

L'ENDETTEMENT ÉLEVÉ DES ENTREPRISES : UN FREIN À LA REPRISE

L'une des conséquences les plus durables de cette crise est l'augmentation forcée de l'endettement des entreprises. Si celui-ci reste durablement très élevé, il risque d'agir comme un frein à la reprise. D'après la recherche économique, les sociétés les plus endettées réduisent davantage leurs investissements que les autres, ce qui limite l'efficacité de l'assouplissement monétaire. Ces entreprises lourdement endettées vont subir une perte durable de compétitivité vis-à-vis de leurs concurrentes mieux capitalisées. Une politique économique visant leur recapitalisation devrait avoir des effets favorables durables sur la croissance économique.

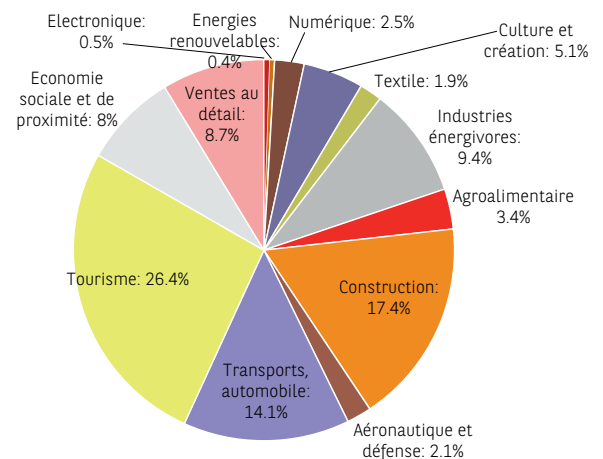
Pendant le confinement dû à la pandémie de Covid-19, de nombreuses entreprises ont subi un effet de ciseau négatif : la chute de leur chiffre d'affaires a été nettement plus importante que la baisse des charges. Elles n'ont eu d'autre choix que de réduire leurs coûts, y compris en se séparant de leur personnel, de puiser dans leurs réserves de liquidités et de tirer sur leurs lignes de crédit. Autrement dit, l'une des conséquences les plus durables de cette crise est l'augmentation forcée de l'endettement des entreprises. Pour nombre d'entre elles, ce phénomène se poursuivra très probablement en dépit de l'assouplissement progressif des mesures de confinement.

En conjuguant l'analyse des données au niveau de l'entreprise et ses dernières projections macroéconomiques, la Commission européenne conclut que « l'encours total des pertes des entreprises pourrait excéder EUR 720 mds d'ici à la fin de l'année et grimper à plus de EUR 1 200 mds dans le scénario de stress »¹. Ainsi, de nombreuses sociétés, dont les fonds propres finiraient par s'avérer insuffisants, devront être recapitalisées afin de leur permettre de réduire leur dette ou, dans un deuxième temps, de recourir à des emprunts supplémentaires sans entraîner une envolée du ratio d'endettement. Le montant des « fonds propres manquants », difficile à évaluer, dépend de deux amortisseurs : les réserves de liquidités initiales et les autres actifs liquides pouvant être mobilisés pour couvrir (une partie) des pertes. Selon la Commission européenne, après épuisement de ces amortisseurs, entre 25 % et 35 % des entreprises de l'UE connaîtraient une pénurie de liquidité allant de EUR 350 à EUR 500 mds. Cela pourrait concerner de 180 000 à 260 000 sociétés employant entre 25 et 35 millions de personnes². Si la difficulté à couvrir la pénurie de liquidité, par le biais à la fois de la recapitalisation et des emprunts supplémentaires, s'aggravait, le problème pourrait s'étendre aux ménages, confrontés à la hausse du chômage.

Certes, la couverture des besoins financiers éviterait une spirale négative - des pertes conduisant à des licenciements, à une baisse de

la consommation et à des pertes accrues - néanmoins un endettement durablement très élevé des entreprises risque d'agir comme un frein sur la croissance³. L'un des principaux canaux de transmission est l'investissement. Les entreprises fortement endettées pourraient avoir du mal à obtenir des prêts pour financer des projets d'investissement, être confrontées à des coûts d'emprunt plus élevés ou encore à un durcissement des clauses de prêt (*covenants*). Les dirigeants pourraient aussi se montrer plus prudents afin d'éviter, qu'en cas d'investissements ne répondant pas à leurs attentes, la santé de leur entreprise soit menacée.

RÉPARTITION SECTORIELLE DE LA BAISSÉ ESTIMÉE DES FONDS PROPRES



SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

1 Identifying Europe's recovery needs, Commission européenne, document de travail, SWD(2020) 98 final, Bruxelles, 27 mai 2020

2 Dans le scénario défavorable, la pénurie de liquidité pourrait s'établir entre EUR 650 mds et 900 mds et concerner de 35 % à 50 % des entreprises.

3 Pour une synthèse intéressante de la littérature, voir Neeltje van Horen, Covid-19 Briefing : Corporate Balance Sheets, BankUnderground, Banque d'Angleterre, 9 juin 2020

Une politique économique visant à recapitaliser les entreprises devrait avoir des effets favorables durables sur la croissance, dès lors qu'elle réduit le risque de défaut à court terme, mais aussi, en particulier, qu'elle leur donne une bouffée d'oxygène leur permettant d'investir.



On peut cependant soutenir des arguments opposés. Dans un environnement de taux d'intérêt bas, la quête de rendement amènera les investisseurs à devenir de moins en moins exigeants en investissant dans des prêts à clauses allégées (covenant-lite). Les dirigeants de sociétés très endettées pourraient opter pour le «tout ou rien» et choisir des investissements plus risqués dès lors que leur rémunération dépend de la performance boursière de l'action de leur entreprise. Lorsque l'effet net est théoriquement ambigu, la recherche empirique peut apporter une réponse. La Banque d'Angleterre a ainsi constaté que, pendant la crise financière mondiale et la phase de reprise qui a suivi, les entreprises britanniques ayant une solide trésorerie ont investi nettement plus que celles qui manquaient de liquidités : «*Un niveau élevé de liquidités au bilan confère aux entreprises, lors du retournement du cycle du crédit, un avantage compétitif qui dure bien au-delà des années de crise*»⁴. La recherche récente⁵, basée sur des données recueillies au niveau des entreprises, montre que, pendant la crise de la dette souveraine dans la zone euro, les sociétés ayant un endettement plus élevé ont davantage réduit leurs investissements que les autres, en particulier dans les pays périphériques. Cet effet négatif, qui a persisté les quatre années qui suivirent la crise, explique environ 40 % de la baisse observée de l'investissement des entreprises.

Plusieurs conclusions peuvent être tirées. Premièrement, les chocs économiques peuvent entraîner une «récession du bilan» des entreprises, celles-ci préférant, lorsqu'elles sont très endettées, renforcer leur structure financière au lieu d'investir. Un degré élevé d'incertitude entourant les perspectives est susceptible de conforter cette attitude. Deuxièmement, un tel comportement réduit l'efficacité de l'assouplissement monétaire. Ironiquement, ce pourrait être là le résultat de la politique monétaire accommodante de ces dernières années qui a eu pour effet d'inciter les entreprises à accroître leur endettement. Troisièmement, les entreprises lourdement endettées vont subir une perte durable de compétitivité vis-à-vis de leurs concurrentes mieux capitalisées. Quatrièmement, ce constat vaut également pour les entreprises à court de liquidités. Cinquièmement, «*peut-être faudra-t-il que les politiques favorables à la croissance, qui ciblent plus directement les conditions financières des entreprises, contribuent à réduire le surendettement et à stimuler l'économie réelle*»⁶.

En d'autres termes, une politique économique visant à recapitaliser les entreprises devrait avoir des effets favorables durables sur la croissance, dès lors qu'elle réduit le risque de défaut à court terme, mais aussi, en particulier, qu'elle leur donne une bouffée d'oxygène leur permettant d'investir. Enfin, les différences internationales en termes de position initiale et de réaction des politiques publiques peuvent avoir des effets durables sur la compétitivité des pays. Tous ces points pèsent dans la balance dans l'environnement actuel.

William De Vijlder

CONSENSUS DE CROISSANCE DE L'EBITDA* EN % POUR LES 12 PROCHAINS MOIS POUR LES ENTREPRISES DE LA ZONE EURO



SOURCES : THOMSON REUTERS, BNP PARIBAS

4 Source : *All you need is cash: corporate cash holdings and investment after the financial crisis*, Banque d'Angleterre, document de travail n° 843, janvier 2020.

5 Source : *Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis*, Sebnem Kalemli-Özcan, Luc Laeven et David Moreno, janvier 2020

6 Source : Sebnem Kalemli-Özcan et al. (2020)

