



L'endettement des entreprises privées et le risque de crise systémique

Léo Charles et Esther Regnier



Depuis la survenue de la crise sanitaire du Covid-19, il est vite apparu que cette pandémie mondiale laisserait dans son sillage une récession économique. Fort de ce constat inquiétant, un certain nombre de commentateurs n'ont pu s'empêcher de mettre en parallèle cette crise économique avec celle de 2008. Ces deux crises, bien que différentes dans leur origine, se traduisent par des manifestations à l'échelle mondiale, endogènes au fonctionnement de notre modèle économique. La crise de 2008 émane de la dérégulation de la sphère bancaire et financière et se propage à la sphère réelle par une crise de demande au niveau mondial ; la crise du Covid-19, d'abord sanitaire, s'est rapidement transformée en crise économique du fait du confinement des consommateurs et des travailleurs et de l'interdépendance des chaînes de production induite par la mondialisation actuelle.

Entre la crise de 2008 et aujourd'hui, nombre de spécialistes avaient pointé les risques de gonflement d'une bulle de l'endettement privé et en premier lieu de celui des entreprises. Cet emballement de l'endettement des entreprises privées a été largement encouragé par les politiques de sortie de crise menées par les gouvernements et les banques centrales à travers le monde.

L'équilibre fragile de la stabilité économique et financière de nos économies mondialisées s'est trouvé bousculé par la crise du Covid-19 qui opère comme un accélérateur de contradictions. Dès lors, il convient de prendre en compte le risque d'une crise systémique liée à l'explosion de la bulle de l'endettement privé... Et de ne pas attribuer à la crise sanitaire l'entière responsabilité de la fragilité du tissu entrepreneurial et financier de l'après crise.

Par cette note, nous souhaitons mettre en avant l'endettement grandissant des entreprises privées, qui a démarré bien avant la crise du Covid-19. Nécessaire pour assurer l'investissement productif ou la trésorerie, la dette des entreprises revêt un caractère risqué lorsqu'elle n'est pas soutenue par la création de valeur permettant de la rembourser. En outre, nous pointons plusieurs facteurs qui ont contribué à augmenter les risques pris par les investisseurs et les entreprises en lien avec cet endettement. Avec la crise économique qui s'annonce, nous montrons enfin que cette bulle de l'endettement des entreprises pourrait exploser, entraînant dans son sillage l'ensemble du système économique et financier.

* * *

Une dynamique soutenue de la dette des entreprises privées

En France, la dette privée (entreprises et ménages) atteint 785,33 milliards d'euros au troisième trimestre 2019, soit 135,4 % du PIB (contre 119,4 % en zone euro), dont

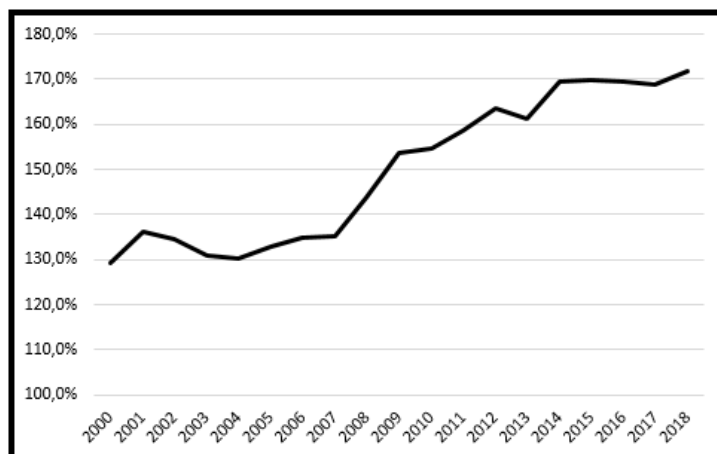


74,3 % incombe aux seules entreprises¹ (contre 61,6 % en zone euro). Dans cette note, nous nous concentrons sur la dette des entreprises privées, excluant de l'analyse celle des ménages².

Le taux d'endettement des entreprises françaises (en % du PIB) connaît ainsi une trajectoire singulière au sein des pays de la zone euro. Pour la France, celui-ci a cru de +14,8 pts entre le premier trimestre 2009 et le premier trimestre 2019, alors qu'il a baissé de -2,7 pts sur la même période au niveau de la zone euro (Banque de France).

Si l'on rapporte l'endettement des entreprises à leur valeur ajoutée (c'est-à-dire à la richesse nouvellement créée), ce ratio augmente également, pour atteindre 171,9 % en 2018 en France (Graphique 1). Ce ratio est intéressant puisqu'il montre la capacité des entreprises à générer des bénéfices permettant de couvrir le remboursement de leur dette³. Cette progression indique un endettement déconnecté de la valeur ajoutée des entreprises mais traduit également une dette qui croît plus vite que leur capacité à la rembourser.

Graphique 1 : Evolution du ratio dette/VA des entreprises, France (2000-2018)



Source : Eurostat pour la dette ; Insee pour la valeur ajoutée. Calculs des auteurs.
Dette des SNF : titres de créance (F3) + crédits (F4)

Phénomène marquant, la dette des entreprises françaises se fait de plus en plus auprès des marchés financiers⁴, en particulier via les obligations d'entreprises

¹ Dans les statistiques officielles, on parle de Sociétés Non Financières (SNF). Pour faciliter la compréhension, nous utiliserons ici le terme « entreprises ».

² Dans cette note nous utilisons uniquement des chiffres de « dettes consolidées » c'est-à-dire excluant les prêts entre entreprises nationales même si ceux-ci participent à la désintermédiation financière.

³ <https://www.imf.org/fr/News/Articles/2019/10/15/blog-gfsr-lower-for-longer-rising-vulnerabilities-may-put-growth-at-risk>

⁴ Pour se financer, les entreprises peuvent choisir de s'endetter auprès des banques (crédits bancaires) ou auprès des marchés financiers par émissions d'obligation (titres de créance). Dans le second cas, on parle de



(*corporate bonds*). En 2000, la part des titres de créances dans la dette des entreprises françaises est de 24,2 % et atteint 30 % en 2018 (contre 15 % en zone euro, Eurostat). Précisément, le taux de croissance annuel moyen de l'endettement par marché est de 6 % entre 2010 et 2018 alors que celui du crédit bancaire est de 2,9 % (Eurostat, calcul des auteurs). Si la dynamique d'endettement concerne toutes les catégories d'entreprises, la progression de l'endettement de marché est particulièrement marquée pour les grandes entreprises (GE) (+48 % entre 2011 et le deuxième trimestre 2017) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) (+149 % sur la même période), même s'il reste bien plus faible en niveau pour ces dernières⁵. Les petites et moyennes entreprises (PME) restent, quant à elles, essentiellement tournées vers le crédit bancaire. Au final les encours (c'est-à-dire le montant total des emprunts restant à rembourser) sont concentrés sur peu d'entreprises (10 % des entreprises pour 80 % de l'encours de la dette totale en 2015, Insee).

* *

S'endetter est-ce forcément mal ?

Lorsque l'on aborde la notion d'endettement, il est primordial de regarder le but visé par celui-ci et sa soutenabilité. En effet, ce n'est pas la même chose de s'endetter pour investir dans sa capacité de production que pour investir sur les marchés financiers. Par ailleurs, ce n'est pas la même chose de s'endetter auprès d'institutions qui respectent un certain nombre de précautions ou de s'endetter à n'importe quel taux auprès de créanciers en recherche de rendement...

Concernant le taux d'investissement (corporel et incorporel⁶) des entreprises, défini comme le rapport entre la FBCF⁷ et la valeur ajoutée, celui-ci est plutôt stable en France depuis 2010 et a recouvré son niveau de 2008 (23,4 %) pour atteindre 24,1 % en 2018 (Insee). La France se place ainsi au-dessus de la moyenne de la zone

désintermédiation financière. Il leur est aussi possible de se financer sans avoir recours à l'endettement, par émission d'action ou par levée de fond par exemple.

⁵ *Etat des lieux de l'endettement des agents privés non financiers*, Rapport du Haut Conseil de Stabilité Financière, 2017.

⁶ Les investissements corporels sont par exemple des achats de nouvelles machines, les investissements incorporels correspondent notamment à des achats de logiciels. Ces deux types d'investissement sont considérés comme productif.

⁷ La Formation Brute de Capital Fixe (FBCF) est le nom donné par l'INSEE et la comptabilité nationale à l'investissement productif des entreprises.



euro (23,10 % selon Eurostat). Point positif à noter, cet investissement est autofinancé par les entreprises à 93,4 % en 2018⁸.

On peut donc supposer que les 7 % restants non couverts par l'autofinancement ainsi que les besoins en trésorerie expliquent le recours à l'endettement, mais ne permettent tout de même pas d'expliquer les niveaux de dette observés... Il semble qu'une partie des entreprises soient à l'initiative de stratégies d'investissement financier dynamiques, stratégies qui n'ont pas toujours le mérite de se traduire au niveau de l'économie réelle. Ainsi, les avoirs de titres financiers consolidés (obligation, actions et parts de fonds d'investissements, produits dérivés financiers) augmentent de 60 % entre 2012 et 2018 pour atteindre 1812,6 milliards d'euros (Eurostat). Relativement à la zone euro, cette tendance est particulièrement marquée en France et surtout chez les entreprises les plus endettées⁹.

D'un point de vue stratégique, l'accumulation d'actions émises par d'autres groupes peut être un moyen de s'assurer un contrôle sur les décisions de l'entreprise émettrice. D'un point de vue comptable, l'accumulation de titres financiers peut être un moyen de s'assurer la disponibilité de liquidités rapidement, mais il peut aussi être une aubaine pour engranger des plus-values. En effet, des comportements d'endettement à taux bas, pour l'achat de titres financiers à meilleur rendement, analogue au *carry trade* (pratiques spéculatives), semblent être adoptés par les entreprises françaises. Les opérations d'acquisition participent aussi à l'endettement des entreprises, en particulier en ce qui concerne les grandes entreprises. Si ce type d'opération n'est pas nécessairement risqué, c'est un moyen de réaliser de la croissance externe qui ne bénéficie pas toujours à l'économie réelle par la création de nouvelles activités¹⁰. L'opération d'acquisition représente un risque accru lorsqu'elle s'appuie sur un financement à effet de levier type LBO (*leverage buy out*). Un LBO correspond au rachat d'une entreprise par endettement en vue de sa valorisation boursière, le plus souvent via la création d'une holding. L'investisseur qui s'endette doit assurer une rentabilité suffisante de l'entreprise acquise pour tenir son engagement financier. Ce mécanisme de rachat peut donc amener à une rationalisation des moyens de production de l'entreprise au détriment de son développement interne. Au premier semestre 2019 les LBO représentent 4,99

⁸ Reste que ce taux est un peu inférieur à la moyenne européenne et que l'épargne brute doit également assurer les variations de stock.

⁹ *L'endettement des entreprises françaises : quels risques ?* La Lettre du Centre Etudes & Prospective du Groupe Alpha, n°33, mai 2018.

¹⁰ F. Botte et T. Dallery, *La finance est-elle au service des entreprises ou des actionnaires ?* Alternatives économiques, 8 juin 2018.



milliards d'euros investis (+35 % par rapport à 2018) à destination de 207 entreprises¹¹.

Mais la progression de l'endettement ne s'accompagne pas nécessairement d'accumulation de liquidités. Pour certaines entreprises, l'endettement peut soutenir l'objectif de versement de dividendes¹². En effet, malgré un faible profit, des entreprises peuvent vouloir maintenir le versement de dividendes, pour soutenir leurs cours en Bourse, quitte à s'endetter pour assurer les besoins de trésorerie ou l'investissement productif. Le rachat par une entreprise de ses propres actions est aussi un motif d'endettement qui permet un transfert de revenu aux actionnaires. La santé économique de l'entreprise devient ainsi tributaire des intérêts actionnariaux.

Si le lien entre endettement des entreprises et activité des marchés financiers s'est accru depuis 2012, les mécanismes qui y participent préexistent à la crise de 2008. Mais les réponses qui ont été apportées à celle-ci les rendent plus opportuns pour une bonne partie des entreprises.

* *

Comment expliquer un tel emballement ?

Deux facteurs peuvent être avancés pour expliquer l'emballlement de la dette des entreprises et en particulier le recours aux marchés financiers : l'essor de la désintermédiation financière et la politique de bas taux de la BCE.

Essor de la désintermédiation financière

Suite à la crise financière de 2008, les accords Bâle III préconisent un « *durcissement* » de la réglementation bancaire. Les exigences de fonds propres des banques sont notamment renforcées même si ces mesures prudentielles restent insuffisantes selon certains spécialistes¹³. On pourra aussi souligner la création de « *l'Union bancaire* », intégrant un Mécanisme de Résolution Unique (MRU), qui constitue le second pilier des mesures mises en œuvre par l'Union européenne pour contrer l'instabilité financière¹⁴. Si la réforme du secteur bancaire est restée limitée, cela tient pour beaucoup au *lobby* bancaire qui a activement œuvré pour ne pas se

¹¹ *Activité des acteurs français du capital-investment*, France Invest, 8 octobre 2019.

¹² M.B. Khder et C. Rousset, « « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? *Note de conjoncture*, INSEE, décembre 2017.

¹³ J. Couppey-Soubeyran, *Crise financière, 10 ans après* : « On ne peut pas exclure la répétition d'un scénario à la Lehman Brothers », *Le Point*, 17 septembre 2018.

¹⁴ L'Union bancaire permet à la BCE de superviser les banques de l'union européennes les plus importantes. Le MRU est un fond abondé par le secteur bancaire qui s'articule avec le principe renflouement interne) en cas de crise bancaire. Néanmoins, ce mécanisme présente de sérieuses limites.



voir contraindre dans ses capacités d'octrois de crédits ou ses activités spéculatives.

Ce durcissement des règles imposées aux banques commerciales participe à l'expansion de la désintermédiation financière, c'est-à-dire du recours au financement par les marchés financiers. Qui plus est, suite à la crise de 2008, l'incertitude et la suspicion entre les banques ont freiné pendant un temps l'activité de crédit. Ainsi, malgré les efforts de la BCE pour inciter les banques à développer le crédit à bas coût aux entreprises (notamment via les TLTRO), celles-ci sont restées très frileuses. Cette contraction du crédit aux entreprises peut expliquer les stratégies de financement tournées vers les marchés.

Mais le développement de la désintermédiation du financement en Europe, auquel participe le *shadow banking* (la finance de l'ombre), a aussi beaucoup été encouragé ces dernières années par différentes mesures à l'initiative des autorités réglementaires européennes (comme par exemple le développement de l'Union des Marchés de Capitaux). En permettant à davantage de prêteurs non bancaires de participer au financement de l'économie, elles ont vocation à contourner le monopole des banques sur la distribution de crédit. En outre, elles reposent également sur la conviction que le manque d'emplois et de croissance dans l'économie réelle tient à l'insuffisance du crédit (vision néoclassique qui continue de dominer les politiques européennes au détriment des problèmes de faible demande).

Dans ce mouvement de facilitation de l'activité de finance de marché, la France n'est pas en reste puisque plusieurs réformes s'inscrivent dans cette dynamique. A titre d'exemple, la loi Sapin II relative à la modernisation de la vie économique¹⁵ permet à certains fonds d'investissement « *alternatifs*¹⁶ » d'octroyer directement des prêts aux entreprises, alors qu'ils se limitaient à souscrire aux émissions obligataires de celles-ci jusqu'ici. La même loi¹⁷ facilite également les conditions d'émissions obligataires des sociétés par actions.

Si la désintermédiation financière ne pose pas en soi un problème et permet aux entreprises de trouver d'autres sources de financement, le manque de régulation de ces marchés fait peser un risque accru sur leur dynamique d'endettement. C'est en particulier le cas avec les fonds aux stratégies d'investissement spéculatives qui prospèrent en dehors de toutes contraintes réglementaire. Parmi les acteurs de la dette privée, ces investisseurs sont peut-être ceux qui inquiètent le plus par leur activité de prêt à effet de levier. Il s'agit de prêts à taux variables octroyés à des

¹⁵ Décret n°2016-1587 du 26 novembre 2016.

¹⁶ Sociétés de gestion de portefeuille, fonds professionnels spécialisés, fonds professionnels de capital-investissement, FIA.

¹⁷ Ordonnance n° 2017-970 du 10 mai 2017.



entreprises déjà très endettées, qui au premier choc, se retrouveraient en défaut de paiement (analogie avec le modèle des *subprimes* aux ménages). L'enjeu est que le plus souvent ces activités de financement ne sont pas mesurables, ces fonds n'étant pas tenus de publier leurs comptes.

S'il existe des autorités de tutelles des activités des marchés financiers, les conditions de souscription à de la dette par ce biais restent globalement plus souples que celles imposées aux banques commerciales par Bâle III. Et si les coûts d'intérêt sont parfois plus élevés (hormis pour les GE), l'endettement par le marché présente l'avantage d'être moins regardant et/ou de proposer des solutions de prêts sur mesure (dette à échéance plus longue, sans amortissement).

On peut dès lors s'interroger sur le sens de ce durcissement de la régulation bancaire puisqu'on prétend serrer la vis d'un côté, tout en ouvrant grand les vannes du financement non-bancaire de l'autre.

Un contexte de bas taux

De manière générale, l'endettement des entreprises a été boosté par de faibles taux sur les crédits et émissions obligataires. Ces faibles taux sont à la fois le moteur de stratégies d'investissement financier pour les entreprises et une motivation pour les investisseurs à se tourner vers des actifs plus risqués¹⁸. La politique monétaire de bas taux et le *quantitative easing* (QE) pratiqué par la BCE a permis de maintenir artificiellement les économies européennes sous perfusion de liquidité à très bas coût, créant « une bulle de la dette privée » sur le marché obligataire privé, alimentée par des investisseurs en recherche de rendement.

En France le marché du capital-investissement (*private equity* en anglais, investissement dans des entreprises non cotées sur capitaux non publics), devenu l'un des plus importants au niveau européen, bat des records en matière de levée de fonds (8 milliards d'euros au premier semestre 2019 selon France invest). Plus, inquiétant, le stock de dette à effet de levier (prêts à effet de levier et obligations à haut rendement) atteint 122 milliards en France en 2018 (5,8 % du total des encours de dette des entreprises) et la part des obligations moins bien notées a nettement cru ces dernières années¹⁹ ce qui traduit une forte croissance de la demande de titres financiers risqués.

Malgré les bas taux, la charge de la dette (remboursement du capital et intérêts) dans le résultat de des entreprises françaises croît depuis 2016 et leur ratio de levier (endettement financier rapporté aux capitaux propres, qui traduit la capacité à honorer ses engagements financiers) reste supérieur à 100 % (sauf pour les PME).

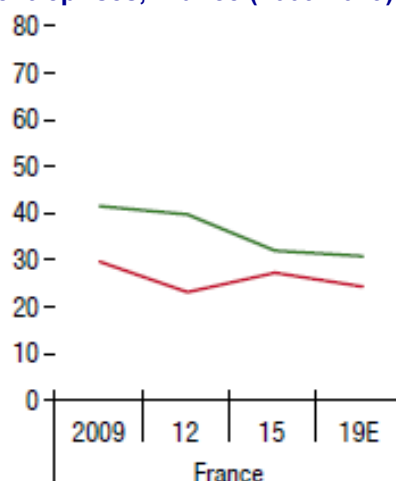
¹⁸ Sans parler de l'aléa moral induit par le rôle de prêteur en dernier ressort qu'exerce la BCE.

¹⁹ *Evaluation des risques du système financier français*, Banque de France, juin 2019.



Toutefois, grâce à une amélioration récente de leurs résultats, ce ratio tend à se stabiliser (*i.e.* est stable pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et en légère progression pour les GE). Ce constat est corroboré par le rapport du FMI sur la stabilité financière globale, selon lequel le ratio dette des entreprises sur leurs actifs baisse en Europe, mais reste particulièrement élevé pour les grandes entreprises. Pour autant, le FMI s'inquiète de la vulnérabilité des entreprises qui reste « significative » (Graphique 2)²⁰.

Graphique 2 : Part des dettes spéculatives et des dettes à risque dans le total des dettes des entreprises, France (2009-2019)



Source : Global Financial Stability Report, FMI, octobre 2019.
La courbe verte représente les dettes spéculatives, la courbe rouge les dettes risquées.

Comme on le voit sur ce graphique, bien que les bas taux aient permis une baisse de la part des dettes spéculatives et des dettes à risque²¹ depuis 2009, celle-ci s'élèvent respectivement à environ 30 % et 25 % du total des dettes des entreprises françaises en 2019.

* *

Le Covid-19 ou la chute précipitée ?

Comme de nombreuses autres contributions l'ont montré, la crise sanitaire du Covid-19 fonctionne comme un accélérateur des tensions endogènes au mode de

²⁰ L'inquiétude est particulièrement grande pour les entreprises américaines. En effet, le FMI constate une augmentation du recours aux obligations à haut rendement (High yield) qui sont émises par des entreprises (y compris les plus petites) très vulnérables et parfois en situation de défaut.

²¹ Les « dettes risquées » sont définies comme des dettes contractées par des entreprises n'ayant pas des bénéfices suffisant pour couvrir le paiement des intérêts. Techniquement, on parle d'un Interest Coverage Ratio (ICR) inférieur à 1. Les « dettes spéculatives » sont des dettes qui ont reçu la note de « spéculative » par les agences de notation internationales. La note se base sur l'ICR et la dette nette des actifs de l'entreprise.



production actuel. Ainsi, la crise actuelle va certes engendrer de l'endettement des entreprises, mais les risques d'un éclatement de la bulle de l'endettement privé étaient bel et bien déjà présents en amont, le Covid-19 ne faisant qu'aggraver des difficultés déjà existantes dans de nombreux secteurs.

Face au gonflement d'une bulle financière, plusieurs facteurs de risque peuvent venir mettre fin à ce processus : une remontée des taux d'intérêt (38% de l'encours de la dette des entreprises est libellé à taux variable ou assimilable d'après la Banque de France), un ralentissement de la croissance économique, la baisse de la valeur des actifs (chute de la bourse). Sur ce dernier point, le risque était bien identifié. Ces deux dernières années, les marchés d'actions ont été marqués par des niveaux de valorisation particulièrement élevés qui faisaient craindre un ajustement à la baisse du prix de ces titres financiers. Ainsi, si le premier risque est pour le moment peu probable, concernant les deux derniers, la crise du Covid-19 entraîne des réactions en chaîne dont les conséquences sont déjà visibles... ou pire, étaient prévisibles.

Dans un premier temps, le Covid-19 a porté un coup à la production mondiale. En touchant en premier lieu la Chine, pays au centre de la mondialisation, ce sont l'ensemble des chaînes de valeurs globales qui sont aujourd'hui menacées. Dès lors, en parallèle du ralentissement – voire dans certains pays de l'arrêt – de la sphère productive, ce sont des ruptures d'approvisionnement qui viennent déjà renforcer la crise de la production mondiale. Le ralentissement économique est mondial et d'une ampleur inédite. Au niveau mondial, le FMI prévoit une contraction de la croissance économique de l'ordre de 3% en 2020²². Bien entendu, les divergences vont être marquées en fonction des pays, de leur exposition à la pandémie, de leur dépendance à la Chine etc. Au sein de l'Union européenne, les prévisions du FMI mettent en avant une chute du PIB de 7,5 % dans la zone euro avec des pays plus fortement touchés comme l'Italie (-9,1 %) ou l'Espagne (-8 %). Concernant la France, la dernière étude de l'OFCE table sur une perte de 2,6 points de PIB annuel par mois de confinement. Ce ralentissement de l'activité économique risque de fortement peser sur la capacité des entreprises à rembourser leur dette. En effet, si celles-ci ne dégagent pas assez de valeur ajoutée dans la sphère réelle, il devient très difficile voire impossible d'honorer leurs créances... On voit là le risque de faillites en chaînes pouvant mettre en difficulté la sphère financière.

Parallèlement, et en lien avec la chute de la production mondiale, les marchés financiers n'ont pas tardé à fortement réagir, faisant peser le risque d'une chute massive et durable de la valeur des actifs. En effet, après plusieurs sursauts

²²https://blogs.imf.org/2020/04/14/the-great-lockdown-worst-economic-downturn-since-the-great-depression/?utm_medium=email&utm_source=govdelivery



inquiétants courant février, la semaine du 9 au 14 mars a été terrible pour les bourses européennes. Ainsi la bourse de Londres a connu une chute de 17 % alors que celles de Paris et de Francfort enregistraient une perte de 20% de leur valeur. Jeudi 12 mars, le CAC40 en clôturant en baisse de 12,28%, connaissait sa chute la plus spectaculaire depuis le 6 octobre 2008 (-9,04 %). Ainsi, entre la fin du mois de février 2020 et la fin du mois d'avril 2020, l'indice du CAC40 a chuté de 27,5 %, ce qui démontre que l'incertitude et la volatilité dominent les marchés financiers en ce moment, deux caractéristiques que les investisseurs craignent le plus. En pratique, l'instabilité actuelle des marchés boursiers fait peser un risque d'explosion de la bulle liée à l'endettement des entreprises. Comme nous l'avons vu, nombre d'entre elles se sont endettées afin de réaliser des opérations d'acquisition, de *carry trade* etc. misant sur le différentiel important entre crédit à bas coût et dynamisme des cours boursiers pour réaliser des opérations de revente avec forte plus-value. La forte incertitude qui règne sur les marchés boursiers fait courir le risque que les initiateurs de telles opérations ne réussissent pas à remporter leur "pari". Si les cours chutent durablement, elles pourraient se retrouver dans l'impossibilité de revendre au prix fort les actifs achetés à bon prix et ainsi de pouvoir rembourser leurs dettes.

Ainsi, si cette bulle venait à exploser, ce n'est pas uniquement une crise pour les entreprises qu'il faudrait affronter mais bel et bien une crise systémique, qui engloberait de fait sphère financière et sphère réelle. L'augmentation des défauts de paiements entraînée par le ralentissement de la croissance économique, par la chute des cours boursiers et par l'incapacité des entreprises à refinancer leur dette aura une répercussion sur le système financier dans son ensemble et sur les banques en particulier. En effet, l'interdépendance généralisée entre créanciers et débiteurs fait qu'une dette non remboursée, pèse sur la solvabilité d'un ensemble d'investisseurs.

* * *

Il faut sauver le soldat « économie »... Et les entreprises

Contrairement à 2008, cette fois-ci les Etats européens et la BCE ont très vite réagi pour limiter et contenir la crise économique. Le gouvernement français a notamment pris de nombreuses mesures exceptionnelles pour soutenir les entreprises en difficulté. En particulier, les délais de paiements d'échéances sociales et/ou fiscales, la prise en charge du chômage partiel ainsi que les garanties de prêts par l'Etat (PGE) sont des mesures bienvenues pour rassurer les entreprises face à l'incertitude d'une crise qui ne fait probablement que commencer et pour soutenir celles les plus en difficultés. Pour les PGE, l'Etat est prêt à déboursier jusqu'à 300 milliards d'euros



pour sécuriser les prêts accordés aux entreprises, afin que celles-ci puissent assurer leur trésorerie. Cependant, les critères d'attribution (ou d'exclusion) restent encore flous et révèlent une volonté de l'Etat de ne pas circonscrire les prêts garantis aux seules entreprises mises en difficulté par le Covid-19²³, la décision finale restant à la discrétion des banques. Plus généralement, dans les conditions fixées actuellement, rien n'assure que l'ensemble des mesures d'aides publiques n'ira pas soutenir des entreprises déjà endettées avant la crise ou en bonne santé et souhaitant distribuer des revenus aux actionnaires²⁴ (comme c'est le cas avec Vivendi qui conjugue chômage partiel et hausse des dividendes).

Par ailleurs, malgré les bonnes intentions affichées, la stratégie actuelle de lutte contre la crise économique déclenchée par le Covid-19 risque de reproduire les mêmes erreurs que celles commises en 2008 en misant massivement sur l'endettement à tous les niveaux : Etats, entreprises et ménages. Mais miser sur l'endettement sans garantir la reprise de l'activité économique et de l'emploi, en particulier du côté de la demande, est plus que problématique. Cela peut entraîner, comme en 2008, un phénomène de déflation par la dette comme théorisé par Fisher en 1933. En voulant rembourser massivement leur dette, les agents économiques font baisser le prix des actifs, baisse qui se répercute sur le marché des biens et services. Cela entraîne une déflation généralisée qui a pour conséquence d'augmenter le poids des dettes... Comme le dit Fisher « *plus les débiteurs remboursent, plus ils doivent* ». Ainsi, la croissance de l'endettement peut entraîner un cercle vicieux de déflation et de difficulté de remboursement des dettes, et par conséquent une dépression économique encore plus forte.

L'illustration est même inquiétante lorsque l'on considère le plan de soutien du gouvernement aux *start ups* qui pourront, même en l'absence de chiffre d'affaires, demander des prêts de trésorerie à hauteur de deux années de masse salariale²⁵. En effet, dans ces conditions, rien ne garantit que les entreprises vont être en mesure de dégager suffisamment de richesses pour rembourser les dettes passées... Ou à venir.

A cet égard, les déclarations de Bruno Le Maire s'inquiétant de l'ampleur de la dette française et de la nécessité pour tous de faire des efforts (sans parler des propos tenus par le patron du Medef) ont de quoi nous interpeller. Si ces annonces font craindre de nouvelles coupes dans les dépenses publiques, c'est aussi le

²³ L'activité de votre entreprise est impactée par le Coronavirus COVID-19. Quelles sont les mesures de soutien et les contacts utiles pour vous accompagner ? Mercredi 16 avril 2020 – 16h, Gouvernement.

²⁴ Dans le cadre du PGE, l'Etat prévoit un « engagement de responsabilité » pour les grandes entreprises bénéficiant de mesures de soutien. Celles-ci ne doivent pas verser de dividendes en 2020 ni procéder à des rachats d'action.

²⁵ R. Godin, *La politique économique de crise révèle les incohérences du gouvernement*, 24 mars 2020, Mediapart.



contenu de la loi d'urgence pour faire face à l'épidémie du Covid-19 votée le 23 mars 2020 qui a de quoi nous préoccuper. Celle-ci, dont les ordonnances modifient jusqu'au 31 décembre le droit du travail, permet à tout employeur d'imposer les dates de RTT ou de congés²⁶ à ses employés. A cela, s'ajoutent des dérogations aux durées maximales de temps de travail, au repos minimal quotidien et au repos dominical « dans les secteurs particulièrement nécessaires à la sécurité de la nation ». Cependant, le décret précisant les secteurs concernés par ces dérogations n'est toujours pas paru depuis le début du confinement. Ainsi, on peut se demander quelles entreprises se sont vu autorisées à y recourir. D'autre part, au-delà de la question éthique, faire davantage travailler les salarié.e.s ou leur imposer de prendre leurs congés pendant le confinement, risque de déprimer encore plus la demande à la sortie. Enfin, si le dispositif exceptionnel d'indemnisation chômage partiel est une mesure qu'il faut saluer, l'OFCE estime à 349 millions d'euros la perte de revenu par mois de chômage partiel des près de 6 millions de salarié.es concernés. Estimation qui ne prend pas en compte les conséquences de la crise sur le revenu des indépendants et des travailleurs précaires.

En ne misant pas suffisamment sur la reprise de l'activité par la demande – investissement public et privé en faveur de la transition écologique, consommation – le gouvernement fait peser le risque d'une crise économique et financière encore plus grave.

Et si l'argument de solidarité peut être acceptable pour les dettes privées qui sont la conséquence de la crise que nous traversons, il ne l'est absolument pas pour les dettes précédemment contractées, nourries par des comportements à risque sur les marchés financiers.

Au final, le choix de la dette privée et publique pour sortir de la crise et l'appel aux salarié.es à faire des sacrifices risquent, *in fine*, d'aboutir à une socialisation des pertes en faisant peser l'effort de sortie de crise sur les contribuables et les salarié.e.s.

* * *

²⁶ Sous réserve d'accord d'entreprise ou de branche.