

139/140

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

REVUE TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION D'ÉCONOMIE
FINANCIÈRE, N° 139/140
3^e et 4^e TRIMESTRES 2020

NUMÉRO
SPÉCIAL

L'ÉCONOMIE, LA FINANCE
ET L'ASSURANCE
APRÈS LA COVID-19

Risques
Les cahiers de l'assurance

ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901, déclarée le 11 mai 1987 (J.O. du 3 juin 1987)

Siège social : 56, rue de Lille, 75007 Paris.

MEMBRES

Membres : Agence française de développement, Association française de la gestion financière, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, Barclays, BlackRock, BNP Paribas, Bouygues, Bredin Prat, Candriam, Citi, CNP Assurances, Covea, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, Deutsche bank, Direction générale du Trésor, Fédération bancaire française, Goldman Sachs Paris Inc. & Cie, Groupe Caisse des Dépôts, HSBC, Idinvest, Kepler Corporate Finance, La Banque Postale, Lazard Frères, Morgan Stanley, Natixis, Paris Europlace, Scor, Société Générale, UniCredit.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Président : Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Membres de droit : Autorité des marchés financiers, Banque de France,
Direction générale du Trésor, Groupe Caisse des Dépôts.

Membres administrateurs : Amundi, Association française de la gestion financière, Axa, Bouygues, Bredin Prat, Covea, Fédération bancaire française, HSBC, La Banque Postale, Morgan Stanley.

Délégué général de l'Association : Sylvain de Forges

Trésorier de l'Association : Olivier Bailly

CONSEIL D'ORIENTATION

Présidents d'honneur

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

Président : François Villeroy de Galhau, *Gouverneur, Banque de France*

Jean-Pascal Beaufret, *Managing director, Goldman Sachs Paris*

Afif Chelbi, *Président honoraire, Conseil d'analyses économiques tunisien*

Benoît Cœuré, *Member of the Executive Board, Banque centrale européenne*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Bernard Gainnier, *Président, PwC France*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-UE*

Nezha Hayat, *Présidente, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Hans-Helmut Kotz, *CFS, Université Goethe, Francfort*

Eric Lombard, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Pascal Grangé, *Directeur financier, Bouygues*

Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Emmanuel Moulin, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Patrick Soulard, *Directeur général, Unicredit*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Jean-Luc Tavernier, *Directeur général, Insee*

Didier Valet, *Vice-Président Industrie, Institut Louis Bachelier*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Engie*

Les membres du Conseil d'administration sont invités à participer au Conseil d'orientation.

ENDETTEMENT DES ENTREPRISES FRANÇAISES ET CRISE DE LA COVID-19

Robert Ophèle

Président, Autorité des marchés financiers (AMF)

■ La transmission des décisions de politique monétaire à l'économie française a été, ces dernières années, conforme aux attentes ; avec une politique monétaire très accommodante, l'endettement des agents économiques privés a augmenté rapidement avec une baisse significative de son coût ; les banques françaises ont compensé par un effet volume l'incidence sur leur produit net bancaire de l'écrasement de leur marge d'intérêts. Cette trajectoire, largement similaire chez les ménages et chez les sociétés non financières (SNF), est cependant restée singulière dans la zone euro, l'endettement des agents économiques français augmentant de façon significative. S'agissant des sociétés non financières, le recours à l'endettement a été particulièrement prononcé, même si ce mouvement s'est accompagné d'un accroissement de la détention de liquidités. La crise sanitaire a accentué ces tendances. Cette accélération ponctuelle crée un potentiel élevé de refinancement des dettes et de transfert des risques par la titrisation. Elle rend aussi particulièrement sensible la question du rééquilibrage nécessaire du financement des entreprises françaises entre endettement et fonds propres. Dans ce contexte, les fonds de *private equity*, qui disposent de liquidités à investir très importantes, pourraient jouer un rôle important dans la sortie de crise.

■ INDEBTEDNESS OF FRENCH COMPANIES AND THE COVID-19 CRISIS

The transmission of monetary policy decisions to the French economy in recent years has been in line with expectations; with a very accommodating monetary policy, the indebtedness of private economic agents has risen rapidly with a significant fall in its cost; French banks have offset the impact on their net banking income of the squeeze on their interest margins with a volume effect. This trend, which was broadly similar among households and non-financial corporations (NFCs), remained however singular in the euro zone, with the debt of French economic agents increasing significantly. In the case of non-financial corporations, recourse to debt was particularly pronounced, even though this trend was accompanied by an increase in the holding of cash. The health crisis accentuated these trends. This one-off acceleration creates a high potential for refinancing debt and transferring risk through securitisation. It also makes the question of rebalancing the financing of French companies between debt and equity all the more sensitive. In this context, private equity funds, which have very significant cash to invest, could play an important role in the exit from the crisis.

L'adoption par la Banque centrale européenne de mesures de politique monétaire très accommodantes à partir de 2014, à travers notamment la mise en œuvre de programmes d'achat d'actifs et de taux directeurs négatifs, s'est rapidement traduite par une diminution des coûts de financement des entreprises françaises et par une augmentation de leur endettement. Cette

tendance de moyen terme a été accentuée par la crise sanitaire, entraînant une fragilisation de leur situation financière. La gestion du risque d'insolvabilité et le soutien à l'investissement des entreprises rendent nécessaire le renforcement de leurs fonds propres et, du côté des investisseurs, de l'attractivité des produits d'épargne en actions, qu'elles soient cotées ou non.

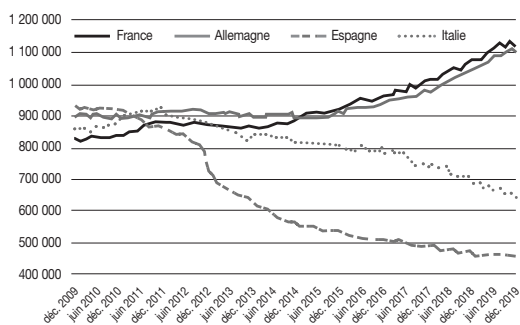
La crise a accentué les déséquilibres des structures financières des sociétés

■ Un taux d'endettement élevé

En France, les entreprises du secteur non financier sont entrées dans la crise avec un niveau d'endettement élevé, après avoir, dans un contexte de taux d'intérêt favorable, intensifié leur recours au crédit (bancaire et obligataire) au cours de la dernière décennie pour financer des opérations de croissance organique et externe et accroître leur détention de liquidités. La progression de l'endettement des SNF françaises a été significativement plus rapide que dans les autres pays de la zone euro, stimulée par des conditions de financement exceptionnellement favorables avec un taux d'intérêt moyen de l'endettement bancaire plus bas que dans le reste de la zone euro (voir graphiques 1a et 1b).

La dette brute des SNF françaises rapportée au PIB a ainsi augmenté très rapidement au cours de la dernière décennie passant de 60 % à 73 %, niveau sans équivalent dans les grands pays développés. L'endettement net a, quant à lui, progressé de manière modérée, mais régulière, passant de 26 % en 2010 à 33 % à la fin de 2019.

Graphique 1a - Crédits aux SNF au bilan des banques de la zone euro (en M€)



Sources : BCE, calculs AMF.

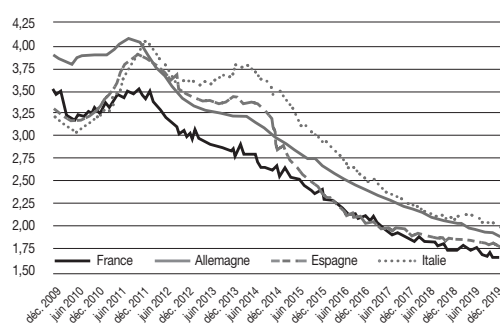
Cette trajectoire distingue la France de la plupart des autres pays développés, et notamment européens. Hormis la France, seule la dette des entreprises américaines s'établit à un niveau plus élevé que celui qui était constaté avant la crise des *subprimes*.

Cette évolution est surtout imputable aux entreprises de grande taille et a en grande partie servi à financer des opérations de croissance externe. Le ratio de levier (dette nette rapportée aux fonds propres de ces entreprises) a ainsi atteint en 2017 son plus haut niveau depuis 2007, tandis que, dans le même temps, le coussin de liquidité constitué après la crise s'est réduit. Cette singularité française avait d'ailleurs amené le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) en 2018 à limiter à 5 % de leurs fonds propres éligibles les expositions des banques systémiques françaises sur les grandes entreprises les plus endettées afin de renforcer la résilience du système financier (voir graphique 2 p. 237).

■ Les trajectoires de dette observées dans le passé se sont poursuivies avec la crise

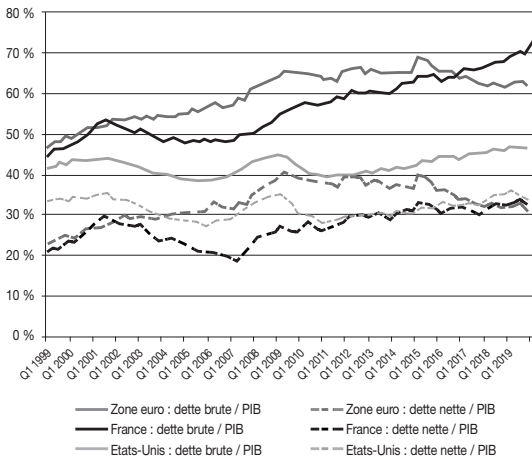
Cette tendance de long terme s'est poursuivie depuis le début de la crise. Pendant et au sortir de la phase de confinement, les plans de soutien gouvernementaux, par le biais notamment des mesures de report des échéances sociales et fiscales (2,9 Md€ au

Graphique 1b - Taux moyen de l'encours des crédits bancaires aux SNF (en %)



Sources : BCE, calculs AMF.

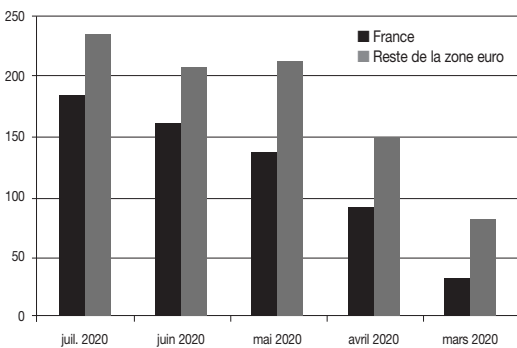
Graphique 2 - Dette brute et dette nette consolidées des SNF, en % du PIB valeur



Sources : BCE, Banque de France, Federal Reserve (FED), calculs AMF.

début de septembre 2020 pour environ 75 000 entreprises aidées) et des prêts garantis par les Etats, ont, avec le recours accru à l'endettement, permis d'amortir le choc initial en préservant la liquidité des entreprises à très court terme. La dette brute a ainsi progressé de 178 Md€ entre mars et août 2020, dont 120 Md€ sous la forme de crédit bancaire [Banque de France, 2020].

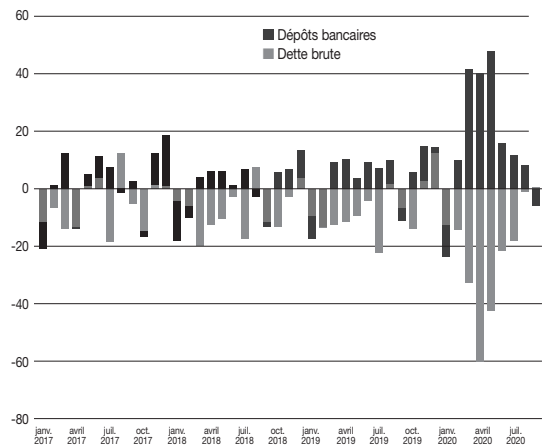
Graphique 3 - Flux nets cumulés de dettes des SNF de mars à juillet 2020, en Md€



Sources : BCE, calculs AMF.

Parallèlement, la hausse de la trésorerie des SNF s'établit à près de 170 Md€, de sorte que la dette nette financière des entreprises n'augmente que faiblement (de moins de 6 Md€ sur la même période). Pour autant, les entreprises ayant accumulé de la trésorerie ne sont pas nécessairement celles qui ont le plus recouru à l'endettement durant cette période. La vision globale rassurante cache donc une hétérogénéité de situations et des entreprises se trouvent dans une situation d'endettement préoccupante (voir graphique 4).

Graphique 4 - Sociétés non financières : flux de dépôts et de dette brute (crédits et titres), en Md€



Note : les flux de dettes apparaissent en signe inversé.

Source : Banque de France.

S'agissant plus spécifiquement de la dette de marché, la correction boursière observée à partir du milieu de février 2010 s'est traduite à Paris, comme sur la plupart des autres places européennes, par une fermeture du marché primaire à court et long terme, mais qui est restée très temporaire grâce aux interventions massives des banques centrales et des Etats, sauf pour le segment de la dette spéculative (*high yield*).

◆ Un marché de la dette court terme particulièrement impacté

Au début de la crise, le marché européen des titres négociables à court terme (NEU CP, *Negotiable*

European Commercial Paper), dont le marché français représente une part prédominante ⁽¹⁾, a connu d'importantes perturbations du fait :

- des rachats importants dans les fonds monétaires (46 Md€ en mars) qui ont augmenté les besoins de liquidité de ces fonds exerçant ainsi une pression significative sur le marché des NEU CP pour lequel les fonds sont d'importants acheteurs ⁽²⁾ ;

- une absence d'animation du marché par les institutions financières qui ont été peu présentes à l'émission et peu enclines à racheter de la dette, ou à des prix jugés très dégradés, non seulement sur le segment des dettes émises par les *corporates*, mais aussi sur leurs propres titres.

Ce contexte a conduit les principales banques centrales au milieu de mars 2020 à rendre éligibles au programme d'achat d'actifs les titres de dettes de court terme de qualité de crédit suffisante. Au 31 juillet 2020, les encours de NEU CP émis par les SNF atteignaient ainsi un montant de 71 Md€, contre 58 Md€ à la fin de janvier 2020.

◆ L'activité sur les marchés primaires obligataires diversement affectée

L'intervention des banques centrales a également permis dès le milieu de mars 2020 une baisse des coûts de financement et un important rebond des émissions obligataires quelle que soit la zone géographique considérée, les sociétés cherchant principalement à maintenir un niveau de trésorerie suffisant pour faire face à une fermeture éventuelle des marchés. Les montants levés par les entreprises françaises ont ainsi avoisiné 76 Md€ au premier semestre, soit près de 90 % des montants levés sur l'ensemble de l'année 2019 (88 Md€).

Cette tendance globale a en revanche été observée surtout pour les émetteurs les mieux notés : s'agissant du marché du *high yield* en effet, les émissions se sont taries jusqu'à l'été, alors qu'aux Etats-Unis, elles avaient retrouvé dès le mois d'avril leur niveau d'avant-

crise. Sur les trois premiers trimestres de l'année 2020, les émissions d'entreprises françaises étaient ainsi en baisse de 50 % par rapport à la même période de l'année précédente.

◆ La qualité de la dette s'est détériorée

De manière générale, la compétition entre prêteurs pour initier de nouveaux crédits aux entreprises a conduit à un fort allègement des covenants et à une augmentation du levier moyen des SNF. L'augmentation des encours des *leverage loans* et des prêts *cov-lite*, ainsi que des produits de titrisation associés (CLO) a suscité de nombreuses analyses inquiètes de la part des autorités nationales et internationales.

La fragilisation de la situation financière des entreprises s'est traduite par une augmentation des dégradations de notation externe par les agences de notation de crédit. Déjà perceptible en 2019, cette tendance s'est accélérée sur les premiers mois de 2020. Dès le mois d'avril, le nombre de dégradations réalisées par Standard & Poor's (S&P) et Moody's dépassait déjà celui observé sur l'ensemble de l'année 2019 en Europe comme aux Etats-Unis. Ce mouvement s'est ralenti à l'été, mais à la fin de juin 2020, un tiers des entreprises européennes était placé sous surveillance négative par S&P, soit un doublement par rapport à la fin de 2019 [S&P Global Ratings, 2020] (voir tableau 1 p. 239).

Si l'ampleur des dégradations de crédit a été finalement modérée, le nombre d'anges déchus sur les six premiers mois de 2020 a atteint un point haut depuis 2005, représentant plus de 300 Md\$ de dettes notées par Standard & Poor's (voir graphique 5 p. 239). Or la baisse de la qualité du crédit est susceptible d'entraîner une augmentation des coûts de financement, voire un rationnement du crédit, notamment pour les anges déchus dont les contrats de prêts ou les émissions sont assortis de clauses contingentes (*trigger clauses*) et qui ne bénéficient pas du soutien explicite des Etats. De manière plus générale, les dégradations de notation peuvent être à l'origine de ventes forcées et engendrer des pertes significatives

Tableau 1 - Dégradations de notes de crédit à long terme par Moody's et S&P, données au 16 décembre 2020

	Moody's						S&P					
	Europe de l'Ouest		Etats-Unis		France		Europe de l'Ouest		Etats-Unis		France	
	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019
T1	141	32	293	109	8	4	137	39	415	179	19	5
T2	201	69	409	129	20	10	203	41	570	154	28	2
T3	65	56	102	107	8	5	76	53	145	167	15	1
T4	95	60	56	121	4	4	71	52	158	177	7	6
Total	502	217	860	466	40	23	487	185	1 288	677	69	14

Source : Bloomberg.

pour l'ensemble du système financier, selon les évaluations du Conseil européen du risque systémique publiées en juillet 2020 – au moins 150 Md€ [ESRB, 2020].

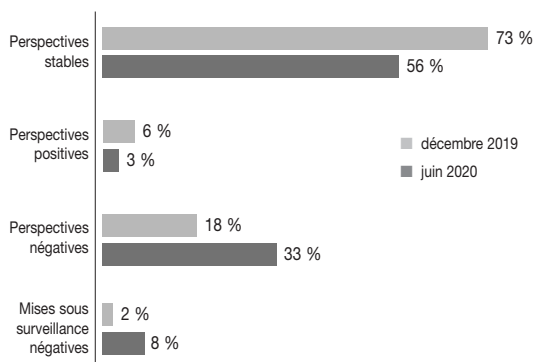
◆ Le financement par actions reste atone...

...alors que les questions relatives à la solvabilité deviennent centrales. L'instabilité financière a particulièrement pesé sur le marché des introductions en Bourse, renforçant le risque d'attrition de la cote.

Depuis la crise financière de 2007-2008, le nombre de sociétés cotées en Bourse a connu une diminution régulière en Europe. Avant le déclenchement de la

crise, un ralentissement sensible était déjà perceptible sur le marché des introductions en Bourse dans la plupart des zones géographiques, l'Asie émergente faisant figure d'exception. La brutale dégradation de l'environnement macrofinancier du fait de la crise sanitaire s'est traduite par la fermeture du marché des introductions en Bourse à partir de la fin de mars. En Europe, les capitaux levés ont tout juste dépassé 5 Md€ sur les six premiers mois de l'année, soit une baisse de moitié par rapport à la même période de l'année précédente. A Paris, sur les huit premiers mois de l'année, seules quatre opérations ont été recensées au cours de cette période (contre huit en 2019 et une vingtaine en 2017 et 2018), pour un montant de capitaux levés d'à peine 150 M€. La faiblesse du nombre d'introductions en Bourse pourrait, si elle persiste, renforcer le risque d'attrition de la cote limitant ainsi le rôle des marchés financiers dans le financement par actions de l'économie (voir graphique 6).

Graphique 5 - Perspectives de notation des entreprises non financières européennes



Source : S&P Global Ratings, données de fin de trimestre.

S'agissant des émissions d'actions par les sociétés déjà cotées, l'activité est apparue mieux orientée, bien que là aussi limitée. Compte tenu de la forte volatilité du marché, les émissions d'obligations convertibles et les placements accélérés ont été privilégiés par rapport à des augmentations de capital avec droits préférentiels de souscription.

L'activité primaire sur les marchés d'actions a été fortement pénalisée par l'incertitude entourant l'évaluation des effets de la crise sur les sociétés. A la fin du premier semestre 2020, les trois quarts des sociétés du

SBF 120 publiant habituellement des recommandations avant la crise estimaient ainsi ne pas pouvoir maintenir ou donner au marché une information concernant leur niveau d'activité et de résultats sur l'année 2020 dans le contexte de la crise de la Covid-19. A l'issue de la période de publication des résultats semestriels, cette proportion s'est réduite, mais restait en septembre 2020 encore significative (la moitié des sociétés).

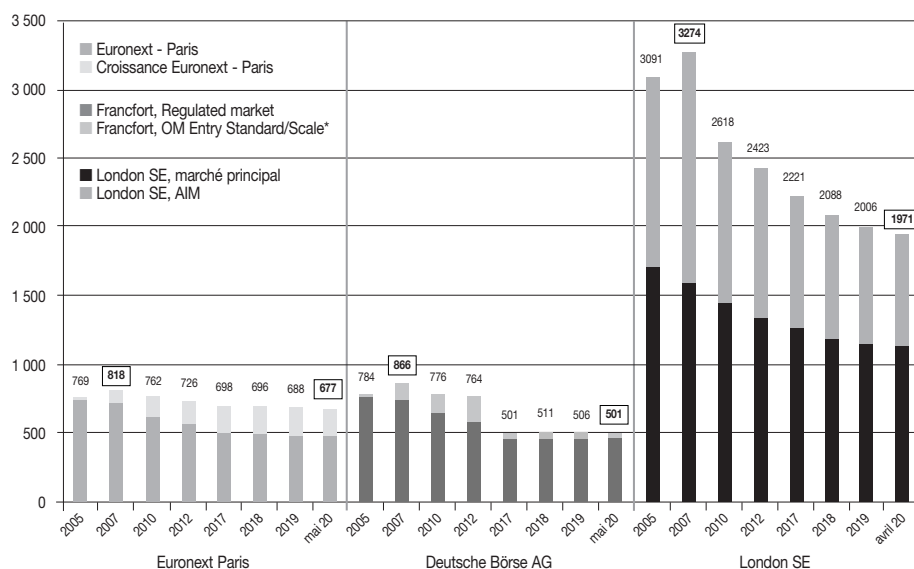
Le renforcement du financement en fonds propres, enjeu majeur de la relance

Durant une phase de reprise de l'activité, les besoins en fonds de roulement des entreprises s'accroissent nécessairement, du fait de l'augmentation des décaissements

– règlement des dettes fournisseurs, des charges sociales et fiscales, des loyers et des charges de personnel. Ce renforcement des besoins de financement peut engendrer à terme des problèmes de solvabilité pour nombre d'entre elles, notamment lorsque prendront fin les dispositifs d'aides et les subventions générales, sectorielles voire individuelles, mises en place par les gouvernements pour accompagner la relance de l'économie – près de 2 millions d'entreprises ont bénéficié du fonds de solidarité pour un montant distribué de près de 6 Md€.

Au niveau mondial, l'agence de notation Moody's a d'ailleurs revu à la hausse en mai 2020 la proportion de défaillances attendues entre 4 % et 10 % en 2020, selon le scénario économique retenu. En France, l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) a évalué le taux de défaillance à 3,2 % à la fin de 2020 (contre 1,8 % dans le scénario hors Covid-19), cette proportion étant plus marquée dans

Graphique 6 - Evolution du nombre de sociétés cotées, données de fin d'année



* Créé en mars 2017, Scale est un système multilatéral de négociation dédié aux PME et aux valeurs de croissance en remplacement de l'OM Entry Standard.

Sources : Euronext, Deutsche Börse AG, London SE.

certains secteurs, comme l'hôtellerie et la restauration (12 %) ou les services aux ménages (9 %) [OFCE, 2020].

L'augmentation du risque d'insolvabilité apparaît particulièrement marquée pour les PME et TPE, notamment celles ayant bénéficié des prêts garantis et des reports de charges si ces créances sur les Etats ne sont pas effacées ou converties en actions. Le montant des prêts de trésorerie bénéficiant de la garantie de l'Etat (PGE) dépassait ainsi 120 Md€ au milieu de septembre 2020, dont 75 % octroyés à près de 550 000 TPE et PME.

Les entreprises pourraient par ailleurs être incitées, pour ménager leur trésorerie, à réduire leurs investissements et amplifier l'impact négatif de la crise. De fait, les prévisions d'investissement des chefs d'entreprises de l'industrie manufacturière n'ont cessé de se détériorer depuis le début de 2020 pour atteindre -11 % en juillet 2020 [Insee, 2020].

■ D'importants besoins de recapitalisation à venir

La gestion du risque d'insolvabilité et le soutien à l'investissement vont rendre nécessaire à très court terme le renforcement de la structure financière des entreprises, notamment celles qui étaient déjà très endettées même avant le déclenchement de la crise et/ou qui ont été particulièrement pénalisées par les mesures de confinement et/ou qui le seront du fait de la reprise très partielle de l'activité. Ces opérations de recapitalisation peuvent prendre la forme d'émissions de nouvelles actions ordinaires ou privilégiées (fonds propres), mais également de titres de capitaux hybrides, tels que des titres subordonnés, des titres participatifs ou des obligations convertibles (quasi-fonds propres).

Les apports en fonds propres et quasi-fonds propres devraient être soumis à deux contraintes délicates, à savoir d'une part, la minimisation du coût de ces opérations pour les finances publiques et d'autre part, la recherche de la maximisation du bénéfice économique. Ces contraintes devraient conduire à une sélectivité

des opérations, mieux à même d'aboutir à terme à une amélioration de la qualité du tissu économique. Or l'environnement de taux bas a participé au cours de la dernière décennie à la survie d'entreprises zombies⁽³⁾, dont le nombre a augmenté dans les grandes économies développées de manière ininterrompue depuis 2008⁽⁴⁾; leur poids étant plus élevé dans certains pays d'Europe du Sud (Italie, Espagne) et secteurs d'activité tels que l'immobilier, le commerce, le transport, l'hébergement et la restauration, aujourd'hui particulièrement affectés par la crise [Ben Hassine *et al.*, 2019].

Anticipant ces besoins de recapitalisation, la Commission européenne a d'ailleurs, au début du mois de mai 2020, assoupli les règles en matière d'aides des Etats afin de permettre à ces derniers, d'ici le milieu de 2021, de prendre temporairement des participations dans les entreprises touchées par la crise. Ces autorisations sont toutefois soumises à conditions. En particulier, seules sont éligibles les entreprises qui n'étaient pas en difficulté financière avant la crise et ne sont pas en mesure de lever des capitaux sur les marchés dans des conditions satisfaisantes, ce qui exclut notamment les entreprises zombies du dispositif. De plus, les entreprises bénéficiaires sont soumises à une interdiction de versement de dividendes et se doivent de respecter les objectifs communautaires relatifs au climat et au numérique. Par ailleurs, afin de limiter le coût de ces opérations pour les finances publiques, les prix d'achat et de revente des titres sont encadrés.

En France, la loi du 25 avril 2020 de finances rectificative pour 2020 a prévu à la fin d'avril 2020 un plan de recapitalisation de 20 Md€ pour les entreprises stratégiques en difficulté, y compris des PME. Le fonds d'investissement aéronautique (Ace Aéro Partenaires) a ainsi été créé avec un montant initial de 650 M€, dont près d'un tiers (200 M€) proviennent d'un apport de l'Etat. Des investissements en fonds propres sont également prévus dans le cadre du Fonds d'avenir pour l'automobile, à hauteur de 600 M€. Au niveau européen, la Banque européenne d'investissement (BEI) a également créé, en avril 2020, le Fonds de garantie paneuropéen,

dont le quart de la dotation, qui s'élève à 25 Md€, sera consacré au renforcement des fonds propres des entreprises, principalement des PME.

Dans sa proposition de cadre financier pluriannuel 2021-2027, la Commission européenne prévoit de fournir 38 Md€ de garanties prises sur le budget européen à plusieurs institutions financières (principalement, la BEI) pour mobiliser 650 Md€ de financement à l'économie dans le cadre du programme InvestEU. Ce programme pourrait se voir fixer un objectif de financement en fonds propres ou quasi-fonds propres pour prendre le relais des prêts aux entreprises garantis par les Etats membres. En France, 3 Md€ (sur les 100 Md€) du plan de relance seront consacrés au renforcement des fonds propres des TPE, PME et ETI sous la forme de garanties publiques accordées à des placements financiers labellisés « France relance » et à l'octroi par les banques de prêts participatifs (10 à 20 Md€ prévus) partiellement conservés par celles-ci afin de favoriser un alignement d'intérêt pour la sélection des entreprises bénéficiaires.

De nouvelles opportunités pour le *private equity* et la titrisation

■ Vers un renouveau de la titrisation ?

Au terme d'une baisse drastique des encours après la grande crise de 2008-2009, les émissions de titrisation avaient timidement redémarré en 2016 en Europe, portant les encours à 1 500 Md€ en mars 2020, mais ce mouvement a été interrompu par la crise. La reprise de la titrisation avait été plus marquée en France, mais les encours (248,4 Md€ à la fin du premier trimestre 2020) restent relativement faibles. Ces véhicules refinancent surtout des dettes financières (CDO, *collateralized debt obligations*), du crédit résidentiel (RMBS, *residential mortgage backed-securities*),

et des ABS (*asset-backed securities*), dont les actifs incluent des prêts à la consommation, du financement automobile et par cartes de crédit.

Malgré ses vulnérabilités potentielles, la titrisation permet un transfert des risques aux secteurs non bancaires et la réduction des coûts de financement de l'économie. Sa relance, avec le label STS, est donc un objectif important de l'Union des marchés de capitaux (UMC). Les émissions de dette massives liées à la crise de la Covid-19 créent un potentiel élevé de refinancement des dettes et de transfert des risques par ce moyen.

Des incitations en ce sens sont d'ailleurs données, par exemple, par la *Cosme Loan Guarantee Facility* du Fonds européen d'investissement, qui vise à soutenir l'offre de 8 Md€ de crédits aux PME par l'octroi d'un milliard de garanties aux tranches mezzanine de titrisations émises dans ce cadre. De son côté, le High Level Forum on CMU créé en 2019 par la Commission européenne dans le cadre du nouveau plan d'action pour l'UMC a formulé en juin 2020 des orientations pour renforcer les financements de marché, et spécifiquement la titrisation. Certaines d'entre elles concernent des allègements réglementaires (en matière de capital réglementaire ou de transparence notamment). L'équilibre à trouver entre promotion de la titrisation et gestion des risques nécessitera une coordination internationale, afin de minimiser les risques d'arbitrage réglementaire.

■ La finance privée : un rôle croissant dans le financement de l'économie

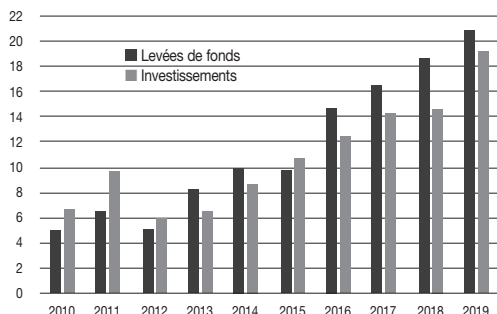
La finance privée ⁽⁵⁾ joue un rôle croissant dans le financement de l'économie. Les encours mondiaux ont triplé en dix ans, pour atteindre un pic historique de 6 500 Md\$ au milieu de 2019, dont plus de la moitié correspond à des fonds de *private equity*.

Il convient de noter qu'en Europe, où les levées de fonds se sont accélérées à 110 Md€ en 2019, le LBO (*leveraged buy-out*) est prépondérant et participe donc à la hausse de l'endettement des sociétés cibles.

La crise de la Covid-19 a et aura des impacts directs sur ce secteur, notamment sur le refinancement de l'endettement de certaines sociétés cibles et de certains fonds, voire sur la solvabilité de certains d'entre eux. Plusieurs facteurs semblent cependant favorables. D'une part, en dehors des segments les plus risqués du capital-risque, il semble relativement sous-exposé aux secteurs économiques les plus fragilisés par la crise. D'autre part, les fonds disposent de liquidités à investir (*dry powder*) très importantes (2 300 Md\$ au milieu de 2019, dont 1 400 Md\$ pour les fonds et mégafonds de *private equity*) qui devraient les conduire à jouer un rôle important dans la sortie de crise.

S'agissant du capital-investissement français, on observe un très fort dynamisme (voir graphique 7).

Graphique 7 - Les flux dans le capital-investissement en France



Source : France Invest Grant Thornton.

■ Rendre les produits d'investissement en fonds propres plus attractifs

En préambule, il faut souligner que la crise a marqué le retour des investisseurs particuliers sur les marchés d'actions. Une étude de l'AMF a ainsi montré que 150 000 nouveaux investisseurs ont fait leur entrée sur le marché pour la première fois depuis janvier 2018.

Néanmoins, d'une manière générale, l'épargne financière en France reste très peu investie en actifs risqués : 1 500 Md€ investis en produits de fonds propres sur un total de 5 200 Md€. Après trois années

Tableau 2 - Evolution des encours des fonds de capital-investissement de droit français

	Nombre de fonds Décembre 2019	Encours (NAV, en M€) Décembre 2019	Variation d'encours annuelle (en %)
Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)	296	10 337	46,4
Fonds d'investissement de proximité (FIP)	364	2 848	-16,0
Fonds capital-risque (FCPR)	1 371	59 755	6,6
Total	2 031	72 939	9,7

Source : AMF.

de hausse consécutives, le taux d'épargne des ménages français a avoisiné 15 % en 2019 avant de bondir à 27,4 % au second trimestre 2020, à l'issue de la période de confinement qui a engendré une épargne forcée dont 19,4 % au deuxième trimestre pour l'épargne financière (soit un niveau qui n'avait plus été atteint depuis la fin des années 1970). Au total, 85 Md€ ont été accumulés entre mars et juillet 2020, dont 22 Md€ sur le livret A, 110 Md€ si l'on intègre les comptes courants.

Dans ce contexte, le développement d'une épargne de long terme intermédiée semble donc une solution naturelle permettant de faciliter le financement de l'économie tout en assurant une mutualisation des risques pour les investisseurs.

Des opportunités pourraient être envisagées au travers de fonds d'investissement dédiés au financement en fonds propres des entreprises, s'appuyant sur les régimes existants ou à partir d'un régime juridique exceptionnel, et bénéficiant de garanties publiques, de co-investissements publics ou de conditions fiscales/prudentielles avantageuses pour les investisseurs. Des ajustements au régime des fonds européens d'investissement de long terme (Eltif) sont, par exemple, clairement envisagés par le nouveau plan d'action de l'UMC publié par la Commission européenne en septembre 2020. Celui-ci est opérationnel depuis 2016, mais peu utilisé (à peine une vingtaine de fonds en Europe). L'élargissement du champ des actifs éligibles dans les fonds Eltif, par exemple, pourrait davantage aider le financement des PME non cotées.

Remerciements : l'auteur remercie Anne Demartini, économiste au sein de la direction de la régulation et des affaires internationales, pour sa large contribution à cette publication.

Notes

1. Le marché français représente environ 75 % du segment corporate du marché européen des NEU CP.

2. En temps normal, les fonds monétaires arrivent à honorer leurs rachats avec les liquidités générées par les titres arrivés à échéance.

3. Une entreprise zombie est définie comme une société âgée d'au moins dix ans dont la rentabilité n'a pas été suffisante pour couvrir les intérêts associés à sa dette pendant au moins trois années consécutives [McGowan et al., 2017].

4. Leur proportion serait ainsi passée en moyenne de 8 % à plus de 12 % entre 2008 et 2016 [Banerjee et Hofmann, 2018].

5. Compris en première analyse comme les fonds d'investissement spécialisés dans l'acquisition de titres (en capital et de dette) non cotés.

Bibliographie

BANERJEE R. N. ; HOFMANN B., "The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences", BIS Quarterly Review, septembre 2018.

Banque de France, « L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises », 25 septembre 2020.

BEN HASSINE H. ; LE GRAND C. ; MATHIEU C., « Les procédures de défaillance à l'épreuve des entreprises zombies », France Stratégie, La note d'analyse, n° 82, octobre 2019.

ESRB, "A System-Wide Scenario Analysis of Large-Scale Corporate Bond Downgrades", European Systemic Risk Board, Technical note, juillet 2020.

Insee, « Les chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière revoient de nouveau à la baisse leurs prévisions d'investissement pour 2020 », enquête sur les investissements dans l'industrie, *Insee infos rapides*, n° 2020-210, août 2020.

MCGOWAN M. A. ; ANDREWS D. ; MILLOT V., "The Walking Dead: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries", OECD Economics Department, Working Papers, n° 1372, 2017.

OFCE, « Dynamique des défaillances d'entreprises en France et crise de la Covid-19 », Policy Briefs, Observatoire français des conjonctures économiques, 2020.

S&P Global Ratings, "European Corporate Credit Outlook Mid-Year 2020: Living in a Different World", 30 juillet 2020.

R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

COMITÉ DE RÉDACTION

Présidents d'honneur

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

**

Thierry Walrafen, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Xavier Mahieux, *Responsable éditorial*

Patrick Artus, *Directeur de la recherche et des études, Natixis*

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Conseiller des gouverneurs, Banque de France*

Pierre Bollon, *Délégué général, Association française de la gestion financière*

Arnaud de Bresson, *Délégué général, Paris Europlace*

Jean-Bernard Chatelain, *Professeur, Université Paris I, GdRE « Monnaie Banque et Finance »*

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris I Panthéon Sorbonne*

Claude Diebolt, *Directeur de recherche au CNRS, Université de Strasbourg*

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

Stéphane Gallon, *Directeur de la division études, stratégie et risques, AMF*

Olivier Garnier, *Directeur général des statistiques, des études et de l'international, Banque de France*

Ulrich Hege, *Professeur, Toulouse School of Economics (TSE)*

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS*

Fatos Koc, *Responsable de la gestion de la dette publique, OCDE*

Frédéric Lobe, *Professeur, Université de Lille II, SKEMA*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Sylvie Mathérat, *Groupe de haut niveau de la Commission européenne sur l'Union des marchés de capitaux*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Philippe Trainar, *Professeur, Conservatoire national des arts et métiers (CNAM)*

Natacha Valla, *Directrice générale adjointe de la politique monétaire, Banque centrale européenne*

38, rue de Ponthieu – 75008 Paris

Tél. : 01 73 44 03 20

Courriel : REF@aef.asso.fr

Site Internet : www.aef.asso.fr

L'économie, la finance et l'assurance après la Covid-19

Avant-propos

Les institutions financières françaises face à la crise de la Covid-19

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Introduction

SYLVAIN DE FORGES, OLIVIER PASTRÉ

Retour sur l'histoire et perspectives

Histoire des modèles pandémiques

PIERRE-CHARLES PRADIER

Assurance et crises pandémiques

PIERRE MARTIN

L'économie de la peste dans les villes du XVII^e siècle

PIERRE DOCKÈS

La Covid-19, une chance pour l'Europe ?

PERVENCHE BERÈS

Crise de la Covid-19 : la place de l'assurance

dans le monde d'après

FLORENCE LUSTMAN

Renouveler la gestion de crise

STANLEY MCCHRYSAL

Les entreprises face à la Covid-19

Assurer l'avenir dans un monde incertain

THOMAS BUBERL

La capacité de réaction des banques dans la crise

de la Covid-19

LORENZO BINI SMAGHI

La gestion ESG, une solution à la crise de la Covid-19 ?

JEAN-JACQUES BARBERIS, MARIE BRIÈRE, SIMON JANIN

Quelques enseignements de l'impact de la Covid-19

sur le secteur de l'assurance

MARIE-DOHA BESANCENOT, CORINNE CIPIERE

L'hôpital public face à la crise de la Covid-19

MIREILLE FAUGÈRE

L'économie face à la Covid-19

Pour une solution assurantielle aux catastrophes exceptionnelles

FLORENCE LUSTMAN

L'action des assureurs dans la crise de la Covid-19

PATRICK DIXNEUF

Cinq leçons sur l'avenir de l'assurance santé

après la Covid-19

ANDRÉ RENAUDIN

La résilience du secteur de l'assurance dans la crise

de la Covid-19

JÉRÔME JEAN HAEGELI, PATRICK SANER

Le rôle des assureurs crédit dans la crise de la Covid-19

WILFRIED VERSTRAETE

Covid-19 : les banques françaises au service de l'économie

MAYA ATIG

La gestion d'actifs, mobilisation de l'épargne face à la crise de la Covid-19

PIERRE BOLLON, THOMAS VALLI

Le *private equity* face à la crise de la Covid-19

MONIQUE COHEN

De l'intervention publique dans la crise de la Covid-19

DOUGLAS J. ELLIOTT

La pandémie de Covid-19 reflète et aggrave les failles du néolibéralisme

JEAN-PAUL POLLIN

Les dépenses sociales dans la crise de la Covid-19

FRANÇOIS ECALLE

Macroéconomie et défi climatique

Les défis exceptionnels posés par la crise de la Covid-19

CHRISTIAN DE BOISSIEU

La crise de la Covid-19 dans les pays en développement :

quelles conséquences et quelles perspectives ?

REMY RIOUX, ALEXIS BONNEL, HÉLÈNE DJOUFELKIT,

CÉCILE VALADIER

Géopolitique de l'énergie et crise de la Covid-19

PATRICE GEOFFRON, JEAN-MARIE CHEVALIER

Cassandra, le climat et la Covid-19

SYLVIE GOULARD

Le développement durable après la crise de la Covid-19

BERTRAND BADRÉ

Crise de la Covid-19, le retour des reliques barbares

PHILIPPE CHALMIN

Covid-19, la BEI accélère sa transformation

en banque européenne du climat

AMBROISE FAYOLLE

Politiques macroéconomiques

Endettement des États et crise de la Covid-19

EMMANUEL MOULIN

Endettement des entreprises françaises et crise

de la Covid-19

ROBERT OPHÈLE

L'Europe de la finance dans la crise de la Covid-19

OLIVIER GUERSENT

La réglementation financière peut-elle contrer la crise de la Covid-19 ?

KLAAS KNOT

Les banques centrales pendant et après la pandémie

de Covid-19

BENOÎT CCEURÉ

Les innovations des banques centrales dans la crise

de la Covid-19

MICHEL AGLIETTA, SABRINA KHANNICHE

La crise de la Covid-19 va-t-elle entraîner un retour

de l'inflation ?

PATRICK ARTUS

La pandémie de Covid-19 accélère l'obsolescence

des normes comptables

BERTRAND JACQUILLAT

Conclusion

JEAN-HERVÉ LORENZI, PHILIPPE TRAINAR

Chronique d'histoire financière

Fermetures d'écoles, épidémies et niveau de scolarité :

une perspective historique basée sur l'épidémie

de poliomyélite en 1916 aux États-Unis

KEITH MEYERS, MELISSA A. THOMASSON

ISBN 978-2-37647-048-9

ISSN 0987-3368

Prix : 50,00 €



9 782376 470489