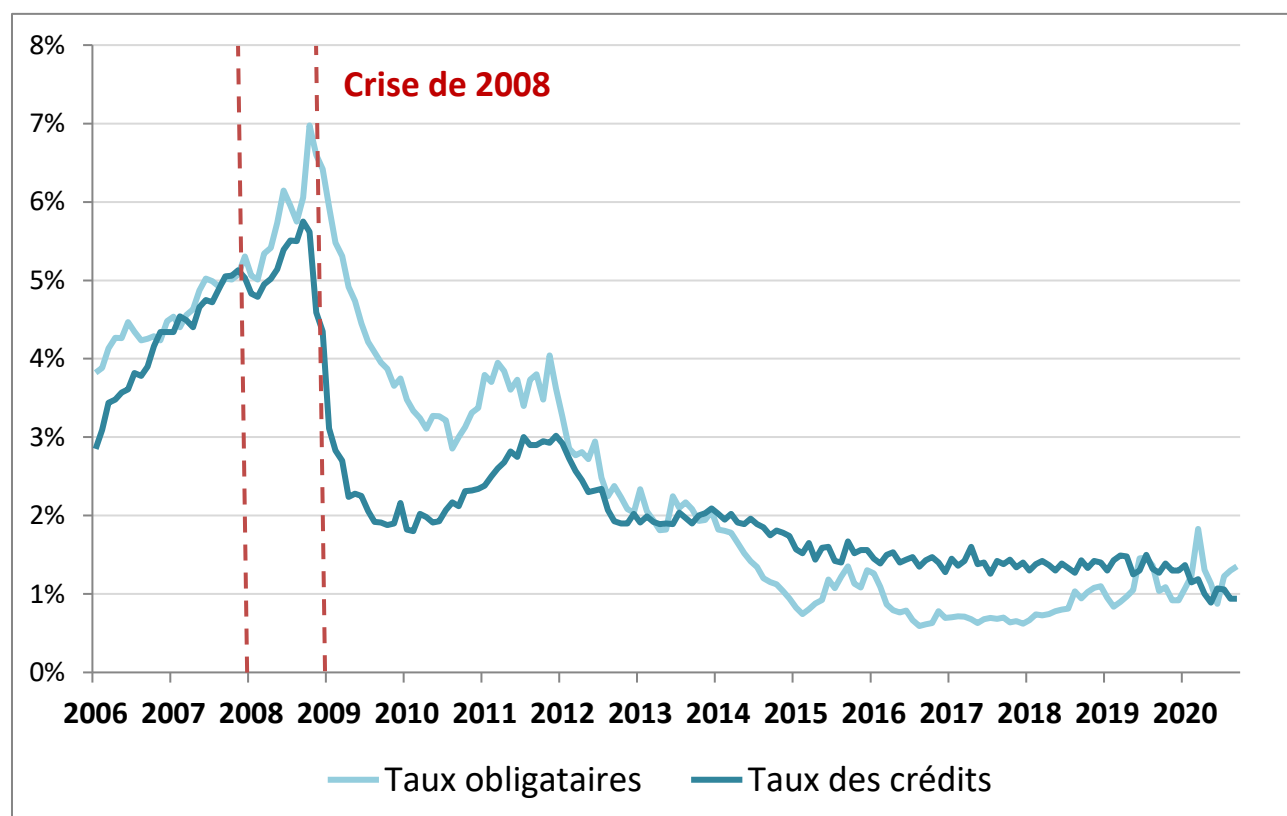


L'investissement des grandes entreprises françaises en temps de crise

Par [Anne Duquerroy](#) et [Clément Mazet-Sonilhac](#)

Préserver la capacité d'investir des entreprises au sortir de la crise du Covid-19 est un enjeu central de politique économique, comme le montrent les mesures d'urgence prises par la BCE et, en France, par le gouvernement. En effet, l'accès au financement externe est un déterminant majeur de l'investissement. Un choc de financement, à l'exemple de la crise de 2008, serait susceptible d'entraîner une forte contraction du taux d'investissement des grands groupes français.

Graphique 1. Coût du financement externe des entreprises non financières (en %)



Source: Gilchrist et Mojon (2017)

Note : Augmentation du coût de financement des entreprises françaises par dette bancaire et obligataire pendant l'épisode de la crise financière de 2008, indiquée entre les lignes pointillées rouges.

La pandémie actuelle de Covid-19 a entraîné une baisse d'activité et de revenus inédite pour les entreprises. Un des dispositifs de la réponse publique en France a résidé en la mise en place d'un programme de prêts garantis par l'État (PGE). Il vise à sécuriser les besoins de financement des entreprises via le renouvellement des dettes arrivées à échéance et l'obtention de nouveaux crédits nécessaires à absorber le choc de liquidité. Ce programme a été utilisé à la fois par des petites et moyennes entreprises et par de grands groupes : les entreprises de taille intermédiaire et les grandes entreprises représentent environ un quart des montants prêtés (à fin août). Une telle mesure est cruciale afin, d'une part, de permettre aux entreprises d'honorer leurs paiements à court terme et, d'autre part, de préserver la capacité productive en évitant que des dépenses stratégiques de long terme comme l'investissement ne servent de variable d'ajustement, ce qui compromettrait la phase de reprise.

En effet, les contraintes de financement – l'impossibilité de renouveler sa dette en période de crise – peuvent conduire les (grandes) entreprises à couper fortement leurs dépenses d'investissement, comme le montre l'exemple de la crise financière de 2008.

Investissement et coût de financement en temps de crise

Une entreprise décide d'investir dans un projet si sa rentabilité anticipée excède son coût. La décision d'investissement repose donc sur deux éléments distincts : d'une part, une estimation des bénéfices futurs liés à cet investissement (facteur de « demande ») et, d'autre part, une évaluation de son coût de financement (facteur « d'offre »). Les conditions d'accès au financement externe (crédit ou émission de titres) constituent ainsi un déterminant central de la décision d'investissement et in fine de la dynamique de l'investissement au niveau macroéconomique ([Carluccio et al., 2018](#)).

Comprendre dans quelle mesure les fluctuations de l'investissement sont liées à des facteurs de demande (comme les perspectives de croissance et les opportunités d'investissement) ou à des facteurs d'offre (financements trop coûteux ou trop rares) est un enjeu capital car les implications en termes de politique économique sont très différentes, notamment en période de crise lorsque l'accès au crédit se détériore.

Comment mesurer la réaction de l'investissement à un choc d'offre de financement ?

Isoler l'effet d'une contraction de l'offre de financement sur le comportement d'investissement des entreprises est un exercice délicat. En effet, l'analyse empirique se heurte à deux difficultés principales.

1. Il convient d'identifier un « choc » qui ne soit pas lié à une modification du risque des entreprises qui empruntent, ou à une baisse de leur demande de financement. Nous

utilisons ici l'épisode de crise financière de 2008 qui a suivi la faillite de la banque américaine Lehman Brothers.

Cet épisode peut être considéré comme indépendant de la situation des entreprises françaises puisqu'il est lié à la crise des crédits hypothécaires et du marché immobilier aux États-Unis. Il s'est traduit néanmoins par une très forte hausse du coût de la dette des entreprises en France (Graphique 1) avec une hausse des taux bancaires et obligataires, de plus de, respectivement, 92 et 200 points de base, entre janvier et septembre 2008.

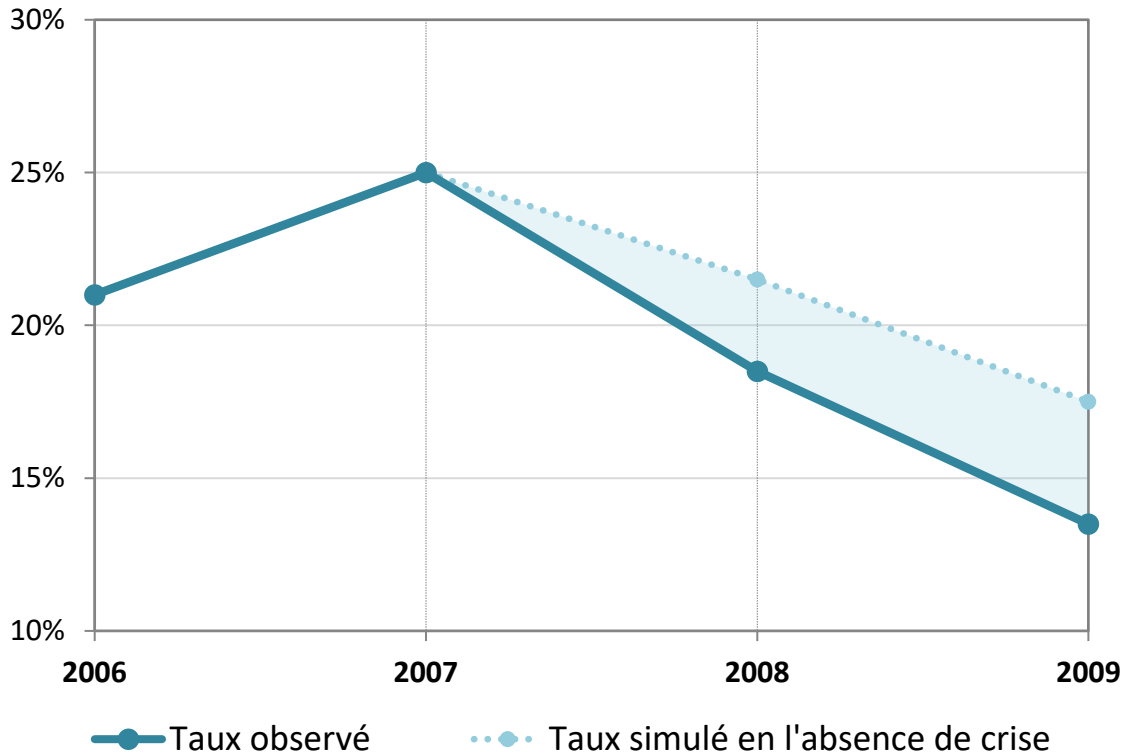
2. Il convient ensuite d'isoler l'effet sur l'investissement imputable aux seules conditions financières de l'effet lié à l'impact du choc sur les perspectives de croissance des entreprises, c'est-à-dire isoler les effets d'offre et de demande. Pour cela, nous empruntons à la médecine et la biologie une méthode popularisée en économie par la prix Nobel Esther Duflo : cette méthode repose sur des groupes dits « traités », c'est-à-dire soumis au choc, et des groupes dits « de contrôle » ou « témoins ».

Nous comparons ainsi deux types d'entreprises : (i) celles dont une grande part de la dette arrive à échéance juste avant la crise de 2008 et (ii) celles dont une faible part de la dette arrive à échéance au moment de la crise. Notre approche se fonde sur le constat suivant : l'échéancier de la dette n'a pas de raison d'influer sur le comportement d'investissement ; en revanche, un choc sur les conditions de financement à une date donnée affectera en premier lieu les entreprises ayant besoin de manière concomitante de renouveler la dette arrivée à maturité. Face à une contraction de l'offre ou un renchérissement du prix de financement les entreprises seront potentiellement contraintes d'ajuster leur investissement à la baisse. Le groupe témoin montre ainsi quelle aurait été la dynamique de l'investissement en l'absence du choc.

En pratique : une baisse de l'investissement plus forte chez les entreprises à forts besoins de refinancement

Dans un premier temps nous vérifions que les entreprises à forts besoins de refinancement ont connu un renchérissement du coût de leur dette : en effet, leur coût moyen de financement externe a été supérieur d'environ 1 point de pourcentage à ce qu'il aurait été en l'absence de choc. Puis nous nous intéressons à la réponse de l'investissement. Selon nos estimations, en 2009, le taux d'investissement moyen des entreprises exposées au choc de refinancement est inférieur de 4 points de pourcentage à ce qu'il aurait été en l'absence de choc, soit près de 20% du niveau moyen de l'investissement pré-crise (Graphique 2). À titre de comparaison, [Almeida et al. \(2009\)](#) estiment que l'investissement des entreprises américaines faisant face à un fort besoin de financement à long terme en 2007 a diminué de près de 30% par rapport à leur niveau pré-crise.

*Graphique 2 : Taux d'investissement des entreprises à forts besoins de refinancement
(en %)*



Source : Duquerroy et Mazet-Sonilhac (2020)

Notes : Les entreprises dont la part de la dette à long terme à renouveler l'année du choc est supérieure à la médiane de l'échantillon forment le groupe traité tandis que les autres forment le groupe de contrôle

Ces résultats soulignent l'importance de la structure de financement des grandes entreprises non financières et des conditions de financement externes parmi les déterminants de l'investissement. La politique monétaire, via le canal du crédit, peut donc jouer un rôle central, notamment en période de crise, dans la dynamique de l'investissement.

À titre d'exemple, [Duquerroy et Mazet-Sonilhac \(2020\)](#) montrent que l'impact de la crise de 2011-2012 sur l'investissement a été moins important que celui de 2008 : ce résultat suggère que les mesures de politique monétaire non conventionnelles de 2012 ont aidé à restaurer le canal des prêts bancaires (Cf. [Andrade et al. \(2017\)](#), [Cahn et al. \(2017\)](#)).

C'est également le sens des mesures prises par la Banque Centrale Européenne depuis le début de la crise du Covid-19. En particulier, le programme d'urgence d'achats d'obligations (le PEPP) - introduit en mars 2020 - et les nouvelles opérations ciblées de refinancement à

plus long terme (TLTRO III) ont permis de préserver la capacité des entreprises à emprunter sur les marchés obligataires ou auprès des banques à des conditions restant très avantageuses.