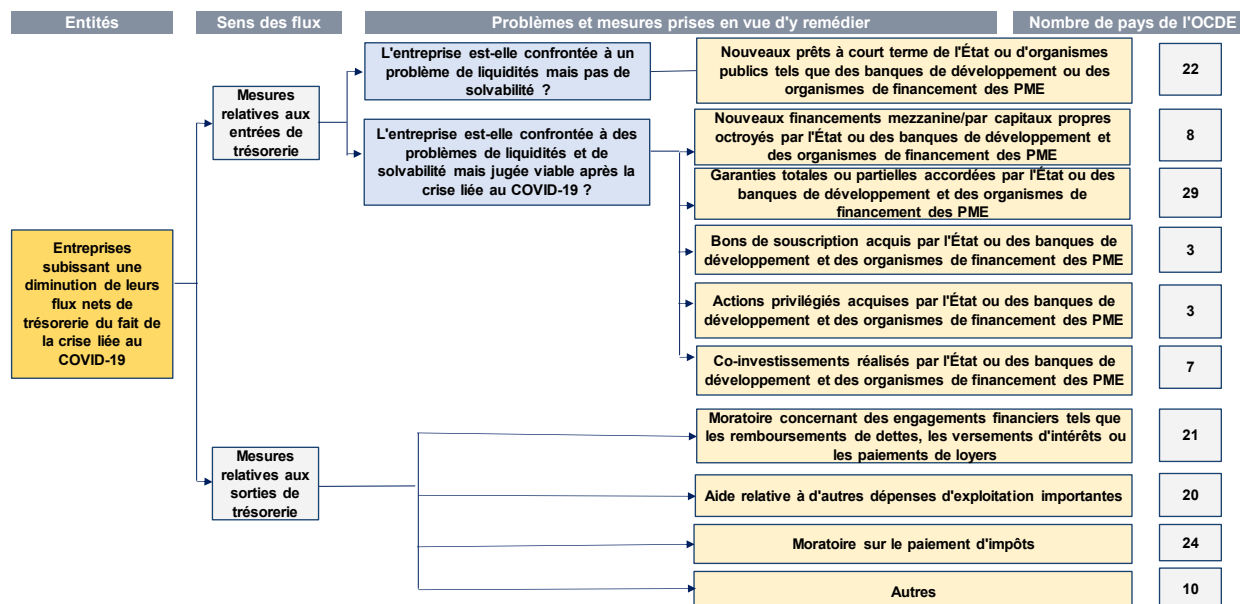
Introduction

Dans le contexte d'une période prolongée de politique monétaire accommodante, le très faible coût des emprunts a contribué à porter les émissions de titres de dette souveraine et de titres d'emprunt d'entreprise à des niveaux sans précédent au cours de la dernière décennie, tout en tirant vers le haut la valeur de marché des titres. Avant la crise liée au COVID-19, les valeurs de marché de certaines actions étaient proches de leur sommet, tandis que plus de 10 000 milliards USD d'obligations s'échangeaient à des rendements négatifs. En outre, l'endettement des entreprises est élevé, en particulier celui des sociétés dont les titres d'emprunt relèvent de la catégorie spéculative dans les économies avancées et les économies de marché émergentes. Par ailleurs, si le système financier mondial s'est renforcé grâce aux réformes financières du Groupe des Vingt (G20), la faible qualité des actifs et l'anémie de nombreux secteurs bancaires, ainsi que l'accentuation des risques dans le domaine des financements de marché, ont entraîné l'apparition de nouveaux facteurs de vulnérabilité qui ont exacerbé les tensions dans le contexte des répercussions de la pandémie. En conséquence, les États et les entreprises sont entrés dans la crise liée au COVID-19 avec des réserves très réduites pour amortir les chocs.

L'impact économique de la propagation mondiale du COVID-19 a accentué l'aversion pour le risque sur les marchés dans des proportions que l'on n'avait plus observées depuis la crise financière mondiale. Si les fortes baisses de valeur des actions et des instruments d'emprunt se sont en partie inversées depuis le choc, dans une large mesure grâce aux programmes de relance sans précédent adoptés par les pouvoirs publics, certains segments du marché demeurent sous tension. En conséquence, les activités des entreprises ont été mises à très rude épreuve par les conséquences économiques du COVID-19, qui ont provoqué une chute de la production des entreprises, tandis que leurs coûts de financement sont montés en flèche. La réduction soudaine de l'activité économique a lourdement pesé sur les entreprises et l'emploi, exigeant des interventions rapides et massives des pouvoirs publics.

Face aux difficultés économiques et aux tensions sur les marchés consécutives à la pandémie, les gouvernements des pays de l'OCDE ont élaboré divers dispositifs de soutien destinés à apporter des financements d'urgence aux entreprises en remédiant aux problèmes de flux de trésorerie (Graphique 2.14 ; Tableau 2.2). Si les banques centrales ont d'abord réagi en prenant des mesures pour fournir des liquidités à court terme, la prise de conscience croissante de la gravité et de la durée potentielles de la crise mondiale a amené de nombreux gouvernements de pays de l'OCDE à élaborer d'autres mesures ciblées pour empêcher qu'une multitude d'entreprises fondamentalement viables ne deviennent insolvables, sans mettre en péril les ressources publiques. L'objectif de ce soutien généralisé et sans précédent est de préserver l'emploi et l'investissement et, partant, de favoriser une reprise économique durable. Néanmoins, les gouvernements des pays de l'OCDE en ont-ils fait assez à cet égard pour garantir aux entreprises un accès aux capitaux à un coût raisonnable ? L'évaluation qui suit porte sur la conception des dispositifs utilisés par les pouvoirs publics pour aider les entreprises à satisfaire leurs besoins de trésorerie, et offre notamment une vue d'ensemble des types de capitaux utilisés, en vue de déterminer si leur ampleur est globalement à la mesure des besoins de financement des entreprises liés à la crise et permettra de soutenir la croissance économique future.

Graphique 2.14. Les pouvoirs publics ont pris des mesures sans précédent pour soutenir la trésorerie des entreprises



Note : Ce tableau est fondé sur les réponses fournies à un questionnaire par 32 des 37 juridictions participant aux activités du Comité des marchés financiers (CMF) de l'OCDE. Le cadre utilisé repose sur la publication de 2020 de l'OCDE intitulée *Global Financial Markets Policy Responses to COVID-19*.

Source : OCDE.

Tableau 2.2. Les dispositifs d'aide publique aux entreprises

Type	Objet	Dispositif direct ou indirect ¹	Modalités	Exemples
Actifs admis en garantie	Élargissement de l'éventail d'actifs admis en garantie afin de permettre aux banques de recevoir des fonds supplémentaires de la banque centrale.	Indirect	Des actifs moins bien notés sont admis en garantie dans le cadre des opérations de la banque centrale. Une telle mesure peut s'inscrire dans le cadre des dispositifs de garanties existants, ou se traduire par la mise en place d'un dispositif distinct assorti de nouveaux critères d'admissibilité des contreparties et des actifs.	La Banque centrale européenne (BCE) a élargi l'éventail des actifs admis en garantie en y incluant des prêts caractérisés par une moindre qualité de crédit, des prêts accordés à d'autres types de débiteurs, non admis dans le cadre général de la BCE, et des prêts en devises.
Garanties de crédit	La plupart des juridictions de l'OCDE fournissent une forme de garanties de crédit aux entreprises pour favoriser l'octroi de prêts par les banques et autres intermédiaires financiers aux entreprises.	Direct	Les frais de garantie peuvent varier de 0.5 % à 4 % du montant du principal, en fonction du pourcentage du prêt couvert par la garantie et de la taille de l'entreprise. Le risque de crédit est généralement évalué par l'intermédiaire.	La garantie peut couvrir une partie ou la totalité du crédit. Ainsi, en France, la garantie couvre un pourcentage du prêt, qui est fonction de la taille de l'emprunteur : - 90 % pour les petites et moyennes entreprises (PME) ; - 80 % pour les entreprises de taille intermédiaire (plus grandes que les PME) ² ; - 70 % pour les grandes entreprises

Type	Objet	Dispositif direct ou indirect ¹	Modalités	Exemples
Financements à court terme	Apport de financements à court terme, par exemple par le biais des marchés de billets de trésorerie.	Direct	Les taux d'intérêt sont généralement déterminés à partir du taux d'un contrat d'échange de taux d'intérêt augmenté d'un petit écart de crédit (100 à 200 points de base), qui peut varier en fonction de la qualité de l'actif.	Aux États-Unis, la Réserve fédérale acquiert dans le cadre de son programme d'achat de billets de trésorerie (CPFF, <i>Commercial Paper Funding Facility</i>) les titres de ce type émis par des entreprises et des banques remplissant certaines conditions. Cela aide les établissements solvables à conserver l'accès à des financements à court terme à un coût raisonnable.
Achats d'obligations	Achats d'obligations d'entreprise pour contribuer à stabiliser les cours sur le marché et étayer sa liquidité.	Direct et indirect	Les acquisitions sont réalisées au prix du marché et portent sur des titres de catégorie investissement. Des frais modestes peuvent être prélevés (100 points de base). L'échéance varie selon les juridictions, pouvant aller du moyen terme (4 ans) au long terme. La proportion des nouvelles émissions obligataires pouvant être acquise est plafonnée dans certains pays (cette limite varie entre 25 % et 70 %).	Le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP, <i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>) de la BCE permet à l'Eurosystème d'acquérir un large éventail d'actifs, notamment des obligations d'entreprise, et le champ d'application du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP, <i>Corporate Sector Purchase Programme</i>) a été élargi aux billets de trésorerie du secteur non financier. Dans le cadre de dispositifs tels que le programme de financement de dettes d'entreprises sur le marché primaire (PMCCF, <i>Primary Market Corporate Credit Facility</i>) mis en place par la Réserve fédérale aux États-Unis et le programme d'achat d'obligations d'entreprise (CBPS, <i>Corporate Bond Purchase Scheme</i>) de la Banque d'Angleterre, l'achat d'obligations d'entreprise de catégorie investissement permet de réduire les coûts d'emprunt des sociétés remplissant les conditions requises.
Achats de parts de fonds de placement	Acquisition de parts de fonds de placement cotés, tels que des fonds indiciels cotés investis en actions et en obligations ou des sociétés d'investissement immobilier cotées, pour soutenir les cours et la liquidité des marchés.	Indirect	Les achats sont réalisés de manière sélective au prix du marché. Les autorités évitent d'acquérir des parts de fonds indiciels cotés lorsqu'elles échangent à un cours supérieur à leur valeur liquidative.	La Banque du Japon et la Réserve fédérale des États-Unis achètent des parts de fonds indiciels cotés investis en actifs négociés tels que des actions, ainsi que des parts de sociétés d'investissement immobilier cotées (Banque du Japon) et de fonds obligataires (Réserve fédérale). Dans le cadre de son programme de financement de dettes d'entreprises sur le marché secondaire (SMCCF, <i>Secondary Market Corporate Credit Facility</i>), la Réserve fédérale achète des parts de fonds indiciels cotés investis en obligations de catégorie investissement et, dans une certaine mesure, en obligations à haut rendement.
Prêts aux grandes entreprises	Parmi les mesures de relance figurent des programmes de prêts aux grandes entreprises. Ces programmes sont le plus souvent administrés par l'intermédiaire des banques, qui sont rémunérées pour leurs activités d'octroi des prêts et d'évaluation de la solvabilité des emprunteurs.	Essentiellement indirect	Le montant des prêts accordés est souvent lié au niveau de la dette des entreprises en 2019 et à leur ratio d'endettement. La détermination des taux repose sur l'application d'écarts de crédit qui peuvent aller d'un très bas niveau, tel que 50 points de base, à plus de 400 points de base, en cas de risque de crédit significatif. L'échéance de ces prêts est généralement courte, sachant qu'il est parfois possible de l'allonger.	Les programmes de prêts sont généralement mis en œuvre par l'intermédiaire d'établissements financiers participants qui ont accès aux concours de la banque centrale et à des financements publics. Dans certains cas, les prêts sont accordés par des banques nationales de développement et des fonds nationaux.

Type	Objet	Dispositif direct ou indirect ¹	Modalités	Exemples
Prêts aux petites et moyennes entreprises (PME)	Parmi les mesures d'aide figurent des programmes de prêts et d'apport de fonds propres administrés par des organismes de soutien aux PME, des dispositifs de financement indirect faisant appel aux banques (qui se voient elles-mêmes accorder des crédits dans le cadre de programmes publics), et des mécanismes de titrisation destinés aux PME.	Direct et indirect	La détermination des taux repose sur l'application d'écarts de crédit qui peuvent aller d'un niveau négligeable, tel que 50 points de base, à plus de 400 points de base, en cas de risque de crédit significatif. L'échéance de ces prêts est généralement courte, sachant qu'il est parfois possible de l'allonger.	Les programmes axés sur les PME tendent à être mis en œuvre par le biais de mécanismes de financement des PME déjà en place, tels que des organismes de soutien aux petites entreprises. Néanmoins, certains dispositifs, tels que le programme de prêts aux petites et moyennes entreprises (MSLP, <i>Main Street Lending Program</i>) mis en place aux États-Unis et les mécanismes de financement par titrisation destinés aux PME, sont venus étoffer la palette d'instruments accessibles aux entreprises qui comptent moins de 15 000 salariés et ont un chiffre d'affaires inférieur à 5 milliards USD.
Investissement en fonds propres	Plusieurs autorités budgétaires accordent des crédits d'impôts concomitantes à des augmentations en capital ou ont commencé à investir en fonds propres, dans des grandes et des petites entreprises, par le biais d'institutions existant déjà ou de nouvelles structures. De nombreux États investissent conjointement avec des acteurs du secteur privé, tandis que d'autres utilisent des fonds publics pour réaliser des injections de capitaux temporaires.	Direct et indirect	Ces programmes sont généralement axés sur les entreprises de taille intermédiaire à grande ou sur les jeunes pousses (<i>start-ups</i>), et reposent sur un co-investissement d'acteurs privés à hauteur de 50 %. Le prix de ces acquisitions dépend de l'audit préalable réalisé par l'autorité budgétaire et/ou ses co-investisseurs. Des instruments hybrides peuvent aussi être utilisés, ainsi que des actions privilégiées. Ces dernières se caractérisent souvent par un dividende cumulatif relativement élevé et une échéance à moyen terme. Les investissements sont réalisés par le biais de la banque nationale de développement ou d'un fonds national.	L'Allemagne, la Finlande, la Hongrie, l'Irlande, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie et les Pays-Bas figurent parmi les pays dotés de programmes d'investissement en fonds propres liés à la crise. En Lituanie, un fonds d'investissement en fonds propres destiné à soutenir les entreprises de taille intermédiaire et les grandes entreprises sera alimenté jusqu'à hauteur de 100 millions EUR par le budget de l'État, de 400 millions EUR par des obligations garanties par l'État, et de 500 millions EUR par des investisseurs privés. Plusieurs autres pays envisagent de mettre en place de tels mécanismes d'investissement en fonds propres.

1. Les dispositifs directs sont ceux qui consistent à accorder directement des prêts aux entreprises ou à acquérir directement les obligations qu'elles émettent. Les dispositifs indirects sont ceux qui font appel à des intermédiaires bancaires ou non bancaires.

2. La notion de petites et moyennes entreprises (PME) est définie de manière variable, mais le seuil retenu est souvent fixé en termes d'effectifs (250 salariés, par exemple). En tant que telles, les entreprises de taille intermédiaire sont celles qui sont plus grandes que les PME à l'aune d'une ou plusieurs mesures, mais dont la taille reste inférieure à celle des entreprises nationales et internationales.

Source : Évaluation réalisée par le personnel de l'OCDE à partir des annonces publiques des gouvernements concernant leurs dispositifs de crise, et des réponses à une enquête menée auprès des banques centrales et des ministères des Finances des pays représentés au sein du Comité des marchés financiers (CMF) de l'OCDE.

Vue d'ensemble des dispositifs publics destinés à assurer le financement des entreprises

Types de dispositif

Les dispositifs publics destinés à fournir des capitaux aux petites et moyennes entreprises (PME) et aux grandes entreprises présentent un certain nombre de caractéristiques définies pour satisfaire une demande urgente de financements tout en réduisant l'aléa moral¹. Parmi ces dispositifs figurent les achats

¹ Évaluation fondée en partie sur une enquête relative aux dispositifs d'aide publique aux entreprises, menée par le Comité des marchés financiers (CMF) de l'OCDE.

de billets de trésorerie (qui sont des instruments à court terme) et d'obligations d'entreprise sur les marchés primaire et secondaire, ainsi que les achats de parts de fonds de placement et de fonds indiciels cotés investis en obligations d'entreprise. Ils consistent également en l'octroi indirect de prêts par l'intermédiaire des banques, qui peut reposer sur un élargissement de l'éventail des actifs admis en garantie destiné à accroître les possibilités d'emprunt des banques auprès des banques centrales, et l'octroi direct de crédits aux entreprises, visant à garantir que les entreprises viables continuent à disposer des liquidités nécessaires jusqu'à ce que la stabilité de l'économie et des marchés ait été restaurée. De nombreux dispositifs de soutien du crédit – en particulier à l'intention des PME – font appel aux banques pour faciliter l'octroi des prêts, ce qui implique qu'elles doivent assumer un risque de crédit supplémentaire. Néanmoins, certains dispositifs permettent aux banques de conserver uniquement une fraction limitée des prêts dans leur bilan, afin de limiter leur exposition au risque de crédit.

Les dispositifs de soutien aux entreprises, en particulier ceux qui reposent sur le crédit, comportent souvent des restrictions concernant leurs entrées et leurs sorties de trésorerie. Certains dispositifs sont notamment assortis d'une interdiction de versement de dividendes ou de remboursement de dettes antérieures pour les entreprises, si bien que ces emprunts destinés à couvrir leurs dépenses à court terme ne font qu'alourdir leur endettement global. Par ailleurs, certains dispositifs vont de pair avec une interdiction de réduction des effectifs pour les entreprises. Ces restrictions sont importantes pour prévenir l'aléa moral et soutenir l'emploi, mais elles risquent d'entraîner une augmentation de l'endettement des entreprises et du coût de refinancement de leur dette, ce qui pourrait amoindrir la latitude financière dont elles disposent pour investir de manière à alimenter une reprise économique.

Enfin, quelques dispositifs publics soutiennent également les entreprises par le biais d'instruments subordonnés, qui peuvent notamment prendre la forme de garanties de crédit ou de certains types de fonds propres. Les garanties de crédit servent à absorber les pertes sur des emprunts pouvant contribuer à neutraliser des risques de dégradation de la situation économique et, partant, incitent les banques à prêter aux entreprises. Certains gouvernements soutiennent les entreprises en réalisant des investissements et des co-investissements en fonds propres, qui offrent aux entreprises une plus grande latitude financière leur permettant de réduire les contraintes de liquidités associées à des charges d'intérêts élevées sur leur dette. Des crédits d'impôts concomitantes à des augmentations en capital peut aussi être accordés.

Admission au bénéfice des dispositifs

Les caractéristiques de ces dispositifs sont définies de manière à limiter leur champ d'application aux entreprises ayant besoin de financements, tout en protégeant l'État contre le risque de pertes significatives. Dans le cadre de leurs dispositifs de soutien du crédit, les pouvoirs publics se sont efforcés d'assurer un large accès au crédit aux grandes entreprises émettrices de titres de dette et, dans une certaine mesure, aux PME considérées comme fondamentalement saines et solvables avant la crise liée au COVID-19.

L'examen des dispositifs d'aide publique aux entreprises mis en œuvre aux États-Unis et dans la zone euro montre qu'ils ont été conçus pour permettre à la grande majorité des sociétés faisant un appel public à l'épargne classées dans la catégorie « valeur d'investissement » de bénéficier de ce soutien. Aux États-Unis, des dispositifs spécifiquement conçus pour acheter des obligations et accorder des prêts aux entreprises par le biais des banques se traduisent par un octroi massif de crédits. Le montant total de ces prêts et achats d'obligations ne représente qu'une fraction modeste de l'encours total des dettes de catégorie « valeur d'investissement », en partie parce que ces dispositifs ont été conçus de manière à éviter toute concentration sur un type d'émetteur donné, et parce que le montant des achats d'obligations est destiné à stabiliser la liquidité du marché et les écarts de crédit par le biais d'acquisitions progressives. En revanche, en Europe, les achats d'obligations d'entreprise effectués dans le cadre des dispositifs révisés couvrent une forte proportion de

l'encours de la dette négociable émise par les entreprises², et l'assouplissement des règles relatives aux actifs admis en garantie permet aux banques européennes de disposer de fonds amplement suffisants pour continuer de prêter aux entreprises. Néanmoins, tant aux États-Unis que dans la zone euro, les contraintes de fonds propres et les inquiétudes liées au risque de crédit pourraient limiter la mesure dans laquelle les banques sont disposées à octroyer des prêts, sur fond d'incertitude exacerbée concernant les conditions de crédit. Les dispositifs de prêts et d'achat d'actifs ont malgré tout un impact positif sur la confiance des marchés, et leur contribution progressive au crédit ou aux achats d'obligations a des effets d'entraînement positifs sur l'offre de crédit et son coût sur les marchés.

En revanche, les entreprises qui étaient classées dans la catégorie spéculative avant la crise n'ont généralement pas bénéficié des dispositifs d'aide, aux États-Unis comme dans la zone euro³. Sur un encours d'environ 4 000 milliards USD d'obligations à haut rendement et de prêts à effet de levier dans ces deux économies⁴, un très petit nombre d'émetteurs de ces instruments seulement a pu bénéficier directement des mesures d'aide publique⁵. Cela tient au fait que ces instruments sont soit classés dans la catégorie spéculative – de sorte qu'ils ne satisfont pas des critères de solvabilité tels qu'un ratio dette/excédent brut d'exploitation inférieur à 4 – soit d'une ampleur trop importante pour certains dispositifs, tels que ceux spécifiquement conçus pour les PME.

Compte tenu de la conditionnalité des dispositifs, la plupart des instruments de dette qui sont classés dans la catégorie spéculative ou ne font pas l'objet d'une notation financière sont exclus de leur champ d'application (Graphiques 2.15 et 2.16). Cela pose un problème particulièrement aigu aux États-Unis, où le marché de la dette de catégorie spéculative représente près de 3 000 milliards USD. Certains éléments peuvent cependant atténuer ce problème. Premièrement, une part modeste des obligations de catégorie spéculative (estimée à moins de 100 milliards USD) peut être achetée par la Réserve fédérale dans le cadre de son programme de financement de dettes d'entreprises sur le marché secondaire (SMCCF, *Secondary Market Corporate Credit Facility*), par l'intermédiaire de fonds de placement détenant des obligations de catégorie spéculative. Par ailleurs, le programme de prêts aux petites et moyennes entreprises (MSLP, *Main Street Lending Program*) de la Réserve fédérale est accessible à un petit nombre d'entreprises satisfaisant les critères définis en matière d'endettement, de taille et de chiffre d'affaires.

² Le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP, *Pandemic Emergency Purchase Programme*) de la BCE doté de 1 350 milliards EUR porte sur une palette d'actifs des secteurs public et privé dont la Banque centrale européenne peut faire l'acquisition, tandis que son programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP, *Corporate Sector Purchase Programme*) n'est assorti d'aucune limite prédéfinie. Le montant des achats effectués s'inscrit dans une fourchette approximative de 3 à 10 milliards EUR par mois. À titre indicatif, le CSPP est présenté dans le graphique comme un sous-ensemble du PEPP.

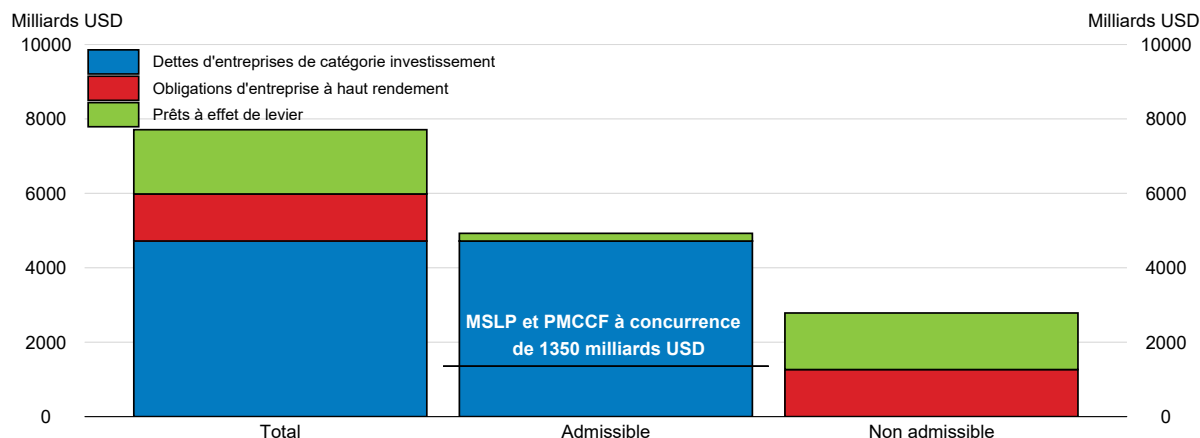
³ D'après un ensemble complet de données portant sur les sociétés non financières cotées dont les données financières étaient disponibles dans la base de données Refinitiv à la fin de 2019 (à savoir 1478 entreprises américaines et 1878 entreprises européennes). Les entreprises sont classées en fonction de leur admissibilité au bénéfice des facilités de la banque centrale, suivant les critères précédemment décrits. S'agissant du programme de prêts aux petites et moyennes entreprises (MSLP, *Main Street Lending Program*), les calculs reposent sur un ratio d'endettement de 4.

⁴ Ces estimations reposent sur les documents suivants : S&P (2019), *U.S. Corporate Debt Market: The State of Play In 2019* ; OCDE (2020), *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy* ; et OCDE (2020), *Structural Developments in Global Financial Intermediation*.

⁵ Une exception à cet égard serait le programme de prêts aux petites et moyennes entreprises (MSLP, *Main Street Lending Program*), dans le cadre duquel des prêts pourraient être accordés aux entreprises si leur ratio d'endettement (dette/excédent brut d'exploitation) n'excède pas 6, et si leur chiffre d'affaires est inférieur à 5 milliards USD ou leur nombre de salariés inférieur à 15 000. À l'aune de ces critères, un sous-ensemble beaucoup plus important d'entreprises classées dans la catégorie spéculative aurait été pris en compte. Néanmoins, ce programme n'est pas encore opérationnel pour le moment.

Graphique 2.15. Les dispositifs de soutien du crédit aux entreprises en place aux États-Unis ne s'appliquent pas à toutes celles qui ont besoin d'apports de liquidités

Simulation pour les États-Unis de l'admissibilité des instruments de dette des entreprises au bénéfice des dispositifs de crise destinés à soutenir le crédit aux entreprises



Note : L'encours de la dette des entreprises américaines recouvre les obligations, les prêts et les crédits renouvelables des sociétés non financières. L'encours de prêts à effet de levier inclut les crédits renouvelables et a été calculé à partir des opérations de crédit à effet de levier réalisées aux États-Unis au cours de la période 1990-2019 pour les seules sociétés non financières. L'encours d'obligations d'entreprise correspond uniquement aux sociétés non financières. Les données présentées se rapportent à la fin de 2019. Le sigle MSLP désigne le programme de prêts aux petites et moyennes entreprises (*Main Street Lending Program*) de la Réserve fédérale, et PMCCF son programme de financement de dettes d'entreprises sur le marché primaire (*Primary Market Corporate Credit Facility*). Le programme de financement de dettes d'entreprises sur le marché secondaire (SMCCF, *Secondary Market Corporate Credit Facility*), dans le cadre duquel la Réserve fédérale peut notamment acheter des parts de fonds obligataires, n'est pas représenté sur ce graphique, car il correspond à la même enveloppe budgétaire globale, mais il lui permet également d'acquérir un montant modeste mais indéterminé de parts de fonds indiciels cotés détenant des titres de dette à haut rendement.

Source : S&P (2019), U.S. Corporate Debt Market: The State of Play In 2019 ; Conseil de stabilité financière (CSF) (2019), Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations ; OCDE (2020), Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy, Éditions OCDE, Paris ; OCDE (2020), Structural Developments in Global Financial Intermediation, Éditions OCDE, Paris ; Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140696>

Néanmoins, la portée des dispositifs de soutien du crédit s'élargirait considérablement si la facilité élargie de prêts aux petites et moyennes entreprises (MSELF, *Main Street Expanded Loan Facility*) devenait opérationnelle, étant donné que la majorité des entreprises satisfaisant le critère du ratio dette/excédent brut d'exploitation (fixé à un niveau plus élevé) rempliraient également les conditions fixées en termes de chiffre d'affaires et de nombre de salariés⁶. L'octroi des prêts par l'intermédiaire des banques contribue à

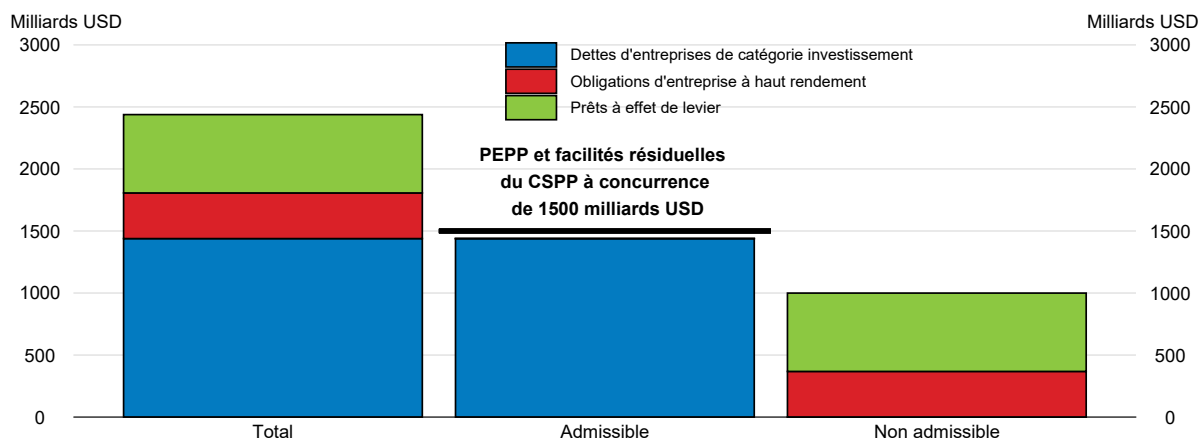
⁶ Selon le rapport du Conseil de stabilité financière (CSF) de 2019 intitulé *Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations* ; une partie des émetteurs de prêts avec effet de levier pourraient être admissibles au bénéfice du programme de prêts aux petites et moyennes entreprises (MSLP, *Main Street Lending Program*), étant donné que leur ratio dette/marge brute d'exploitation est inférieur au plafond de 4 ou 6 qui a été fixé (autrement dit, 15 % des émetteurs de prêts avec effet de levier ont un ratio d'endettement inférieur à 4, et 65 % ont un ratio d'endettement inférieur à 6). Néanmoins, ils doivent aussi remplir les conditions prévues en termes de chiffre d'affaires et de nombre de salariés pour pouvoir bénéficier de ce dispositif. Des estimations internes, fondées sur un ensemble complet de données portant sur les sociétés non financières cotées aux États-Unis, montrent que 80 % des entreprises endettées potentiellement admissibles au bénéfice du MSLP satisferaient également ces critères de chiffre d'affaires et de nombre de salariés.

garantir que celles-ci réalisent une analyse adéquate du risque de crédit, puisqu'elles y resteront exposées à hauteur de 5 % à 15 % des montants prêtés, qu'elles seront dans l'obligation de conserver à leur bilan. Néanmoins, en raison de cette obligation, elles peuvent se montrer réticentes à accorder des prêts alors que les conditions de crédit sont problématiques, en particulier si elles estiment que le niveau de rendement nécessaire pour couvrir leurs pertes sur prêts serait supérieur au plafond de taux débiteur prévu par le dispositif. Pour l'heure, les tensions actuelles sur les marchés de la dette à haut rendement laissent à penser que les questions de risque de crédit et de risque de liquidité du marché demeurent de véritables motifs de préoccupation.

Ces éléments tendent à indiquer que, malgré les efforts sans précédent déployés par les pouvoirs publics, les obligations d'entreprise à haut rendement émises dans des secteurs tels que le transport aérien, l'énergie et les produits de consommation cycliques n'ont pas encore bénéficié d'aides importantes dans de nombreux pays de l'OCDE. Cela pose problème, étant donné que ces obligations d'entreprise à haut rendement ont enregistré une croissance considérable au cours des dernières décennies, et qu'elles sont essentielles à l'expansion des entreprises et à l'emploi.

Graphique 2.16. Les dispositifs de soutien du crédit aux entreprises en place dans la zone euro ne s'appliquent pas à toutes celles qui ont besoin d'apports de liquidités

Simulation pour la zone euro de l'admissibilité des instruments de dette des entreprises au bénéfice des dispositifs de crise destinés à soutenir le crédit aux entreprises



Note : L'encours de prêts à effet de levier inclut les crédits renouvelables et a été calculé à partir des opérations de crédit à effet de levier réalisées dans la zone euro au cours de la période 1990-2019 pour les seules sociétés non financières. L'encours d'obligations d'entreprise correspond uniquement aux sociétés non financières. Les données présentées se rapportent à la fin de 2019. Le sigle PEPP désigne le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) de la Banque centrale européenne (BCE), et CSPP son programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*Corporate Sector Purchase Programme*). Les obligations d'entreprise de catégorie investissement peuvent être achetées dans le cadre du PEPP, mais à ce jour, l'essentiel des acquisitions a porté sur des titres du secteur public.

Source : OCDE (2020), *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, Éditions OCDE, Paris ; OCDE (2020), *Structural Developments in Global Financial Intermediation*, Éditions OCDE, Paris ; Refinitiv ; et calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140715>

Programmes de prêts publics aux émetteurs d'obligations de société à haut rendement

Tout en étant inédites dans nombre de pays de l'OCDE, les réponses apportées par les pouvoirs publics ont, pour la plupart, exclu les émetteurs fortement endettés, ce qui fait que ces entreprises vont sans doute continuer d'être en difficulté face aux conséquences d'un refinancement de la dette sur des marchés en situation de tensions. Bien qu'étant viables dans des conditions normales d'activité économique et de marché, la majorité de ces entreprises sont plus fortement exposées au risque d'un défaut sur le remboursement de leurs emprunts pendant une récession et une période de tensions prolongées sur les marchés de crédit. Le nombre d'entreprises risquant d'être en difficulté ou en défaut pourrait être bien supérieur si les marges (spreads) de crédit en période de tensions et la diminution des flux de trésorerie réalisés sur les opérations devaient persister encore longtemps. Si ce scénario se matérialisait, la multiplication des faillites ferait que les expositions aux créances douteuses et litigieuses pèseraient lourdement sur le bilan des banques, des compagnies d'assurance et des fonds de pension, érodant par conséquent leur capacité à prêter des fonds aux entreprises à plus haut risque⁷. En effet, des analyses de l'OCDE montrent que dans les circonstances actuelles, le pourcentage d'entreprises « à risque » ou en difficulté grimperait fortement, à plus de 70 % parmi les émetteurs d'obligations à haut rendement aux États-Unis, et à plus de 40 % en Europe (graphique 2.17)⁸. Les initiatives des entreprises pour réduire leurs sorties de liquidités - ou la nécessité de restructurer leur dette - pourraient avoir un effet dévastateur sur l'emploi et ruiner l'action des autorités pour restaurer la confiance des marchés et des entreprises, nécessaire pour stimuler la reprise économique. Qui plus est, la hausse des défauts sur le paiement de la dette et des prêts bancaires pourrait infliger des pertes aux banques, aux assureurs et aux fonds de pension, qui sont endettés et soumis à des contraintes de fonds propres. Ces pertes pourraient réduire leur volonté et leur capacité d'intermédiation dans l'octroi de nouveaux crédits à l'appui de la reprise.

À la lumière de ce qui précède, la réticence que l'on perçoit parmi les pouvoirs publics à prêter des fonds à des émetteurs d'obligations à haut rendement mérite d'être analysée plus en détail. L'une des raisons majeures de cette réticence tient au fait que les pouvoirs publics ne souhaitent pas garantir le risque de crédit de leurs entreprises nationales, en raison des conséquences juridiques ou du risque de réputation que cela pourrait entraîner. Si l'argument peut raisonnablement être entendu en temps normal, il peut aujourd'hui aboutir à des tensions sur les marchés, un regain de chômage et une reprise économique plus fragile. Les analyses des agences de notation sur les valeurs maximales et moyennes des pertes aident à montrer dans quelle mesure le risque de crédit des entreprises est relativement prévisible, même en période de difficulté, et par conséquent gérable par une tarification appropriée. La probabilité maximum de défaut et de pertes à un an sur des émetteurs notés BB est relativement plus proche de celle des émetteurs notés BBB que de ceux notés B, indiquant par là même que la différence de risque entre les catégories « valeur d'investissement » et les catégories spéculatives - dont la ligne de partage se situe entre les notes BBB- et BB+ - ne diffère pas notablement de la différence de probabilité de défaut entre les émetteurs notés BB et ceux notés B (tableau 2.3). Si les pouvoirs publics veulent s'assurer de ne prêter des fonds qu'à des entreprises viables, les taux de survie des entreprises notées à la fois BBB et BB sont au-delà

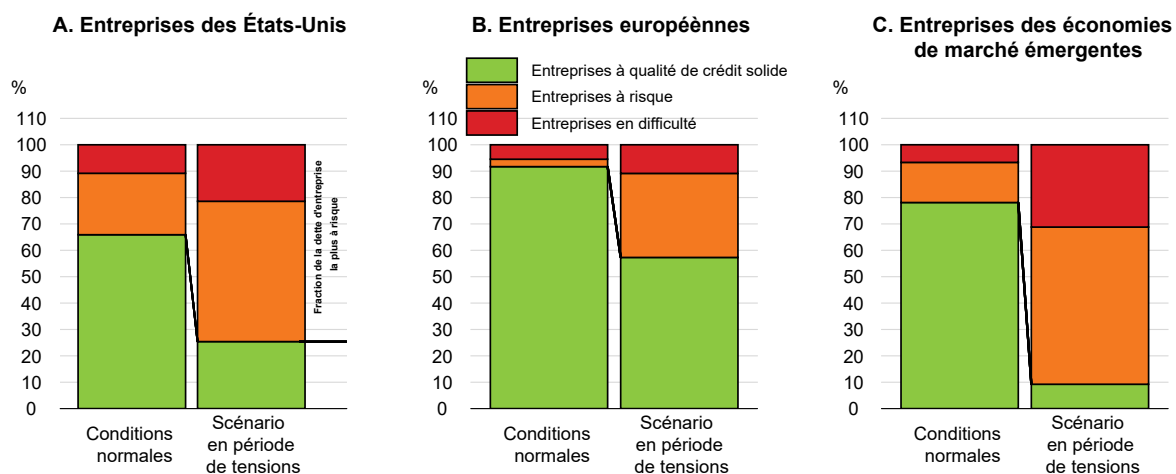
⁷ Cette limitation potentielle est propre aux institutions sous supervision financière, en particulier celles qui doivent respecter des normes de fonds propres réglementaires ou d'autres indicateurs de solvabilité. En revanche, d'autres investisseurs tels que les fonds spéculatifs ou les fonds de capital-investissement peuvent trouver des opportunités d'investissement lucratives sur les marchés où la tarification du risque est mal calculée.

⁸ Une entreprise est considérée « à risque » si son ratio de couverture des intérêts est compris entre 1 et 2, ce qui signifie qu'elle dispose des recettes d'exploitation suffisantes pour couvrir ses charges d'intérêts, mais que ses liquidités restantes sont limitées. Une entreprise est dite « en difficulté » lorsque son ratio de couverture des intérêts est inférieur à 1, ce qui signifie qu'elle ne dispose pas de recettes d'exploitation suffisantes pour couvrir ses charges d'intérêts.

de 99 % en temps normal, selon ce tableau. Pour définir une norme de viabilité raisonnable, les pouvoirs publics pourraient fixer leur taux de confiance à 95 %, ce qui permettrait d'inclure les entreprises notées B offrant une meilleure qualité de crédit. De même, la modélisation des pertes à partir d'un indicateur de pertes en cas de défaut (LGD, *loss-given-default*) en période de tensions (*stressed*) de 50 % montre que les pertes annuelles seraient inférieures à 7 %, même sur des actifs de catégorie B ; des facilités de prêts pourraient aisément fixer un tarif d'emprunt proportionné à de tels niveaux de risque. En résumé, les autorités budgétaires et les banques centrales pourraient calibrer en conséquence la tarification du risque dans leurs programmes pour y inclure une large proportion de dette spéculative viable, calculée d'après des décennies d'historique de crédit sur les probabilités de survie des entreprises.

Graphique 2.17. La proportion d'entreprises en difficulté pourrait augmenter considérablement

Ventilation des entreprises endettées



Note : Ces chiffres montrent la proportion de dette respective des entreprises à qualité de crédit solide, « à risque » et « en difficulté » dans la dette totale des entreprises à levier équivalent, en temps normal et en période de tensions, en répartition par région. L'échantillon comprend 8 361 « entreprises à levier équivalent », c'est-à-dire des entreprises dont le ratio de levier est supérieur à 5, ou négatif. Une entreprise est jugée « à risque » si son ratio de couverture des intérêts est compris entre 1 et 2. Elle est dite « en difficulté » si ce ratio est inférieur à 1. Des tests de stress sont simulés sur la dette des entreprises, en prenant pour hypothèses une augmentation de 650 points de base des coûts d'emprunt pour la portion de dette (équivalente à 50 % de la dette totale) venant à échéance au cours des trois prochaines années, ainsi qu'une diminution de 20 % de leur résultat brut avant frais financiers, impôts, amortissements et provisions (EBITDA). Le ratio de couverture des intérêts du scénario en période de tensions est calculé pour chaque entreprise de manière à ce qu'elles soient reclassées si leur indice de solidité financière risque de les faire rétrograder dans les catégories « à risque » ou « en difficulté ».

Source : Refinitiv, Calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140734>

Tableau 2.3. Tableau simplifié de la notation de crédit des entreprises, des probabilités de défaut (PD) et de la tarification du risque

Note de crédit	PD moyenne à 1 an	PD max. à 1 an	LGD en période de tensions ¹	Probabilité de pertes max. à 1 an	Seuils de marges de crédit ²
BBB	0.2%	1.0%	50.0%	0.5%	0.6%
BB	0.6%	4.2%	50.0%	2.1%	2.2%
B	3.3%	13.8%	50.0%	6.9%	8.0%
CCC	27.1%	49.5%	50.0%	24.7%	48.8%

Note : Les tendances à un an sont empruntées à l'étude S&P (2020), « Default, Transition, and Recovery: 2019 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study ». Les seuils de marges de crédit sont calculés entièrement sur ces chiffres.

1. Le taux de pertes en cas de défaut (LGD) en période de tensions de 50 % correspond à l'ajout de 1 point de pourcentage à un LGD modélisé de 40 %, associé à un taux de défaut de 8 %. Selon les analyses financières, il semble que le LGD varie fortement en fonction des secteurs, il affiche une corrélation positive avec le taux de défaut, ainsi qu'avec l'endettement des entreprises et la structure de leur dette. En conséquence, le taux de 50 % retenu ici fournit un taux composite à des fins d'illustration en situation de tensions. Voir Frye et al. (2013), « Loss given default as a function of the default rate », Federal Reserve Bank of Chicago.

2. Le seuil de marge de crédit correspond au taux qui assure le remboursement de la valeur nominale, c'est-à-dire que l'investissement initial ne produit ni gains ni pertes. Il suppose qu'aucun intérêt n'est servi sur la dette du débiteur en défaut. Sa formule de calcul simplifiée est la suivante : Seuil de marge de crédit = Probabilité de défaut * LGD/(1-Probabilité de défaut). Si un gouvernement souhaite assurer au minimum le remboursement du taux d'intérêt sans risque sur les entreprises survivantes, cette marge doit être ajoutée au taux sans risque.

Source : S&P (2020), « Default, Transition, and Recovery: 2019 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study » ; et calculs de l'OCDE pour les seuils de taux.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140981>

Si les pouvoirs publics devaient envisager de développer leurs programmes de soutien aux entreprises pour aider les émetteurs d'obligations à haut rendement, ils pourraient prendre en considération plusieurs facteurs pour gérer au mieux les aspects relatifs au crédit dans ces programmes. Tout d'abord, il conviendrait qu'ils définissent et fixent les critères de ce qui constitue une entreprise fondamentalement viable en se référant très largement aux indicateurs de solvabilité d'avant la crise. Ces critères peuvent être des notations, des qualités de crédit minimales prédéfinies notées B ou B+, par exemple, ou encore une valeur minimum pour les ratios d'endettement ou de couverture des intérêts. Les programmes qui ont vocation à accorder des prêts à des émetteurs à haut rendement devraient être à même de procéder aux évaluations de qualité de crédit nécessaires et de vérifier, en toute indépendance, les notes attribuées par les grandes agences de notation. Ensuite, lorsque le risque de crédit est considérable, les programmes devraient prévoir plusieurs niveaux de tarification pour chaque note de crédit afin que les pertes puissent être couvertes par les taux prévus et les frais financiers. Ces taux devraient être indexés sur ceux de la banque centrale ou sur le taux de refinancement interbancaire (taux normal majoré d'une marge de crédit, par exemple), de telle sorte que les entreprises ne puissent pas bénéficier d'un taux fixe lorsque les taux d'intérêt directeurs sont relevés. Enfin, les autorités devraient examiner les moyens d'aider les émetteurs à haut rendement à retrouver une situation solide pour le moment où l'État se désengagera du programme. En effet, dans l'hypothèse où une fraction des emprunteurs sortiraient d'un programme public avec un niveau de dette et un ratio d'endettement plus élevés, et face à la perspective d'un refinancement à des coûts supérieurs à ceux offerts dans leur programme par les pouvoirs publics, ces emprunteurs seraient plus susceptibles de connaître des difficultés de trésorerie. L'ampleur des difficultés financières que des entreprises très endettées pourraient alors connaître dépendra de la solidité économique de la reprise pour soutenir leur trésorerie, et de la vigueur des marchés de crédit pour qu'elles puissent plus facilement continuer d'emprunter aux marges de crédit d'avant la crise.

L'investissement en fonds propres pourrait aider à stimuler la reprise

Les pouvoirs publics pourraient examiner s'il existe d'autres moyens pour soutenir les entreprises sans les pousser à s'endetter encore, ce qui pourrait compliquer la sortie d'une période de relance monétaire et budgétaire extraordinaire et mettre en péril une reprise durable. Dans ce contexte, les autorités budgétaires pourraient envisager des investissements en fonds propres dans des entreprises viables pour leur apporter les liquidités dont elles ont besoin sans créer d'obligations immédiates de charges d'intérêts. Étant donné que l'actionnariat de la majorité des entreprises notées B est composé de capital-investissement, les pouvoirs publics pourraient envisager des cofinancements en capital-investissement et en capital-risque, qui donneraient quelque assurance sur le fait que les parties intéressées exerceraient toute la vigilance requise. Pour les actionnaires existants, l'arbitrage à opérer serait de consentir à des rendements inférieurs sur leurs investissements en actions comme le prix à payer pour réduire la probabilité de faillite de l'entreprise, qui réduirait à néant la valeur des actions.

Pourtant, à ce jour, seuls quelques pays se sont lancés dans des programmes publics de soutien aux entreprises prévoyant des prises de participation, qui sont d'une importance primordiale pour conférer la souplesse financière nécessaire à une reprise économique solide. Les analyses de l'OCDE montrent que le recours à des actions privilégiées remboursables par anticipation pourrait conférer cette souplesse financière si indispensable pour absorber une nette diminution des recettes d'exploitation et éviter des difficultés, permettant par là même aux entreprises de se développer et d'investir dans la reprise. Les pouvoirs publics pourraient avoir recours à un type d'action privilégiée remboursable par anticipation qui présenterait plusieurs caractéristiques essentielles. Le versement des dividendes serait modulable pour permettre le remboursement une fois le programme proche de son terme. Toutefois, les entreprises participantes ne seraient autorisées à distribuer des dividendes sur les actions ordinaires qu'une fois que les dividendes sur les actions privilégiées auraient été servis intégralement. Qui plus est, l'option de remboursement des actions par anticipation stipulerait que l'entreprise rembourse l'actionnaire public à un prix fixe (à la valeur nominale, par exemple) au terme d'une date d'échéance prédéfinie, ce qui correspond, en somme, à des modalités très proches de celles d'un emprunt. L'entreprise pourrait alors choisir d'émettre soit des actions (privilégiées ou ordinaires), soit un emprunt, pour rembourser l'État, en fonction de son ratio de levier et de sa trésorerie. Ce titre remboursable par anticipation permet d'éliminer le risque de marché notable que font peser les fluctuations de cours sur les titres cotés, ainsi que le risque de liquidité que fait courir la cession d'actions privilégiées. Au fond, l'État actionnaire échangerait ainsi des rendements nets favorables contre une réduction sensible du risque de dégradation d'une perte.

Il est important de noter qu'un soutien sous forme d'actions privilégiées peut réduire le risque d'exposition de l'État à une perte dans certains scénarios⁹, en diminuant l'endettement des entreprises participantes et en améliorant leur ratio de couverture des intérêts. Si la proportion d'entreprises en difficulté (c'est-à-dire

⁹ Un taux de rentabilité de l'investissement ou appelé aussi taux de rentabilité interne (TRI), qui fait plus que compenser les pertes sur les investissements dans des entreprises en difficulté. Des simulations ont été utilisées pour estimer les rendements attendus de l'investissement public (positifs, seuils de rentabilité, négatifs) dans divers scénarios de reprise et de structure du capital. L'hypothèse retenue est celle d'un soutien par la dette ou en fonds propres à hauteur de 1.25 million USD en faveur des entreprises participantes. Les autres hypothèses importantes retenues sont les suivantes : taux d'intérêt de 5 % et amortissement linéaire du principal sur 4 ans pour le soutien sous forme de dette ; ratio dividende-cours de 10 % et sortie d'investissement après quatre ans (en 2024) pour le soutien sous forme d'actions privilégiées. Enfin, d'autres hypothèses complètent le scénario : une taux d'imposition des sociétés de 20 %, un encours de la dette existante estimé à des taux variables de 6 %, 8 % et 10 %, en fonction de la structure antérieure du capital de l'entreprise, et un ratio résultat brut d'exploitation avant frais financiers, impôts, amortissements et provisions (EBITDA)/dépenses d'investissement de 10 % et en croissance annuelle de 10 % dans l'hypothèse où l'entreprise dispose d'un flux de trésorerie disponible (FCF, *free cash-flow*) suffisant.

susceptibles d'un risque de défaut et de faillite)¹⁰ demeure en deçà d'un certain niveau par rapport au nombre total d'entreprises participant au programme de soutien (seuil de viabilité), les pouvoirs publics peuvent escompter de leur soutien en actions privilégiées un rendement de leur investissement supérieur à celui d'un soutien par la dette (graphique 2.18, partie A). Par exemple, si une proportion nettement plus faible d'entreprises devait se trouver en difficulté à la fin du programme de soutien, le rendement attendu de l'investissement en actions serait nettement supérieur à celui d'un soutien par la dette¹¹. Par ailleurs, étant donné le poids excessif de l'endettement des entreprises dans le secteur financier de nombreux pays de l'OCDE, le fait d'inciter à des investissements en fonds propres peut également les aider à réduire leur niveau d'endettement. En revanche, un soutien financé par l'emprunt accroît l'endettement et les charges d'intérêts et érode la souplesse financière et la résilience nécessaires pour refaire surface après la crise. Par exemple, dans l'hypothèse d'une reprise plutôt asthénique de l'économie, avec un nombre d'entreprises en difficulté plus important que prévu au terme du programme public de soutien¹², le gouvernement pourrait tabler sur un quasi-équilibre de son investissement, ne l'exposant pas à des pertes budgétaires conséquentes. De même, le ratio moyen dette/multiple du résultat brut d'exploitation avant frais financiers, impôts, amortissements et provisions (EBITDA) des entreprises s'améliore plus nettement lorsque l'on a recours à un soutien en actions privilégiées (graphique 2.18, partie B), contrairement à ce que l'on observe pour les entreprises au sortir d'un programme de soutien par l'emprunt, qui affichent un niveau d'endettement supérieur.

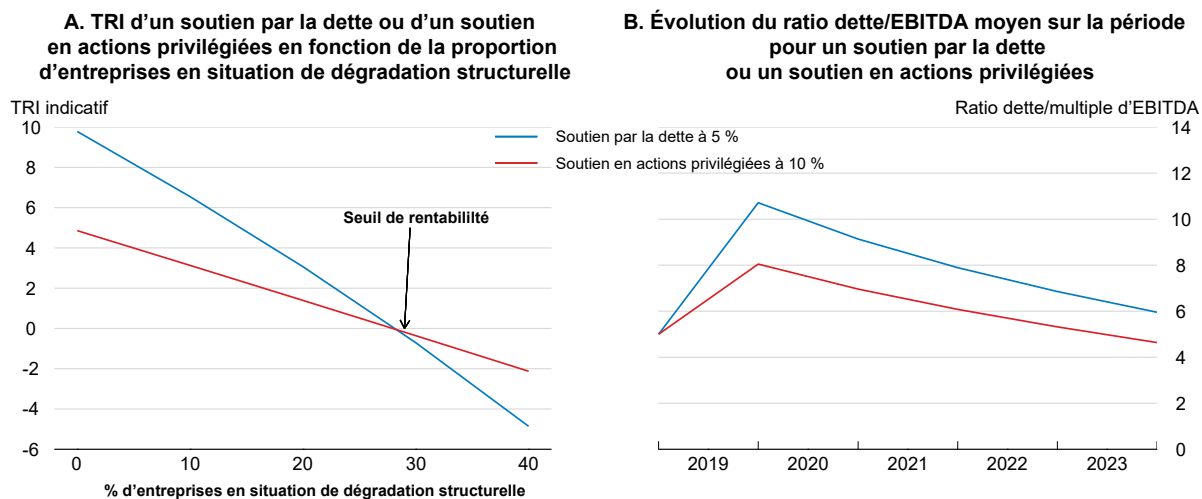
Cette stratégie présente plusieurs avantages. Si la part des fonds propres est inférieure à la dette dans la structure du capital et engendre un risque de pertes supérieures après un défaut, le recours aux fonds propres plutôt qu'à la dette permettrait de réduire l'endettement et par conséquent, la probabilité de défaut. Si des fonds propres devaient être substitués à une dette venant à échéance, cette option pourrait entraîner une révision à la hausse de la note de crédit, ce qui se traduirait par un abaissement des coûts d'emprunt futurs et par un volant de disponibilités plus important à réinvestir. Si les pouvoirs publics pouvaient nouer un partenariat avec d'autres investisseurs en fonds propres - y compris en capital-investissement - pour réduire l'endettement, non seulement ils apporteraient le savoir-faire nécessaire au processus d'investissement, mais ils permettraient également de réduire l'endettement à montant d'intervention publique équivalent. De plus, comme les actionnaires privés ne pourraient pas recevoir de dividendes ni céder leurs participations avant que l'État ne soit remboursé, les dirigeants des entreprises seraient incités à une gestion prudente pour préserver leurs flux de trésorerie.

¹⁰ Selon les hypothèses retenues, les entreprises en grande difficulté et en dégradation structurelle sont supposées enregistrer un choc de 75 % sur leur résultat brut avant frais financiers, impôts, amortissements et provisions (EBITDA) en 2019 au cours de la première année, avec une décote de 50 % sur leur EBITDA à long terme. Les entreprises qui sont dans une situation de difficulté financière les conduisant à la faillite représentent moins de 30 % des entreprises participantes dans les simulations de l'OCDE.

¹¹ Si 10 % seulement des entreprises de l'échantillon retenu dans les simulations de l'OCDE venaient à se trouver dans une situation de grande difficulté et de dégradation structurelle, le taux de rentabilité interne (TRI) prévisible serait de 6.5 % pour le soutien public sous forme de portefeuille d'actions privilégiées, contre 3.1 % pour le soutien sous forme de dette.

¹² Dans les simulations de l'OCDE, le nombre d'entreprises se trouvant dans une situation de difficulté et de dégradation structurelle les conduisant à la faillite est estimé à plus de 30 %.

Graphique 2.18. Un soutien sous forme d'actions privilégiées peut réduire l'exposition des pouvoirs publics à des pertes et réduire l'endettement des entreprises



Note : Simulation effectuée à titre indicatif, ne reposant pas sur les chiffres actuels du secteur des entreprises. Le TRI correspond au taux de rentabilité interne. L'EBITDA correspond au résultat brut d'exploitation avant frais financiers, impôts, amortissements et provisions (EBITDA).
Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140753>

Si cette voie devait être choisie, il faudrait que les autorités monétaires soient attentives à la manière dont leurs investissements en fonds propres pourraient avoir une incidence sur la concurrence dans le secteur considéré, pendant la période d'investissement comme au moment du désinvestissement. Tout d'abord, des investissements en fonds propres de grande envergure dans des entreprises (qu'il s'agisse d'investissements stratégiques explicites ou de nationalisations) pourraient fausser les pratiques de gouvernance et avoir des répercussions sur l'équité des règles du jeu. Dans le même temps, les entreprises dotées d'une trésorerie abondante procèdent, en cette période de crise, à des opérations de fusion et acquisition de plus en plus nombreuses avec des entreprises temporairement à court de liquidités en raison de l'impact des réponses pour lutter contre la pandémie. Sur les marchés à forte concentration, les investissements publics en fonds propres pourraient permettre d'atténuer les pressions au rachat exercées par des géants industriels sur certaines entreprises, et constituer ainsi un moyen de préserver la concurrence¹³. Par ailleurs, si ces programmes de financement public des entreprises n'intégraient pas la prise en compte des questions environnementales, sociales et de gouvernance ni les principes de la conduite responsable des entreprises dans leurs critères, les progrès accomplis dans de nombreux pays en faveur de financements durables, grâce à une demande de plus en plus forte des investisseurs pour la prise en compte de ces questions, pourraient s'en trouver freinés. À ce titre, les principes de l'OCDE relatifs à la gouvernance d'entreprise, à la concurrence et à la conduite responsable des entreprises pourraient contribuer à forger des comportements constructifs, pendant cette période exceptionnelle d'engagement des pouvoirs publics, pour soutenir la concurrence sur les marchés une fois les entreprises sorties des dispositifs temporaires d'accompagnement.

¹³ Voir le lien [OECD Competition's Covid-19 Policy Papers](https://www.oecd.org/fr/competition/covid-19-policy-papers/).

Enfin, malgré des programmes de prêt bien conçus, les autorités budgétaires pourraient subir des pertes si les défauts d'entreprises, du fait d'une récession profonde et très longue, devaient se multiplier bien au-delà des niveaux record observés par le passé. En pareilles circonstances, il se pourrait que des investissements en fonds propres soient plus perdants que des financements par la dette du fait de taux de recouvrement plus faibles dans les procédures de faillite. Dans un tel scénario toutefois, il faudrait que les pouvoirs publics se posent la question de savoir non pas comment éviter au maximum les pertes sur les programmes de lutte contre la crise, mais plutôt s'il ne vaut pas mieux investir en fonds propres dans des entreprises pour les maintenir en activité plutôt que de devoir déboursier des montants supérieurs en prestations de chômage, subventions et autres dépenses pour remédier aux conséquences d'un taux élevé de défaillances d'entreprises sur la société.



Extrait de :
OECD Economic Outlook, Volume 2020 Issue 1

Accéder à cette publication :
<https://doi.org/10.1787/0d1d1e2e-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2020), « Note de réflexion 3 : Évaluation des dispositifs publics de soutien aux entreprises pendant la crise », dans *OECD Economic Outlook, Volume 2020 Issue 1*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/ed2693f7-fr>

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document, ainsi que les données et cartes qu'il peut comprendre, sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région. Des extraits de publications sont susceptibles de faire l'objet d'avertissements supplémentaires, qui sont inclus dans la version complète de la publication, disponible sous le lien fourni à cet effet.

L'utilisation de ce contenu, qu'il soit numérique ou imprimé, est régie par les conditions d'utilisation suivantes :
<http://www.oecd.org/fr/conditionsdutilisation>.