

150

REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE

REVUE TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION EUROPE
FINANCES RÉGULATIONS N° 150
2^e TRIMESTRE 2023

LE FINANCEMENT DES PME : ACTUALITÉ ET PERSPECTIVES

Quelle situation financière des PME dans un univers financier mouvant ?

Les conditions d'accès au marché du crédit bancaire
Nécessité et nouveauté du financement par fonds propres
Apports de garanties et financements publics
Quels défis pour le financement des PME ?

● **Chronique d'histoire financière** ● **Finance et littérature**

*Répudiation ! La crise de la dette
de la guerre de Sécession
des États-Unis, 1865-1870*

*Relire Stendhal :
initiative et responsabilité*

● **Articles divers**

*L'interconnexion du système
financier européen :
le pire est-il derrière nous ?*

*La dimension institutionnelle
refoulée du Bitcoin*

ASSOCIATION EUROPE-FINANCES-RÉGULATIONS

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901, déclarée le 11 septembre 2008 (J.O. du 11 octobre 2008)

Siège social : 28 place de la Bourse, 75002 Paris

MEMBRES

Membres : Agence française de développement, Akeance Consulting, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France - ACPR, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, BlackRock France, BNP Paribas, Bredin Prat, Caisse des dépôts et consignations, CCR, Citadel asset management, Citigroup, CNP Assurances, Covéa, Crédit mutuel alliance fédérale, Crédit mutuel Arkea, Direction générale du Trésor, EDF, Engie, Euronext, Gide Loyrette Nouel, Goldman Sachs Paris, HSBC, KPMG, Kramer Levin, La Banque Postale, Linklaters LLP, Mazars, Moody's, Morgan Stanley, Natixis-BPCE, Paris Europlace, Scor, Société Générale, Sopra Steria Next, Tikehau Capital, Viel & Cie.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Présidente : Pervenche Berès

Conseiller spécial de la Présidente : Édouard-François de Lencquesaing

Personnalités qualifiées : Benoît Coeuré et Didier Valet

Membres de droit : Autorité des marchés financiers, Banque de France - ACPR, Paris Europlace

Membres administrateurs : Amundi, Axa, BNP Paribas, Bredin Prat, Caisse des dépôts et consignations, Covéa, EDF, Engie, Euronext, Mazars, Morgan Stanley, Natixis-BPCE, Société Générale

En qualité de censeur : Direction générale du Trésor

Délégués généraux de l'Association : Michel Cojean et 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*

Marc d'Andlau, *Managing director, Goldman Sachs Paris*

Marie-Anne Barbat-Layani, *Présidente, Autorité des marchés financiers*

Pervenche Berès, *Présidente, AEFR*

Aff Chelbi, *Président, Comité des Risques, Banque internationale arabe de Tunisie*

Benoît Coeuré, *Président, Autorité de la concurrence*

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

Bernard Gannier, *Président, Finance Innovation*

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

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-Commission européenne*

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

Elyès Jouini, *Professeur, Université Paris-Dauphine*

Hans-Helmut Kotz, *Senior Fellow, Leibniz Institute for Financial Research SAFE,*

Center for Financial Studies, Université de Harvard

Benoît de La Chapelle-Bizot, *Directeur des Affaires publiques, Groupe BPCE*

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

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

Robert Ophèle, *Président, Autorité des normes comptables*

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*

Odile Renaud-Basso, *Présidente, BERD*

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

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 GARANTIES DE CRÉDIT DE L'UNION EUROPÉENNE AVANT ET APRÈS LA CRISE DE LA COVID-19 : RÔLE ET IMPACT

JULIEN BRAULT*

Les garanties de crédit ont été l'une des principales politiques de soutien aux petites et moyennes entreprises (PME) pendant la crise de la Covid-19. Leurs effets sont actuellement en débat (Demmou et Franco, 2021). La recherche sur les garanties de crédit pâtit de difficultés d'accès aux données et aux méthodes appropriées (Adams et Vogel, 1997). Cet article établit un bilan des conclusions de quatre études publiées dans le cadre des *EIF Working Paper Series* : Asdrubali et Signore (2015), Bertoni *et al.* (2018), Bertoni *et al.* (2019) et Brault et Signore (2019).

169

Ces études examinent l'impact sur les PME des garanties de crédit de l'Union européenne entre 2002 et 2016 en France, en Italie, dans le Benelux, dans les pays nordiques, et en Europe centrale et sud-orientale. Les auteurs utilisent des techniques d'appariement par score de propensity et de différence dans la différence afin d'évaluer l'impact

* Chercheur, Fonds européen d'investissement (FEI). Contact : j.brault@eif.org.

Cet article a bénéficié des commentaires et ajouts de nombreux collègues. Que soient particulièrement remerciés Simone Signore (FEI), Helmut Kraemer-Eis (FEI), David González Martín (FEI), Gunnar Mai (FEI), Luís Broegas Amaro (FEI) et Eliisa Pavlova (FEI). Cet article a également bénéficié des contributions du professeur Massimo Gaetano Colombo (Politecnico di Milano, School of Management), du professeur Fabio Bertoni (emlyon Business School) et du professeur Anita Quas (Université de Milan). Toutes les erreurs potentielles de cet article sont uniquement le fait de l'auteur.

Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position du Fonds européen d'investissement ou de la Banque européenne d'investissement.

des prêts garantis sur la survie, les actifs, l'emploi, les ventes, les bénéfiques, la productivité et la propension à innover des entreprises. Les résultats sont décomposés par pays, région, secteur et taille des entreprises.

Dans un premier temps, nous évaluons le rôle des garanties de crédit avant et après la récession de la Covid-19. Dans un deuxième temps, nous tirons un bilan de l'impact des garanties de crédit pré-Covid-19 de l'Union européenne. Enfin, la dernière partie compare cet impact dans le temps et l'espace.

LES GARANTIES DE CRÉDIT DE L'UNION EUROPÉENNE AVANT ET APRÈS LA CRISE SANITAIRE DE LA COVID-19

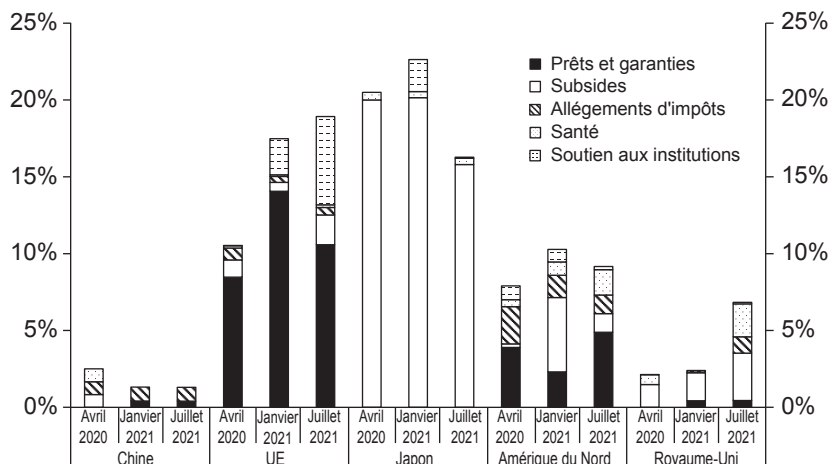
Les garanties de crédit comme réponse fiscale à la crise de la Covid-19

À la suite de la crise de la Covid-19, la BCE prévoyait que les prêts aux entreprises bondiraient de 3 % et la part des crédits garantis parmi les crédits totaux de 8 % en Europe. Budnik *et al.* (2021) prévoyaient que les prêts garantis représenteraient 12 % des prêts totaux en 2020. Un inventaire des politiques fiscales post-Covid-19 dévoile une prévalence de cet instrument, mais aussi de grandes différences entre pays. Les États membres de l'Union européenne avaient promis 11 % de leur PIB en prêts garantis à la date de juillet 2021, contre seulement 5 % aux États-Unis. En avril 2020, l'Union européenne a lancé un Fonds européen de garantie de 25 Md€ à travers le Groupe Banque européenne d'investissement. Ce programme avait pour but de soutenir 200 Md€ d'investissements, en particulier dans les PME. Environ la moitié du programme a été déployée via le Fonds européen d'investissement (FEI).

Les garanties de crédit pré-Covid-19 dans l'Union européenne

L'essor des garanties de crédit est une tendance de long terme qui s'est affirmée lors de la crise financière de 2008, notamment en Europe. Elles visent prioritairement les PME, qui représentent un tiers des flux de prêts en Europe. Les garanties de crédit sont un substitut à un collatéral insuffisant, permettant de réduire le rationnement du crédit, particulièrement lors d'une crise. Les garanties déployées pendant la récession de la Covid-19 visaient, elles, à faire croître les entreprises sur le long terme, mais leur objectif principal était de court terme : préserver l'accès au crédit, assurer la survie des entreprises et lisser dans le temps l'impact de la Covid-19.

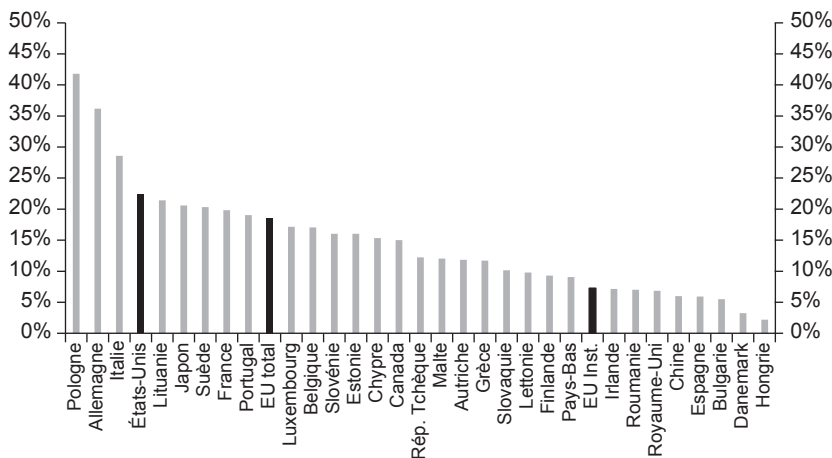
Graphique 1
Promesses de réponses fiscales à la Covid-19 par aire géographique et types de politique en part du PIB



Sources : Fonds monétaire international (FMI) ; Banque européenne d'investissement (BEI) ; calculs de l'auteur¹.

Graphique 2
Promesses de réponses fiscales à la Covid-19 par pays en part du PIB en juillet 2021

171



UE : (mesures des États membres + mesures des institutions européennes)/PIB de l'Union européenne (UE). EU Inst. : institutions européennes.

Sources : FMI ; BEI ; calculs de l'auteur.

ÉVALUER L'IMPACT DES GARANTIES DE CRÉDIT DE L'UNION EUROPÉENNE

Données et méthodes

Le FEI déploie les garanties de crédit de l'Union européenne en contre-garantisant des portefeuilles de prêts d'intermédiaires financiers. En réduisant les risques, il améliore l'accès au crédit pour les PME et soutient l'innovation, la croissance et l'emploi. Les programmes européens coexistent avec une large palette de programmes nationaux. L'Union européenne a garanti depuis 1998 environ 50 Md€ de prêts à travers les programmes G&E, *Multi-Annual Programme* (MAP), *Competitiveness and Innovation Programme* (CIP) et *Competitiveness of Small and Medium Enterprises* (COSME). Les programmes étudiés ici, MAP et CIP, ont soutenu 24 Md€ de prêts, environ 0,5 % des prêts aux PME européennes pendant la période. Tous les bénéficiaires de ces prêts sont des PME. Nous centrons notre étude sur la France, l'Italie, le Benelux, les Pays nordiques et les Pays d'Europe orientale et sud-orientale².

Dans un premier temps, les données du FEI sur un million de prêts garantis sont reliées aux comptes d'entreprises d'Orbis. Il s'agit d'environ 60 % des prêts totaux de ces programmes, pour un montant de 22 Md€. Un groupe de contrôle est constitué grâce à des techniques d'appariement qui simulent le processus d'allocation des prêts. Le groupe de contrôle représente l'évolution des entreprises traitées si elles n'avaient pas reçu le prêt garanti. La valeur à mesurer est l'effet de traitement moyen, la différence moyenne entre le groupe de contrôle et le groupe traité, dénommé « impact » dans le reste de l'article. Cette différence est calculée grâce à la méthode de la différence dans la différence. L'analyse vise à répondre à trois questions principales :

- les PME ont-elles crû plus rapidement (que sans le programme) grâce au prêt garanti ?
- les PME sont-elles devenues plus résilientes (qu'elles ne l'auraient été) après la garantie ?
- les PME ont-elles amélioré leur développement de long terme en termes d'innovation et de productivité ?

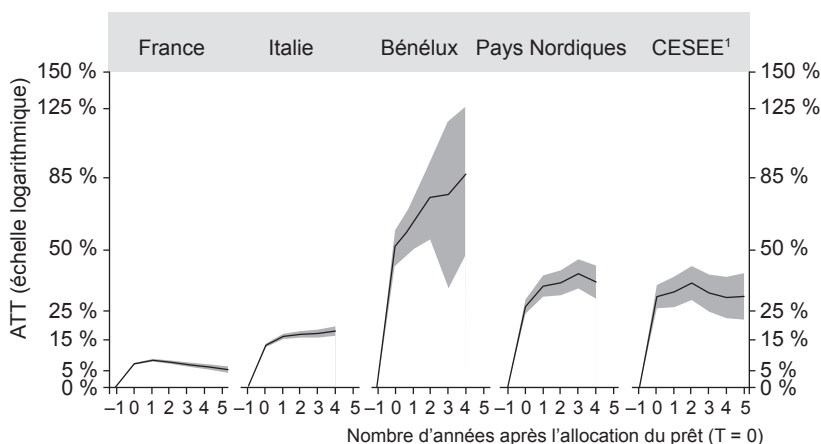
L'impact des programmes MAP et CIP de l'Union européenne (2002-2016)

Les garanties de crédit du FEI ont, en moyenne, eu un impact positif sur la croissance des entreprises qui en ont bénéficié, que ce soit en termes d'actifs, de chiffre d'affaires et d'emploi (cf. graphiques 3 *infra* et Brault et Signore, 2019, p. 16). Les prêts garantis ont diminué la probabilité de faillite de manière significative d'entre 4 % et 5 %

(Bertoni *et al.*, 2018, p. 7 ; Bertoni *et al.*, 2019, p. 21). Les actifs intangibles croissent après les prêts garantis (cf. graphiques 4 *infra*). Le ratio d'actifs intangibles sur actifs totaux, qui permet d'approximer le poids de l'innovation dans l'entreprise, croît en moyenne d'un tiers par rapport au ratio initial (Bertoni *et al.*, 2019, p. 20), sans différences géographiques majeures. Les effets des prêts sur la productivité sont hétérogènes. Un effet négatif de court terme est partiellement compensé sur le long terme. En France, la productivité totale des facteurs diminue à court terme, se rétablit à moyen terme et augmente significativement à long terme (cf. graphiques 4 *infra*). Les prêts garantis ne semblent pas avoir eu un impact clair sur la rentabilité, voire avoir eu un impact parfois négatif (cf. graphiques 4). L'hétérogénéité entre pays peut s'expliquer par la grande diversité des PME bénéficiaires. Les prêts garantis ont eu des effets bien plus positifs pour les entreprises plus petites et plus jeunes (Brault et Signore, 2019, p. 21).

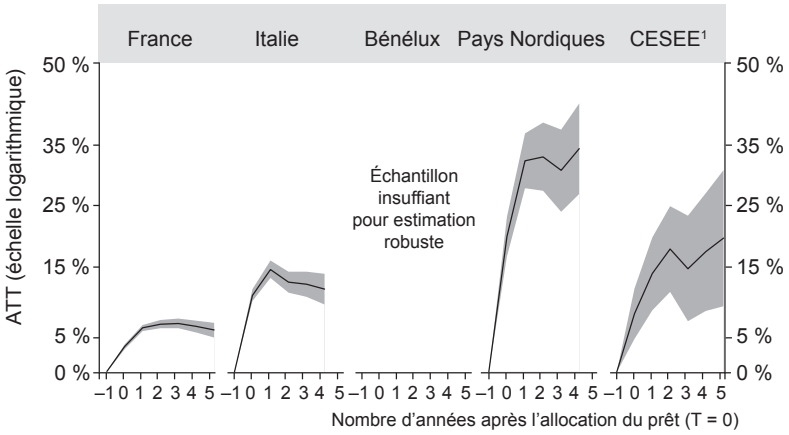
Graphiques 3
Effet de traitement moyen (ATT) sur la taille économique des entreprises,
par pays ou groupe de pays

Graphique 3a
ATT sur les actifs totaux



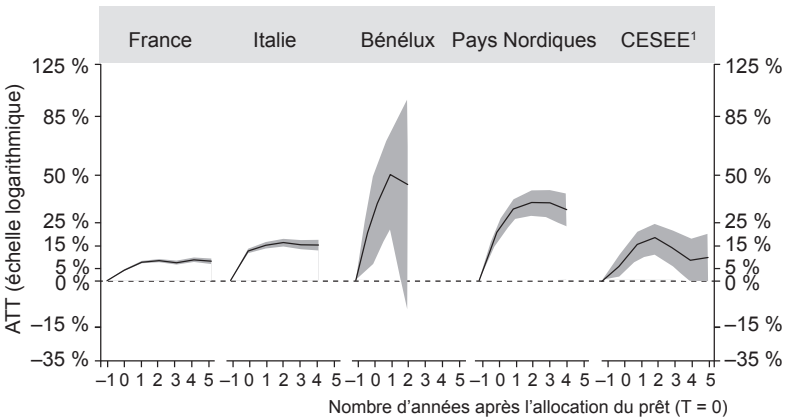
¹ CESEE : Pays d'Europe orientale et sud-orientale.

Graphique 3b
ATT sur le chiffre d'affaires



¹ CESEE : Pays d'Europe orientale et sud-orientale.

Graphique 3c
Effet de traitement moyen sur le coût de l'emploi



¹ CESEE : Pays d'Europe orientale et sud-orientale.

Note : les graphiques montrent l'effet de traitement estimé des prêts garantis sur la taille économique (ligne noire) et son intervalle de confiance de 95 % (zone grisée), de l'année du traitement jusqu'à la quatrième année après le traitement. Une échelle logarithmique est utilisée. Pour la méthodologie précise, se référer aux études citées.

Source des trois graphiques : Brault et Signore (2019).

Les différences d'amplitude de l'impact entre pays se réduisent après un contrôle des secteurs, des âges et des tailles des entreprises (Brault et Signore, 2019, p. 22). Les spécificités des paysages sectoriels et des méthodes d'allocation des intermédiaires financiers semblent moduler l'impact des garanties. De plus gros prêts conduisent à un plus fort impact (Brault et Signore, 2019, p. 21). Les effets sont plus forts pour les services comparés à l'industrie. L'impact n'est pas plus fort pour les

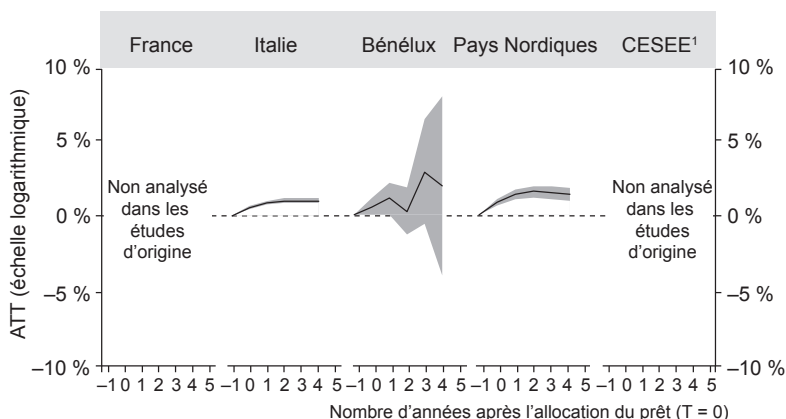
secteurs de haute technologie (Bertoni *et al.*, 2019, p. 29). En France, les conditions macroéconomiques ont une influence très limitée sur l'impact des prêts garantis (Bertoni *et al.*, 2019, p. 6)³.

La productivité totale des facteurs dans les pays d'Europe centrale et du sud-est diminue de 10 % à court terme (cf. graphiques 4). Cet effet négatif diminue par la suite. En France, la productivité totale des facteurs diminue à court terme, puis augmente à long terme. L'impact sur la rentabilité est inexistant ou négatif, mais les résultats sont incertains à part pour les pays nordiques (cf. graphiques 4).

Graphiques 4

Effet de traitement moyen sur le ratio « actifs intangibles/actifs totaux », la productivité et la rentabilité

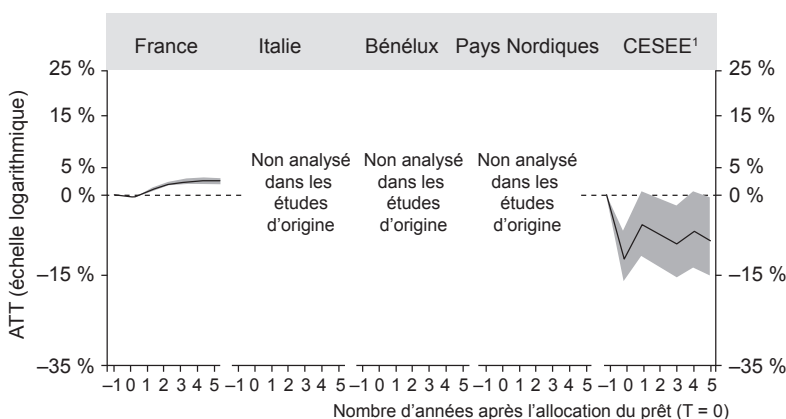
Graphique 4a
ATT sur les actifs intangibles



175

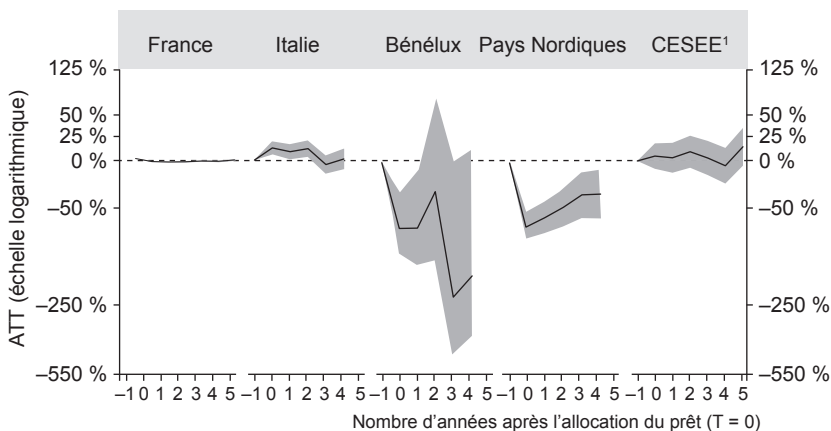
¹ CESEE : Pays d'Europe orientale et sud-orientale.

Graphique 4b
ATT sur la productivité totale des facteurs



¹ CESEE : Pays d'Europe orientale et sud-orientale.

Graphique 4c
ATT sur les profits et la rentabilité mesurée par le rendement sur actifs (ROA)



¹ CESEE : Pays d'Europe orientale et sud-orientale.

Note : les graphiques montrent l'effet de traitement estimé des prêts garantis sur l'innovation, la productivité et la rentabilité, de l'année du traitement jusqu'à la quatrième année après le traitement. Une échelle logarithmique est utilisée. Pour la méthodologie précise, se référer aux études citées. Ces graphiques montrent l'estimation de l'effet du traitement (la ligne noire) ainsi que son intervalle de confiance de 95 % (zone grisée).

Source des trois graphiques : Brault et Signore (2019).

COMPARAISONS DANS L'ESPACE ET DANS LE TEMPS

Comparaison entre différents programmes

Une comparaison entre études existantes (cf. tableau *infra*) montre la significative hétérogénéité de l'impact des garanties. La positivité de l'effet sur l'emploi, le chiffre d'affaires et la survie rapportée ici et dans les études sur les garanties du FEI (Asdrubali et Signore, 2015 ; Bertoni *et al.*, 2018 ; Bertoni *et al.*, 2019) est en ligne avec les autres études disponibles. Les effets sur le chiffre d'affaires sont, dans les autres études, soit non significatifs, soit d'une amplitude moindre que l'effet des programmes du FEI étudiés ici. L'amplitude des effets sur l'emploi est en moyenne plus faible dans les autres études que dans les programmes du FEI (16,5 %, contre 17,25 %). L'amplitude des effets sur la survie en France pour les programmes du FEI est de 5 %, alors qu'elle est de 8 % pour le programme national étudié par Lelarge *et al.* (2010). Ces différences s'expliquent probablement par les différentes caractéristiques des entreprises ciblées.

L'une des leçons de cette évaluation est que les différences d'impact ont beaucoup à voir avec les intermédiaires financiers qui déploient ces programmes. Différents objectifs des intermédiaires, différentes stratégies d'allocation dues aux caractéristiques de leurs emprunteurs traditionnels, sont en jeu. Dans ce cadre, les garanties de l'Union

Tableau
Comparaison entre les effets de quelques programmes
de garanties de crédit dans le monde

Études	Pays (programme)	Période	Nombre d'entreprises /prêts	Effet sur :			
				Emploi	Ventes	Profits	Survie
Allinson <i>et al.</i> (2013)	Royaume-Uni (EFG) ^a	2009	411 PME	ns	ns	nd	nd
Bah <i>et al.</i> (2011)	Macédoine (USAID) ^b	1992-2007	100 PME	+26 %	nd	nd	nd
Blasio <i>et al.</i> (2017)	Italie (FdG) ^c	2009-2014	60 000 PME	nd	nd	nd	nd
Brown et Earle (2017)	États-Unis (SBA) ^d	1990-2009	930 200 prêts	+10 %	nd	nd	nd
Cassano <i>et al.</i> (2013)	Pays d'Europe centrale et orientale (BERD- Est) ^e	2001-2004	1 272 PME	+14 %	+8 %	+9 %	nd
Lelarge <i>et al.</i> (2010)	France (SOFARIS) ^f	1989-2000	26 000 PME	+16 %	nd	nd	+8 %
Martin-Garcia et Santor (2019)	Espagne ^g	2009-2015	2 934 PME	nd	+4 %	nd	nd
Asdrubali et Signore (2015)	Pays d'Europe centrale et orientale (MAP)	2003-2008	14 467 prêts	+17 %	+20 %	ns	nd
Bertoni <i>et al.</i> (2018)	France (MAP, CIP)	2003-2016	148 855 prêts	+8 %	+6 %	-0,6 %	+5 %
Bertoni <i>et al.</i> (2019)	Benelux (MAP, CIP)	2001-2006	11 301 prêts	ns	nd	ns	nd
Bertoni <i>et al.</i> (2019)	Pays nordiques (MAP)	2001-2006	12 421 prêts	+30 %	+35 %	-36 %	nd
Bertoni <i>et al.</i> (2019)	Italie (MAP, CIP)	2001-2014	150 385 prêts	+14 %	+12 %	ns	nd

Note : voir Brault et Signore (2019) pour les détails des méthodes d'évaluation.

ns : pas d'effet significatif 0,05 ; nd : non disponible.

^a *Enterprise Finance Guarantee Programme* de la British Business Bank. ^b PME soutenues par l'United States Agency for International Development. ^c Garanties de crédit allouées par le Fondo di Garanzia. ^d Prêts soutenus par la Small Business Administration ; ^e PME soutenues par la BERD en Bulgarie, en Géorgie, en Russie et en Ukraine. ^f Garanties de crédit du programme SOFARIS. ^g Prêts garantis par Avalmadrid.

Source : Brault et Signore (2019).

européenne sont complémentaires des garanties nationales en ce qu'elles contribuent à la réduction de la divergence entre États. Un programme européen commun permet également des comparaisons d'impacts transnationaux.

Comparaison entre pré- et post-Covid-19

Les études synthétisées ici (Asdrubali et Signore, 2015 ; Bertoni *et al.*, 2018 ; Bertoni *et al.*, 2019 ; Brault et Signore, 2019) aussi bien que les autres études existantes montrent que les garanties de crédit promeuvent la croissance et l'emploi des entreprises. Cependant, les effets sur la productivité sont ambivalents, surtout à court terme. Demmou et Franco (2021) trouvent également que les grands programmes de garanties sont associés à une moindre réallocation du crédit et de l'emploi vers les entreprises les plus productives. Altavilla *et al.* (2021) montrent que les prêts garantis ont pris le relais de prêts non garantis à des entreprises plus risquées. Les garanties de crédit ont probablement été un outil efficace post-Covid pour assurer la survie des entreprises. Cependant, les divergences en termes d'amplitude des programmes, de caractéristiques des entreprises bénéficiaires et de capacités fiscales des États appellent à une réponse politique. Les garanties de crédit au niveau de l'Union européenne peuvent partiellement compenser ces hétérogénéités en matière de réponse fiscale.

178

À long terme, une transition vers des instruments d'investissement en capital pourrait permettre de traiter les problèmes de productivité mentionnés, notamment pour les petites et jeunes entreprises dans des secteurs en croissance. Les politiques américaines de soutien en capital semblent avoir permis une réallocation sectorielle plus rapide. Cependant, une transition vers le soutien en capital nécessiterait une amélioration de la situation fiscale des États européens, particulièrement s'agissant des États les plus endettés.

CONCLUSION

Les études citées ici apportent une preuve contrefactuelle que les programmes (pan)européens de garanties de crédit ont effectivement amélioré la croissance des entreprises et leurs chances de survie. Ces effets sont particulièrement visibles pour les petites et jeunes PME. Le ratio d'actifs intangibles des entreprises soutenues croît. Cependant, les effets sur la productivité sont en U, avec des effets de court terme négatifs. L'impact sur la rentabilité est ambivalent. Les différences d'impact entre pays sont significatives. Elles semblent provenir des différences sectorielles et de la manière dont les garanties sont allouées.

Ces résultats pointent les bienfaits mais aussi les risques des programmes de garanties post-pandémiques. Efficaces pour réduire les

faillites et réorienter le marché en faveur des PME, ces programmes permettent effectivement d'aider les entreprises les plus vulnérables, les plus jeunes, et les plus petites. Cependant, malgré cet essor des actifs intangibles, les garanties semblent avoir des effets plus nuancés sur la productivité et la rentabilité.

De ce fait, les programmes de garanties ne sont pas une solution tout-en-un, tout particulièrement dans une situation de divergences entre États. Les programmes européens de garantie peuvent permettre d'atténuer ces divergences d'impact entre pays, mais des solutions politiques alternatives sont probablement nécessaires. L'avenir des garanties post-Covid repose sur un arbitrage délicat. L'expiration prématurée de ces programmes pourrait entraîner une vague de faillites. Cependant, des extensions inconsidérées pourraient accroître les risques de zombification. Le soutien en capital est une solution possible, en particulier pour les entreprises de haute technologie et en croissance. Une autre solution serait un resserrement des critères d'éligibilité dans le but de réduire les risques d'aléa moral (Aiyar *et al.*, 2021).

Finalement, il s'agit de combler le manque actuel d'évaluations harmonisées des impacts des programmes de garanties. La question du ciblage des garanties par les intermédiaires est particulièrement intéressante. Il s'agit également d'expliquer l'impact ambivalent sur la productivité et l'absence d'effet positif incontestable sur la rentabilité. Enfin, il s'agirait de comparer l'efficacité fiscale des garanties comparées à d'autres politiques. L'utilisation des registres d'entreprises des banques centrales pourrait permettre de répondre à certaines de ces questions. Notamment il s'agirait de comparer l'évolution des entreprises bénéficiaires aux entreprises ayant bénéficié d'autres programmes, de garanties ou autres.

179

22 mai 2023

NOTES

1. Note : ne sont comptées que les politiques explicitement quantifiées. Sont quantifiés les engagements totaux des États liés à la Covid à une date donnée. Les données sont donc cumulatives. L'Amérique du Nord englobe les États-Unis et le Canada. Concernant les garanties de crédit, si à la fois le montant garanti et le montant de prêts totaux sont donnés, le montant retenu est le montant total des prêts soutenus. *Prêts et garanties* : prêts directs et garanties de crédit. *Subventions* : subventions aux employés et aux entreprises, dépenses sociales, assurance chômage, soutiens à la reprise de l'activité. *Soutien aux institutions* : soutiens aux gouvernements locaux et aux gouvernements étrangers (et aux États nationaux dans le cas de l'Union européenne).

2. La liste complète des pays concernés est la suivante : Belgique, Bulgarie, Danemark, Estonie, Finlande, France, Hongrie, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Pologne, Roumanie, Slovaquie, Slovénie, Suède, Tchéquie.

3. Ces résultats sont tirés de trois études de première main : Bertoni *et al.* (2019) (Italie, Benelux, Pays nordiques) : les résultats n'ont pas été calculés pour la productivité totale des facteurs par manque de données disponibles. Bertoni *et al.* (2018) (France) et Asdrubali et Signore (2015) : les résultats pour la productivité totale des facteurs ont été calculés. Les résultats de ces trois études sont présentés de manière synthétique dans Brault et Signore (2019).

BIBLIOGRAPHIE

ADAMS D. et VOGEL R. (1997), « The Benefits and Costs of Loan Guarantee Programs », *The Financier*, vol. 4, n° 1 et 2, février, pp. 22-29.

AIYAR S., DAO M., JOBST A., MINESHIMA A., MITRA S. et PRADHAN M. (2021), « Covid-19: How Will European Banks Fare? », FMI, *Departmental Paper*.

ALLINSON G. F., ROBSON P. et STONE I. (2013), « Economic Evaluation of the Enterprise Finance Guarantee (EFG) Scheme », Department for Business, Innovation and Skills Project Report.

ALTAVILLA C., ELLUL A., PAGANO M., POLO A. et VLASSOPOULOS T. (2021), « Loan Guarantees, Bank Lending and Credit Risk Reallocation », CEPR, *Working Paper*.

ASDRUBALI P. et SIGNORE S. (2015), « The Economic Impact of EU Guarantees on Credit to SMEs: Evidence from CESEE Countries », EIF, *Working Paper*, n° 2015/29.

BAH E., BRADA J.C. et YIGIT T. (2011), « With a Little Help from our Friends: the Effect of USAID Assistance on SME Growth in a Transition Economy », *Journal of Comparative Economics*, n° 39, pp. 205-220.

180

BERTONI F., BRAULT J., COLOMBO M. G., QUAS A. et SIGNORE S. (2019), « Econometric Study on the Impact of EU Loan Guarantee Financial Instruments on Growth and Jobs of SMEs », EIF, *Working Paper*.

BERTONI F., COLOMBO M. G. et QUAS A. (2018), « The Effects of EU-Funded Guarantee Instruments on the Performance of Small and Medium Enterprises – Evidence from France », EIF, *Working Paper*, n° 2018/52.

BRAULT J. et SIGNORE S. (2019), « The Real Effects of EU Loan Guarantee Schemes for SMEs: a Pan-European Assessment », EIF, *Working Paper*.

BROWN J. D. et EARLE J. S. (2017), « Finance and Growth at the Firm Level: Evidence from SBA Loans », *Journal of Finance*, vol. 72, n° 3, pp. 1039-1080.

BUDNIK K., DIMITROV I., GROSS J., JANCOKOVA M., LAMPE M., SORVILLA B., STULAR A. et VOLK M. (2021), « Policies in Support of Lending Following the Coronavirus (Covid-19) Pandemic », BCE, *Occasional Papers Series*.

CASSANO F., JOEVEER K. et SVEJNAR J. (2013), « Cash Flow vs. Collateral-Based Credit », *Economics of Transition*, vol. 21, pp. 269-300.

DE BLASIO G., DE MITRI S., D'IGNAZIO A., FINALDI RUSSO P. et STOPPANI L. (2017), « Public Guarantees on Loans to SMEs: an RDD Evaluation », Bank of Italy, *Working Papers*, n° 1111.

DEMMOU L. et FRANCO G. (2021), « From Hibernation to Reallocation: Loan Guarantees and their Implications for Post-Covid-19 Productivity », OCDE, *Working Paper*.

LELARGE C., SRAER D. et THESMAR D. (2010), « Entrepreneurship and Credit Constraints: Evidence from a French Loan Guarantee Program », in Lerner J. et Schoar A., *International Differences in Entrepreneurship*.

MARTIN-GARCÍA R. et MORÁN SANTOR J. (2019), « Public Guarantees: a Countercyclical Instrument for SME Growth. Evidence from the Spanish Region of Madrid », *Small Business Economics*, manuscript soumis à la publication.

R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

COMITÉ DE RÉDACTION

Présidents d'honneur

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

**

Sylvain de Forges, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Esther Jeffers, *Directrice de la Rédaction*

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

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Kheira Benhami, *Directrice de la division études, stratégie et risques, AMF*

Pervenche Berès, *Présidente, AEFR*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Directeur adjoint, Direction de la Stabilité financière, Banque de France*

Arnaud de Bresson, *Chargé de mission, Paris Europlace*

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

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne*

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

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

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*

Isabelle Laudier, *Responsable, Institut pour la recherche, Groupe Caisse des Dépôts*

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

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

Sylvie Matherat, *Administratrice indépendante, Senior Global Adviser, Mazars*

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

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

Natacha Valla, *Doyenne, École du management et de l'innovation, Sciences-Po*

58 rue de Lisbonne – 75008 Paris

Site Internet : www.aefr.eu

Le financement des PME : actualité et perspectives

Introduction

NADINE LEVRATTO

PHILIPPE MUTRICY

BAPTISTE THORNARY

Quelle situation financière des PME dans un univers financier mouvant ?

Panorama du financement du tissu productif français de 2012 à 2021

CHRISTINE BONNERY

GUILAUME RICHET-BOURBOUSSE

Accès au crédit des PME depuis la grande crise financière : quels effets des nouvelles politiques monétaires et prudentielles ?

HENRI FRAISSE

JEAN-STÉPHANE MÉSONNIER

Les conditions d'accès au marché du crédit bancaire

Robustesse financière des PME et disponibilité du crédit sur le marché local : une analyse empirique sur données italiennes

MOUNIR AMDAOU

GIUSEPPE ARCURI

NADINE LEVRATTO

La relation bancaire : un atout pour le financement des petites et moyennes entreprises françaises en situation de crise

JÉRÔME COFFINET

THÉO NICOLAS

Financement relationnel et coût du crédit des PME camerounaises

HÉLÈNE EUPHRASIE ALOUANGA

GEORGES KOBOU

Nécessité et nouveauté du financement par fonds propres

La consolidation dans un secteur atomisé : un contexte propice aux financements par capitaux propres

LUDIVINE CHALENÇON

ALAIN MARION

La boîte noire de la phase de financement des PME par les *business angels* : une comparaison

France – Québec

MAAROUF RAMADAN

LUC TESSIER

Motifs du choix de *crowdfunding* par les TPE au Maroc

HIBAT-ALLAH EZZAHID

HICHAM MEGHOUAR

Apports de garanties et financements publics

Les garanties de crédit de l'Union européenne avant et après la crise de la Covid-19 : rôle et impact

JULIEN BRAULT

L'impact économique des garanties publiques sur la transmission d'entreprise : résultats empiriques sur données françaises

MATHILDE LÉ

L'impact des aides directes à la RDI sur les performances des petites et moyennes entreprises françaises

RAPHAËL CHIAPPINI

KYMBLE CHRISTOPHE

SAMIRA DEMARIA

VINCENT DORTET-BERNADET

BENJAMIN MONTMARTIN

SOPHIE POMMET

Quels défis pour le financement des PME ?

Le financement de la transition bas-carbone des PME : enjeux et défis

CATHERINE DEFFAINS-CRAPSKY

Qu'avons-nous appris en évaluant les accélérateurs de Bpifrance ?

FABRICE GILLES

YANNICK L'HORTY

FERHAT MIHOUBI

Comprendre la prise de décision pour mieux accompagner le financement des petites entreprises

MÉDÈSÈ CAROL F. GANDÉGNON

Chronique d'histoire financière

Répudiation ! La crise de la dette de la guerre de Sécession des États-Unis, 1865-1870

FRANKLIN NOLL

Finance et littérature

Relire Stendhal : initiative et responsabilité

ALAIN-GÉRARD SLAMA

Articles divers

L'interconnexion du système financier européen : le pire est-il derrière nous ?

PHILIPPE MADIÈS

MATHIS MOUREY

OLLIVIER TARAMASCO

La dimension institutionnelle refoulée du Bitcoin

AUGUSTIN SERSIRON



ISBN 978-2-37647-084-7

ISSN 0987-3368

Prix : 35,00 €



9 782376 470847