

Les Prêts garantis par l'État (PGE) vont-ils pouvoir être remboursés ?

Notes IPP

n°70

Juin 2021

Laurent Bach

Nicolas Ghio

Arthur Guillouzouic

Clément Malgouyres

www.ipp.eu

Lors de la crise sanitaire, l'État a mis en place un système de prêts garantis visant à faire face à un contexte de très forte incertitude. Les prêts ont été octroyés aux entreprises par les banques, l'État garantissant une part du montant qui dépendait de la taille de l'entreprise. Les PGE ont été plébiscités par les entreprises françaises lors de l'année 2020, avec des taux de recours très élevés y compris parmi les plus grandes entreprises. Ces prêts ont pris une telle ampleur que l'on a pu craindre que pour une grande partie des entreprises la charge de la dette devienne rapidement insoutenable. Dans cette note, nous évaluons la capacité de remboursement de ces prêts par les bénéficiaires, grâce à des données administratives très détaillées. Les entreprises qui ont pris part au dispositif figurent souvent parmi les plus touchées par la crise sanitaire, mais les banques en ont exclu celles qui étaient particulièrement peu rentables avant la crise, tandis que les plus rentables ont été moins demandeuses. L'analyse des bilans des entreprises indique, comme on pourrait s'y attendre, que l'endettement brut des bénéficiaires a très fortement augmenté. Cependant, cela ne s'est en réalité pas accompagné d'une augmentation de l'endettement net à des niveaux alarmants, parce que certains bénéficiaires ont reçu par ailleurs d'autres subventions et que d'autres n'ont fait appel au dispositif PGE que par précaution. Jusqu'à la fin de l'année 2020, la capacité d'investissement des bénéficiaires ne semblait en outre pas avoir été entamée par rapport aux entreprises qui n'avaient pas eu recours au PGE. Enfin, les taux de faillite se sont révélés à la même date particulièrement bas pour les participants au dispositif PGE, y compris dans les secteurs les plus touchés par la crise sanitaire. Tous ces éléments indiquent une bonne capacité de remboursement, pourvu bien sûr que les conditions macroéconomiques poursuivent leur trajectoire de rétablissement.

- Un tiers des entreprises françaises ont eu recours au dispositif, une fréquence de recours dix fois plus élevée que pour les programmes disponibles lors de la crise de 2008-2009. Dans les secteurs les plus touchés par la crise, le taux de recours a dépassé 50 %.
- Le taux d'endettement brut des bénéficiaires du PGE a augmenté de près de 10 points, mais le taux d'endettement net est resté stable.
- L'investissement a chuté au premier semestre 2020, puis est remonté par la suite au même rythme parmi les bénéficiaires et non-bénéficiaires de PGE.
- La probabilité de faillite sur la période allant jusqu'à mars 2021 est inférieure à 1 % parmi les bénéficiaires, y compris parmi ceux qui ont subi la plus forte chute de chiffre d'affaires. La probabilité de faillite est plus de deux fois plus élevée parmi les entreprises n'ayant pas eu recours à un PGE.
- Sur la base de la faible probabilité de faillite des détenteurs d'un PGE, ainsi que de la trajectoire des taux observés sur les marchés obligataires européens, notre analyse implique que le coût budgétaire du programme sera modéré.



L'Institut des politiques publiques (IPP) a été créé par PSE et est développé dans le cadre d'un partenariat scientifique entre PSE-École d'Économie de Paris et le Groupe des écoles nationales d'économie et de statistique (GENES). L'IPP vise à promouvoir l'analyse et l'évaluation quantitatives des politiques publiques en s'appuyant sur les méthodes les plus récentes de la recherche en économie.

Introduction

L'épidémie de COVID-19 a contraint les décideurs publics à mettre en place très rapidement des dispositifs d'aide aux entreprises afin de les aider à combler le déficit d'activité induit par les restrictions sanitaires. Ces programmes d'aide ont pris plusieurs formes : moratoire ou annulation des dettes sociales et fiscales, dispositif d'activité partielle, et prêts garantis par l'État. Ces prêts sont octroyés à une entreprise par une banque (souvent sa banque habituelle) grâce à la garantie qu'apporte l'État sur une partie très significative du prêt. Il ne s'agit donc pas d'un prêt direct de l'État mais bien d'un prêt d'une banque à une entreprise sous des conditions très favorables et vis-à-vis duquel la banque est en grande partie assurée, si le bénéficiaire du prêt devait se montrer incapable de procéder aux remboursements. Ces prêts ont permis aux entreprises de recevoir rapidement des sommes d'argent importantes à des taux favorables. En France, le dispositif de prêts garantis a ainsi pris une ampleur considérable avec environ 130 milliards d'euros de prêts accordés jusqu'à août 2020¹.

Le but de ce dispositif est de permettre aux entreprises de faire face à des situations d'illiquidité (incapacité à faire face à des échéances de court-terme) et d'éviter ainsi des faillites d'entreprises saines financièrement. Néanmoins, aider les entreprises sous forme de prêts devant être remboursés peut se révéler problématique à moyenne échéance. D'une part, la persistance de la crise du fait des deuxième et troisième vagues oblige beaucoup d'entreprises à épuiser encore davantage leurs liquidités plutôt qu'à rembourser leurs dettes. Cela est susceptible de mener à moyen terme à une vague durable de faillites d'entreprises désastreuse pour l'emploi et l'activité. D'autre part, des entreprises risquent de se retrouver dans une situation de « surendettement » (*debt overhang* en anglais) et renoncer alors à des opportunités d'investissement rentables en raison des pressions exercées par leurs créanciers.

Cette question du poids de l'endettement généré par le dispositif PGE est d'autant plus pressante que le remboursement d'environ 80 % des prêts doit débiter au second semestre 2021. Les motifs de recours à ces prêts ont pu être multiples : certaines entreprises ont pu y recourir pour se protéger contre un choc potentiel de trésorerie qui ne s'est pas réalisé par la suite (motif d'"assurance"); d'autres parce qu'elles subissaient effectivement un choc de trésorerie, mais temporaire et voué à se résorber en cas de reprise d'activité (motif d'"illiquidité"); d'autres enfin parce qu'elles subissaient un choc de trésorerie permanent, avec une perte d'activité non-compensée par la suite (motif d'"insolvabilité"). La compréhension de ces

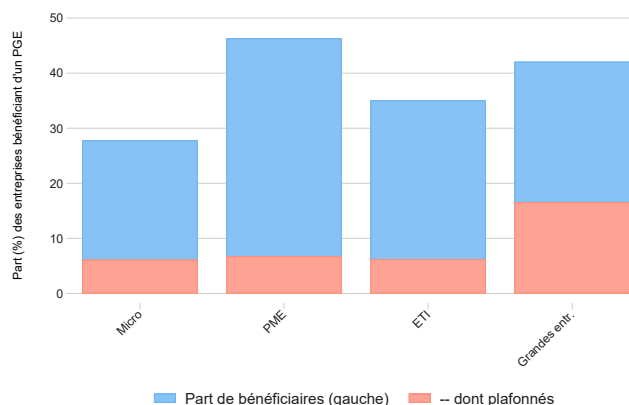
motifs doit éclairer les décideurs publics sur les suites à donner au programme. Si le motif du recours était principalement assurantiel ou bien de faire face à un choc d'illiquidité, alors un remboursement est envisageable dès lors que la reprise économique sera confirmée. Si le motif est en revanche l'insolvabilité, alors il faut envisager un rééchelonnement des dettes, voire une conversion en fonds propres, sans quoi les entreprises concernées feraient faillite.

Cette note présente des résultats originaux sur le recours aux PGE et la contrainte de remboursement qu'ils représentent. Elle combine des données administratives très détaillées sur le recours à ces prêts, les ventes et les investissements des entreprises mesurés à haute fréquence, ainsi que les toutes premières données disponibles sur les bilans des entreprises après le début de la crise sanitaire. Ces résultats ont été obtenus dans le cadre d'une étude commanditée par la commission des finances du Sénat qui a donné lieu au Rapport IPP n° 32 (Bach et al., 2021)².

Qui a eu recours aux PGE ?

Une première étape dans la compréhension des motifs de recours aux PGE et des éventuelles difficultés de remboursement est l'analyse comparée du profil des entreprises bénéficiaires et non-bénéficiaires de PGE.

Figure 1 – Distribution par taille d'entreprise du recours aux PGE



Notes : La hauteur des barres bleues indique la part des entreprises au régime normal de l'IS ayant obtenu un PGE par catégorie de taille d'entreprise au sens de la loi LME de 2008. La hauteur des barres rouges indique parmi celles-ci la part de celles ayant emprunté jusqu'au plafond imposé pour les PGE.

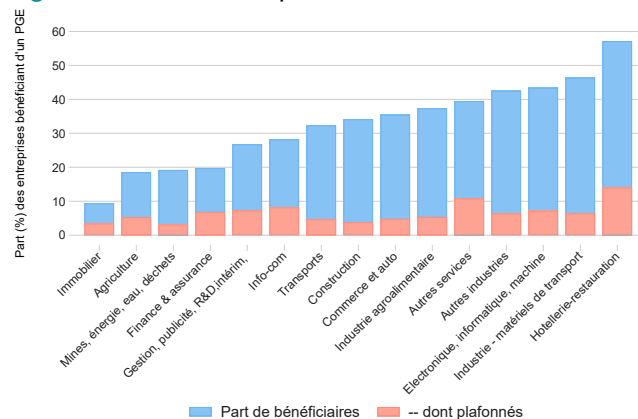
On observe un niveau très élevé de recours au dispositif, oscillant entre 30 et 45 % des entreprises (Figure 1), bien supérieur à celui observé dans le cadre d'un programme

1. Contre 40 milliards en Allemagne et 55 milliards en Italie, au cours de la même période, voir Falagiarda, Prapiestis, Rancoita et al., 2020

2. <https://www.ipp.eu/wp-content/uploads/2021/04/evaluation-contrainte-entreprises-remboursement-prets-garantis-etat-avril-2021.pdf>

similaire mis en place lors de la crise de 2008³. La partie rouge des barres indique la part des entreprises ayant emprunté dans le cadre d'un PGE jusqu'au montant plafond autorisé. Cette part représente environ 8 % de la population de chaque groupe de taille, à l'exception des grandes entreprises dont plus de 15 % empruntent de manière contrainte, souvent en gré à gré avec la Direction du Trésor.

Figure 2 – Distribution par secteur du recours aux PGE

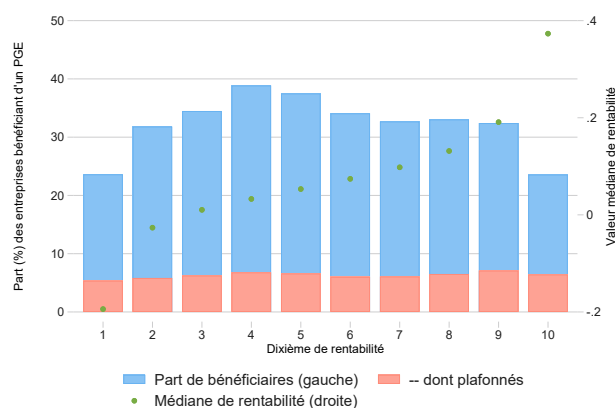


Notes : La hauteur des barres bleues indique la part des entreprises au régime normal de l'IS ayant obtenu un PGE par secteur A17 de la NAF rev.2. La hauteur des barres rouges indique parmi celles-ci la part de celles ayant emprunté jusqu'au plafond imposé pour les PGE.

On constate une très forte association du recours avec les restrictions imposées par la crise sanitaire aux différents secteurs d'activité (Figure 2) : plus de 55 % des entreprises de l'hôtellerie-restauration ont obtenu un PGE, et plus de 45 % des entreprises de l'industrie des matériels de transport, contre des taux plus proches de 25 % pour des secteurs comme la finance ou la gestion.

La Figure 3 présente le taux de recours en classant les entreprises en dix catégories (dixièmes) de rentabilité⁴ croissante, et de taille égale en termes de nombre d'entreprises. **On observe que le taux de recours culmine autour des dixièmes 4 et 5, c'est-à-dire pour des entreprises de rentabilité intermédiaire.** Les extrêmes de la distribution de rentabilité sont les groupes qui empruntent le moins au titre des PGE : ceci suggère que les entreprises les plus rentables n'ont pas eu besoin du dispositif (effet de demande), tandis que les entreprises les moins rentables se sont probablement vues refuser des prêts en dépit de la garantie d'État sur une large part du montant du prêt (effet d'offre).

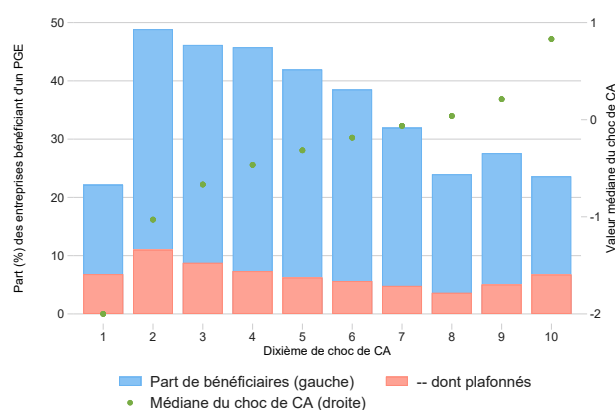
Figure 3 – Distribution selon la rentabilité pré-crise du recours aux PGE



Notes : La hauteur des barres bleues indique (sur l'échelle de gauche) la part des entreprises au régime normal de l'IS ayant obtenu un PGE en découpant la population des entreprises selon leur rentabilité préalable à la crise. La hauteur des barres rouges indique parmi celles-ci la part de celles ayant emprunté jusqu'au plafond imposé pour les PGE. Les points verts indiquent (sur l'échelle de droite) la médiane de rentabilité de chaque dixième de la population d'entreprises.

Les entreprises les plus rentables n'ont pas eu besoin du dispositif, tandis que les entreprises les moins rentables se sont probablement vues refuser des prêts en dépit de la garantie d'État.

Figure 4 – Distribution selon l'exposition au choc induit par la crise sanitaire du recours aux PGE



Notes : La hauteur des barres bleues indiquent (sur l'échelle de gauche) la part des entreprises au régime normal de l'IS ayant obtenu un PGE selon le choc sur leurs ventes subi durant les premiers mois de la crise sanitaire (mars-juin). La hauteur des barres rouges indiquent parmi celles-ci la part de celles ayant emprunté jusqu'au plafond imposé pour les PGE. Les points verts indiquent (sur l'échelle de droite) la médiane de rentabilité de dixième de la population d'entreprises.

3. Barrot et al., 2019.

4. Résultat de l'exercice divisé par les actifs de l'entreprise.

profil similaire à la figure précédente : les entreprises à gauche du graphique entre les dixièmes 2 et 5, très touchées par la crise, empruntent dans des proportions très importantes. Cette part décroît en allant vers la droite, c'est-à-dire vers des entreprises dont les ventes ont moins chuté, voire ont augmenté, durant la première phase de la crise (le point vert et l'échelle de droite indiquent en effet que les dixièmes 9 et 10 ont vu leurs ventes croître sur la période). Le dixième 1, composé des entreprises ayant vu leurs ventes chuter à un niveau nul ou presque, ont un taux de recours aux PGE presque deux fois et demi inférieur à celui du 2nd dixième, ce qui suggère à nouveau qu'un tri important a pu être effectué par les banques lors des demandes de prêts. Ce résultat pourrait toutefois aussi provenir d'entreprises ne recevant pas de factures régulièrement tout en gardant leur niveau d'activité habituel. Une analyse ciblée sur ce premier dixième de la population des entreprises pour lequel nous avons étudié le recours aux PGE suivant l'intensité du recours au chômage partiel et la rentabilité initiale soutient cette double hypothèse.

Quel effet des PGE sur les bilans ?

Endettement

Dans quelle mesure le dispositif PGE est-il susceptible d'avoir favorisé le surendettement des entreprises ? Afin de décrire les effets de contracter un PGE sur le bilan des entreprises, nous mobilisons deux sources permettant, pour un sous-ensemble d'entreprises, d'avoir des informations financières individuelles postérieures au début de la crise⁵. Ces deux sources sont décrites dans l'encadré 1. Dans l'échantillon « greffe », échantillon que nous présentons ici, nous exploitons notamment le fait que certaines entreprises clôturaient leur exercice 2020 avant le 31 décembre, ce qui les rendaient accessibles plus tôt.

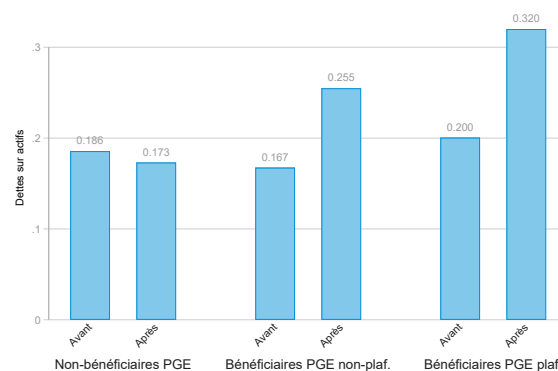
La figure 5 présente cet échantillon les niveaux de dette rapportée à l'actif observés avant et après la crise pour trois groupes d'entreprises : les non-bénéficiaires de PGE, les bénéficiaires non-plafonnés et les bénéficiaires plafonnés. On observe dans le panneau (a) que, tandis que l'endettement brut des entreprises non bénéficiaires est resté stable au cours de la période, celui-ci a très fortement cru (d'environ 50 %) pour les entreprises ayant contracté un PGE. Si cette image peut apparaître inquiétante en première approche, le panneau (b) montre l'évolution de la dette nette pour ces mêmes groupes d'entreprises, et pré-

sente une image très différente. On observe en effet que la dette nette a très fortement baissé pour les entreprises non-bénéficiaires de PGE, est restée relativement stable pour les bénéficiaires non-plafonnés, et a cru modérément pour les bénéficiaires plafonnés. **Ce constat suggère que la majorité des entreprises a contracté un PGE principalement à des fins d'assurance, et a donc compensé l'accroissement d'endettement par un stock de liquidités équivalent.**

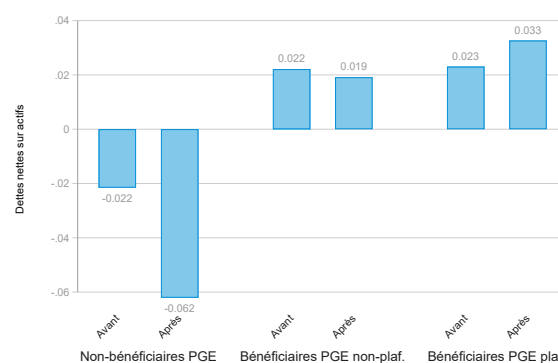
La majorité des entreprises a contracté un PGE principalement à des fins d'assurance, et a donc compensé l'accroissement d'endettement par un stock de liquidités équivalent.

Figure 5 – Évolution à court terme de la dette

(a) Dette brute rapportée aux actifs



(b) Dette nette rapportée aux actifs



Notes : L'échantillon comprend l'ensemble des entreprises dont les comptes ont été déposés aux greffes entre juin et septembre 2020. Les postes du bilan considérés sont rapportés à l'actif total de l'unité légale. La dette correspond aux dettes financières uniquement. Les liquidités sont la somme des disponibilités et des valeurs mobilières de placement. La dette nette est la différence entre les dettes financières et les liquidités.

Dans Bach et al. (2021), nous obtenons un ensemble de résultats très comparables parmi les entreprises cotées en utilisant la base « Computstat ». L'endettement aug-

5. Le bilan comptable d'une entreprise est un tableau qui montre sa situation patrimoniale à la clôture des comptes. Il recense l'ensemble des actifs (les emplois) d'une part et de son passif (les ressources) d'autre part. L'endettement brut correspond au montant total de la dette rapporté à la valeur totale du bilan de l'entreprise. L'endettement net est obtenu en retranchant des liquidités de la dette brute.

mente fortement au moment du recours au PGE (d'environ 20 %) alors la dette nette des bénéficiaires est très stable. On observe en outre une grande stabilité de la situation à moyen-terme (décembre 2020).

Investissement

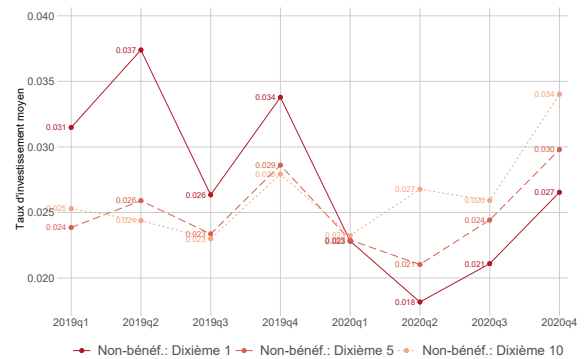
Dans quelle mesure les dynamiques d'investissement diffèrent entre bénéficiaires et non-bénéficiaires selon le degré d'exposition à la crise ? Cette question est critique puisque le phénomène d'étranglement par la dette (*debt overhang*) s'observerait principalement par une incapacité des entreprises à investir. La figure 6 présente le taux d'investissement au cours de la période parmi les non-bénéficiaires d'une part, et les bénéficiaires de PGE d'autre part. Au sein de ces groupes, nous reprenons la division des entreprises par l'importance du choc de ventes subi entre mars et juin 2020, et représentons les dixièmes 1, 5 et 10 afin d'illustrer respectivement les situations d'entreprises très touchées, moyennement touchées et très peu touchées par la crise. Le panneau (a) présente ainsi l'évolution du taux d'investissement moyen au sein de ces trois dixièmes de choc de ventes : le trait plein rouge foncé contient les entreprises les plus sévèrement touchées, et témoigne d'une baisse très marquée de l'investissement malgré une moyenne pré-réforme supérieure aux autres groupes. On observe également un rebond marqué de l'investissement parmi ces entreprises à partir du 3^e trimestre 2020. Les deux autres groupes (entreprises moyennement touchées en trait hachuré rouge et entreprises peu touchées en pointillés oranges) ont un profil d'investissement plus homogène sur la période mais avec des tendances similaires : une baisse assez marquée au premier trimestre 2020 puis un rebond.

La situation des bénéficiaires de PGE est étonnamment analogue : les entreprises les plus sévèrement touchées baissent fortement leur investissement au début de 2020 et rebondissent ensuite, légèrement en deça de leur niveau pré-crise. Les entreprises bénéficiaires du groupe intermédiaire sont très proches de leur pendant dans le groupe non-bénéficiaire. Enfin, les entreprises peu touchées mais ayant eu recours au PGE montrent un rebond qui dépasse leur investissement initial, ce qui est peu étonnant compte tenu de leur forte activité sur la période, et indique possiblement un usage opportuniste du dispositif.

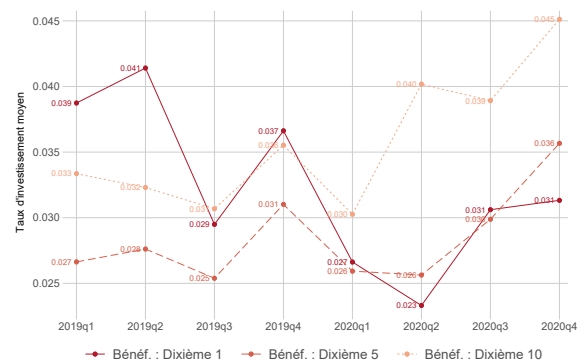
Quel risque de faillite suivant un PGE ?

Une question de première importance pour les décideurs publics est de savoir si les PGE n'ont fait que reporter dans le temps un grand nombre de faillites, notamment parmi des entreprises « zombies » qui n'étaient déjà plus

Figure 6 – Taux d'investissement trimestriel selon le recours au PGE et l'exposition au choc
(a) Non-bénéficiaires



(b) Bénéficiaires



Notes : La figure reporte l'évolution du ratio des investissements organiques (c'est-à-dire non liés à des acquisitions d'entreprises) réalisés chaque trimestre sur le niveau d'immobilisations corporelles de la fin de l'exercice comptable 2019, en triant les entreprises par exposition au choc de chiffre d'affaires de la crise sanitaire et les allouant en nombre égal à dix catégories (dixièmes).

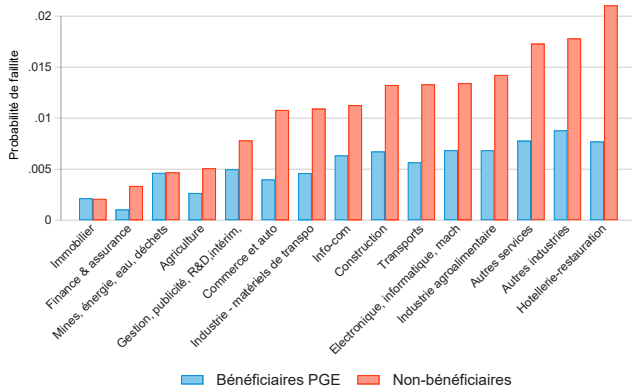
viables avant la crise ⁶. Avec une moyenne inférieure à 1 % entre mars 2020 et mars 2021, la probabilité de faillite s'est effectivement révélée très faible sur cette période (Cros, Epaulard et Martin, 2021). L'ampleur du rattrapage à attendre est une donnée cruciale pour décider de la suite à donner au dispositif PGE, et du coût budgétaire qu'aura le programme.

La figure 7 montre la probabilité de faillite entre mars 2020 et mars 2021 par secteur A17, pour les bénéficiaires de PGE (en bleu) et les non-bénéficiaires (en rouge). **Un fait saillant est que, tandis que les non-bénéficiaires ont des taux de faillite plus élevés dans les secteurs les plus touchés par la crise (notamment l'hôtellerie-restauration), la probabilité de faillite est plus faible et plus homogène entre secteurs parmi les bénéficiaires de PGE.**

La figure 8 présente également la probabilité de faillite entre bénéficiaires et non-bénéficiaires de PGE, en dé-

6. Nous entendons par entreprises « zombies » l'ensemble des entreprises qui ont des difficultés persistantes à couvrir les coûts du service de la dette à partir de leurs bénéfices actuels (voir Banerjee et Hofmann, 2018)

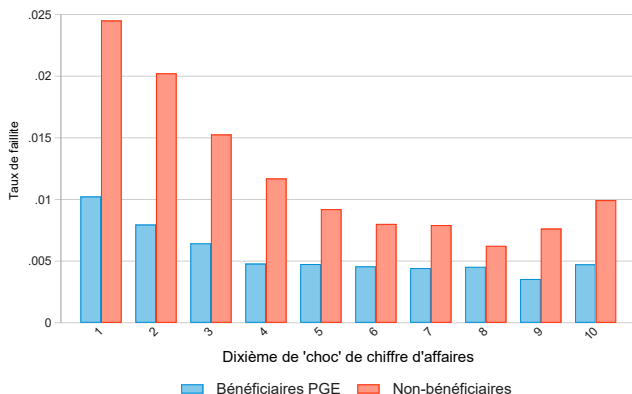
Figure 7 – Probabilité de faillite par secteur A17 et statut de bénéficiaire ou non d'un PGE



Notes : La hauteur des barres bleues indique la probabilité de faillite au sein d'un secteur pour les bénéficiaires d'un PGE, celle des barres rouges la probabilité de faillite des non-bénéficiaires de PGE.

couplant la population en dix parties égales triées selon l'ampleur du choc de chiffre d'affaires. On observe le même phénomène d'écroulement de la probabilité de faillite parmi les bénéficiaires d'un prêt garanti : alors que la probabilité de faillite s'élève à près de 2,5 % parmi les entreprises les plus touchées par la crise et n'ayant pas reçu de prêt, celle-ci plafonne à moins de 1 % pour les bénéficiaires d'un prêt.

Figure 8 – Probabilité de faillite par dixième de choc de chiffre d'affaires entre mars et juin 2020 et statut de bénéficiaire ou non d'un PGE



Notes : La hauteur des barres bleues indique la probabilité de faillite au sein d'un dixième de choc de chiffre d'affaires pour les bénéficiaires d'un PGE, celle des barres rouges la probabilité de faillite des non-bénéficiaires de PGE.

Ces faillites moins nombreuses parmi les bénéficiaires d'un PGE peuvent révéler un **effet protecteur du PGE** : en apportant des liquidités autrement inaccessibles, le PGE permet de survivre à une crise d'illiquidité causée par la crise. Il peut aussi s'agir d'un **effet de sélection** : comme déjà montré plus haut, les banques ont évité d'attribuer des PGE aux entreprises les plus risquées. En tous les cas, on ne peut pas conclure à un phénomène d'aléa moral où

les banques auraient massivement prêté via des PGE aux clients les plus mal en point dès avant la crise.

On ne peut pas conclure à un phénomène d'aléa moral où les banques auraient massivement prêté via des PGE aux clients les plus mal en point dès avant la crise.

La faible probabilité de faillite des détenteurs d'un PGE serait une bonne nouvelle pour les finances publiques si elle persistait dans le temps. Nous menons dans Bach et al. (2021) une analyse complémentaire de la sinistralité (incapacité à rembourser) et du coût attendu des PGE. Pour cela, nous utilisons une méthode dite *ex ante* fondée sur les taux observés sur les marchés obligataires européens à haute fréquence en fonction de la note d'emprunteur des entreprises. À la date d'octroi des prêts, l'incertitude était telle que les taux d'emprunt de marché pour les entreprises étaient très élevés, et amenaient à évaluer le coût budgétaire du programme à un niveau très élevé. Le taux de subvention implicite moyen des prêts s'élevait ainsi à 9 %, c'est-à-dire que l'équivalent financier de la garantie d'État pouvait alors être évalué à 9 % des montants empruntés, soit près de 12 milliards d'euros. L'amélioration de la situation, due notamment à l'ampleur de l'action publique par d'autres instruments, amène à réviser cette évaluation sur la base des nouvelles anticipations de défauts révélées par les marchés obligataires. Une évaluation *ex ante* menée en mars 2021 amenait ainsi à évaluer à diviser par trois le taux de subvention calculé initialement. De la même manière, une analyse en caisse sur la base des faillites déjà déclenchées amène à une évaluation provisoire d'un taux de subvention moyen proche de 0, compte tenu des commissions acquittées par les entreprises pour bénéficier de la garantie. Cette analyse permet donc de rejeter pour l'instant l'hypothèse d'un maintien en vie artificiel d'un grand nombre d'entreprises « zombies ».

Encadré 1 : Les données mobilisées pour l'évaluation

- **Données PGE** : Bpifrance a permis l'accès, via le Centre d'accès sécurisé aux données (CASD), à son fichier de gestion des PGE. Celui-ci contient l'ensemble des demandes de PGE, à l'exclusion de celles réalisées par les plus grandes entreprises. Ce fichier de gestion contient ainsi plus de 683,000 enregistrements de prêts validés au 31 décembre 2020 par plus de 608,000 unités légales distinctes. Pour les entreprises employant au moins 5 000 salariés ou réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 1,5 milliard d'euros en France, la demande doit être réalisée directement à la direction générale du Trésor pour obtenir la garantie de l'État. Comme ces accords paraissent au Journal Officiel, nous ajoutons manuellement ces lignes de crédit PGE à la base fournie par Bpifrance.
- **Données BIC-IS** : Afin de disposer de données détaillées sur la situation comptable des entreprises pré-crise, nous utilisons les données des liasses fiscales détaillées (source BIC-IS, DGFIP) pour tous les exercices fiscaux clôturés jusqu'en 2019.
- **Données TVA** : Afin de mesurer l'exposition mois par mois de chaque entreprise aux conséquences de la crise sanitaire, nous utilisons la source TVA (DGFIP), qui enregistre les déclarations mensuelles de chiffre d'affaires permettant de calculer les déductions et restitutions de TVA.
- **Données des greffes des tribunaux de commerce** : Afin de mener l'analyse sur les exercices comptables clos depuis le printemps 2020, nous exploitons les comptes annuels déposés auprès des greffes des tribunaux de commerce. Ces données sont rendues disponibles en ligne par l'Institut national de la propriété industrielle (INPI) sur le site <https://www.inpi.fr>. Notre extraction utilisée pour cette note date du 4 avril 2021. La couverture des données est partielle, d'une part parce que beaucoup d'entreprises ne désirent pas rendre leurs comptes disponibles via les greffes, et d'autre part parce que les deux tiers des entreprises clôturent leur comptes en décembre et peuvent attendre jusqu'à l'été 2021 pour déposer leurs comptes pour l'année 2020. Après appariement avec les données comptables fiscales pour l'exercice 2019, notre échantillon « greffe » est composé d'environ 25 000 entreprises, soit environ 3 % des entreprises optant pour le régime réel et normal de liasse fiscale et 5 % de l'enveloppe totale de PGE. Parmi ces 25 000 entreprises, plus de 95 % ont clôturé entre le 30 juin et le 30 septembre 2020 et on mesure donc l'effet à court terme des PGE sur le bilan.
- **Données Compustat** : Nous obtenons via la base de données Compustat Global un ensemble d'informations financières annuelles sur les groupes cotés en France, que ces derniers déposent à l'Autorité des Marchés Financiers. Les groupes cotés sont tenus de faire la publicité de leurs comptes de manière plus régulière que le reste des entreprises, y compris à une fréquence infra-annuelle. La quasi-intégralité des entreprises cotées ont ainsi d'ores et déjà publié des comptes depuis le 30 juin 2020, et parmi elles environ un tiers avaient, au 4 avril dernier, publié des comptes au 31 décembre 2020. Nous distinguons ces deux groupes dans le reste de notre analyse des entreprises cotées. Les groupes cotés représentent environ 20 % du volume total de PGE.
- **Données de faillite** : Le Bulletin officiel des annonces civiles et commerciales (BODACC) publie les avis prévus par le Code du commerce. Le bulletin Bodacc A concerne notamment les procédures collectives. Nous considérons qu'une entreprise est entrée en faillite après le début de la crise sanitaire lorsque l'un des événements suivants s'est déclaré, d'après le Bodacc, après le 15 mars 2020 : cessation de paiements, ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire.

Conclusion

Le recours au PGE a été massif au printemps dernier et a largement réduit le risque d'illiquidité des entreprises les plus exposées à la crise sanitaire. Ceux qui n'ont pas pris part au dispositif comptent beaucoup d'entreprises en mauvaise posture dès avant la crise.

La structure de bilan des entreprises semble par ailleurs suggérer que le PGE a bien amené de nombreuses entreprises à avoir un niveau d'endettement brut anormalement élevé, mais **le risque d'un surendettement causé par le PGE semble pouvoir être écarté lorsque l'on analyse l'endettement net des liquidités, dont le niveau a considérablement augmenté à la fois du fait du PGE mais aussi d'autres mesures de soutien.**

Le coût budgétaire du PGE était initialement élevé mais il a largement diminué avec l'amélioration des perspectives économiques du pays. Le risque de nombreux défauts sur les PGE semble donc exagéré même si, simultanément, le PGE semble avoir protégé ses bénéficiaires de faillites qui

autrement auraient été inéluctables. Notre étude permet donc d'écarter d'importants risques à court-terme, mais ne permet néanmoins pas de conclure aux conséquences de long-terme une fois que les entreprises ne recevront plus d'aides publiques.

Auteurs

Laurent Bach est professeur à l'ESSEC et directeur du programme « Entreprises » à l'Institut des politiques publiques.

Nicolas Ghio est économiste junior à l'IPP.

Arthur Guillouzouic est économiste à l'IPP.

Clément Malgouyres est économiste à l'IPP et chercheur associé à l'École d'économie de Paris (PSE).

Étude de référence

Cette note est basée sur une étude publiée en français sous la forme d'un *Rapport IPP*, commandité par la commission des finances du Sénat :

Bach, Laurent, Nicolas Ghio, Arthur Guillouzouic et Clément Malgouyres (2021). « Rapport d'évaluation de la contrainte pour les entreprises du remboursement des prêts garantis par l'État (PGE) ». In : *Rapport IPP*, 32.

Références bibliographiques

Banerjee, Ryan et Boris Hofmann (2018). « The rise of zombie firms : causes and consequences ». *BIS Quarterly Review* September.

Barrot, Jean-Noel, Thorsten Martin, Julien Sauvagnat et Boris Vallee (2019). « Employment Effects of Alleviating Financing Frictions : Worker-level Evidence from a Loan Guarantee Program ».

Cros, Mathieu, Anne Epaulard et Philippe Martin (2021). « Will Schumpeter Catch Covid-19 ? »

Falagiarda, Matteo, Algirdas Prapiestis, Elena Rancoita et al. (2020). « Public loan guarantees and bank lending in the COVID-19 period ». *Economic Bulletin Boxes*, 6.