

LES LIENS ENTRE DEMANDE DE CRÉDIT ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE – LE CAS DES CRÉDITS AUX SOCIÉTÉS EN FRANCE SUR LA PÉRIODE RÉCENTE

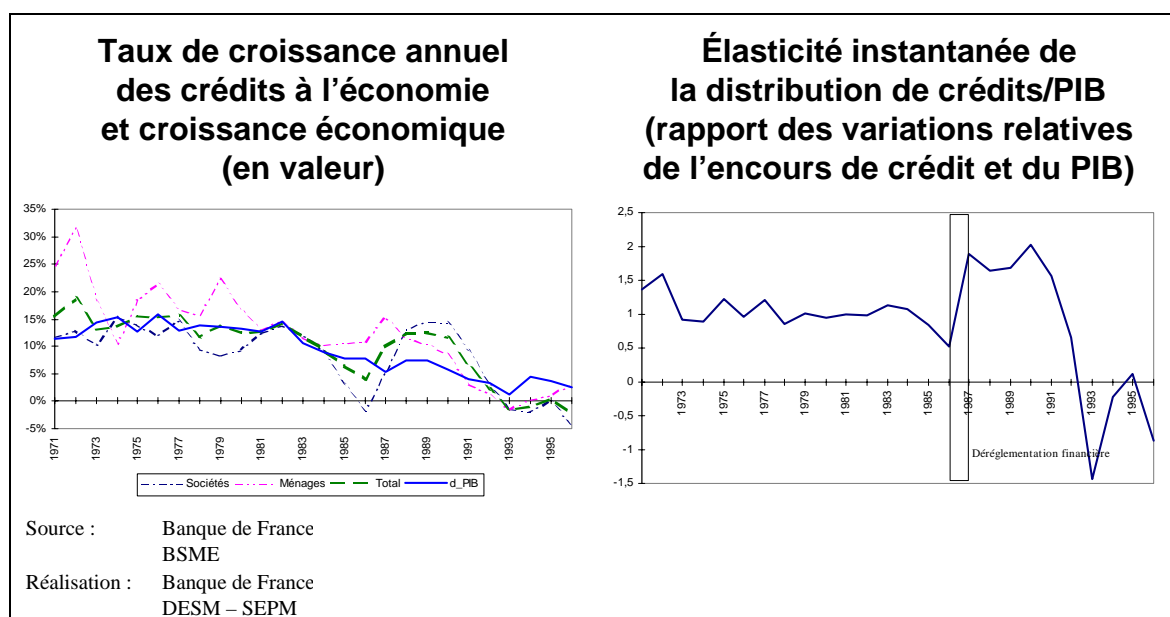
L'analyse des liens entre demande de crédit et croissance économique est délicate. L'école du « canal du crédit » défend l'idée que les évolutions de l'offre de crédit et de l'activité seraient étroitement corrélées, sans en fournir une validation empirique irréfutable. En revanche, d'autres travaux théoriques et empiriques récents suggèrent une certaine déconnexion entre l'évolution de la demande de crédit et celle du PIB.

On s'intéresse dans cet article à l'évolution de la demande de crédit des sociétés en France en 1996, qui pourrait résulter de l'influence combinée des anticipations des sociétés, qui sont longtemps restées mal orientées, et de l'écart entre coût du crédit et coût des financements de marché, qui s'est sensiblement accru.

En conséquence, une reprise de la demande de crédit des sociétés ne dépend pas seulement d'une amélioration de leurs perspectives d'activité, qui les inciterait d'abord à reconstituer leurs stocks, puis à accroître leurs capacités de production. Elle apparaît également conditionnée par l'évolution du coût des financements intermédiés relativement à celui des financements de marché.

IVAN ODONNAT
THIERRY GRUNSPAN – ADRIEN VERDELHAN
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires
Service d'Études sur la politique monétaire

Il est tentant de rapprocher l'évolution de la demande de crédit de celle du produit intérieur brut. *A priori*, ces deux flux devraient être étroitement corrélés : la croissance économique augmente les besoins à financer (investissement, consommation), améliore la solvabilité des agents économiques et, en conséquence, devrait accroître la demande de crédit. Or, depuis la deuxième partie des années quatre-vingt, ce ne semble plus être le cas.



L'élasticité instantanée (e) de la distribution de crédit par rapport au PIB nominal montre que l'évolution des crédits et celle du PIB en valeur ont été très proches en France, jusqu'au milieu des années quatre-vingt ($e \approx 1$). La déconnexion intervient ensuite, notamment à la faveur du passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers, dans laquelle l'encadrement du crédit a été supprimé et où certains agents ont la possibilité d'arbitrer entre financement bancaire et financement de marché. Ainsi, la progression nominale des crédits a été plus rapide que celle du PIB entre 1987 et 1990 ($e > 1$). Depuis le début des années quatre-vingt-dix, les crédits ont progressé plus lentement que le PIB nominal ($e < 1$), voire diminué quand celui-ci augmentait ($e < 0$, entre 1992 et 1994).

De nouveau, en 1996, l'encours des crédits à l'économie a diminué (-2,1 %), alors que la croissance économique en valeur s'est établie à 2,9 %. Cette baisse globale des crédits reflète la forte baisse des crédits aux sociétés (-4,5 %), les crédits aux ménages ayant progressé de 3,1 %. Le recul prononcé des crédits aux sociétés affecte principalement la composante « trésorerie » (-6,4 %) et, à un degré moindre, la composante « investissement » (-2,7 %).

Cette étude présente, dans une première partie, les résultats de travaux théoriques et empiriques récents qui traduisent la complexité des liens entre demande de crédit et croissance économique. Dans une seconde partie, elle analyse plus particulièrement les facteurs influençant la demande de crédit des sociétés en France sur la période récente et envisage leurs perspectives d'évolution à l'horizon de la fin 1997.

1. Un rapide inventaire des résultats des travaux théoriques et empiriques récents

L'analyse des liens entre demande de crédit et croissance économique est délicate. Les études empiriques butent le plus souvent sur deux difficultés méthodologiques. D'une part, la demande notionnelle ne peut pas être appréhendée, la résultante de l'offre et de la demande de crédit étant seule observable. D'autre part, les estimations économétriques sont rendues malaisées par le caractère endogène des variables explicatives¹.

Quelques travaux théoriques et empiriques récents suggèrent une certaine déconnexion entre l'évolution de la demande de crédit et celle du PIB. Au contraire, d'autres travaux — école du « canal du crédit » — soulignent le lien entre variation de l'offre de crédit et croissance économique, sans apporter toutefois des validations empiriques irréfutables.

1.1. Quelques travaux théoriques et empiriques récents suggèrent une certaine déconnexion entre l'évolution de la demande de crédit et celle du PIB

Le modèle *Mefisto*² de la Banque de France décrit séparément la demande de crédit des sociétés et celle des ménages, en supposant que ces agents ne sont pas contraints par des facteurs d'offre. Le tableau en annexe 1 présente les déterminants significatifs du modèle, en précisant leur influence, positive ou négative, sur la demande de crédit. *Mefisto* met en évidence :

- d'une part, des facteurs financiers ; dans le cas des sociétés, une augmentation des taux d'intérêt ou du taux d'autofinancement pèse sur la demande de crédit ; ces facteurs financiers classiques pourraient être aujourd'hui complétés par la prise en compte du *spread* entre les taux débiteurs consentis aux agents non financiers par les établissements de crédit et les taux de marché ;

- d'autre part, des facteurs liés à la demande de biens et services ; dans le cas des ménages, un accroissement de la consommation finale ou de l'investissement-logement stimule la demande de crédit.

Le rôle des déterminants réels de la demande de crédit est ambigu. Si, à l'instar de *Mefisto*, la plupart des travaux théoriques et empiriques suggèrent qu'une augmentation de l'investissement-logement ou de la consommation finale stimule la demande de crédit, la prise en compte des stocks peut conduire à une relation inattendue entre demande de crédit et croissance, une baisse de l'activité engendrant une hausse des crédits.

Ainsi, Friedman et Kuttner [1993] suggèrent qu'en début de récession, les entreprises peuvent être confrontées à des contraintes de liquidité. En raison d'une insuffisance de *cash flow*, l'accroissement du besoin en fonds de roulement lié au gonflement des stocks ne peut être financé sur ressources propres. Les entreprises ont alors recours à des crédits de trésorerie supplémentaires³.

Ce comportement a été mis en évidence empiriquement par Gertler et Gilchrist [1994] dans le cas des entreprises américaines. Ainsi, un ralentissement de la croissance, voire une baisse de l'activité, peuvent s'accompagner d'une augmentation de la demande de crédit⁴.

¹ Ainsi, lorsqu'on cherche à estimer une relation économétrique du type demande de crédit = f (activité), on bute sur le problème dit de « simultanéité » entre variables puisque la variable explicative — l'activité économique — peut elle-même être influencée par le volume des crédits dont les agents économiques disposent.

² *Mefisto* (1993), « La maquette du système financier français de la Banque de France », *Cahiers économiques et monétaires* n° 42, 1993

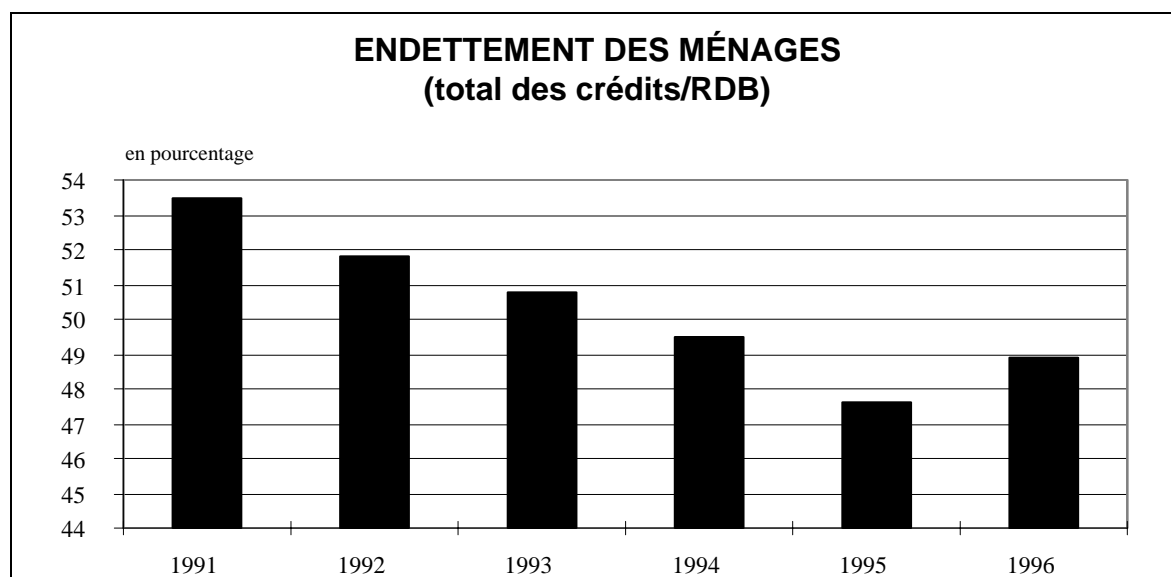
³ Friedman B. et Kuttner K. (1993), « Economic Activity and the Short-Term Credit Markets : An Analysis of Prices and Quantities », *Brooking Papers on Economic Activity*, 2

⁴ Gertler M. et Gilchrist S. (1994), « Monetary Policy, Business Cycles and the Behaviour of Small Manufacturing Firms », *Quarterly Journal of Economics*, mai

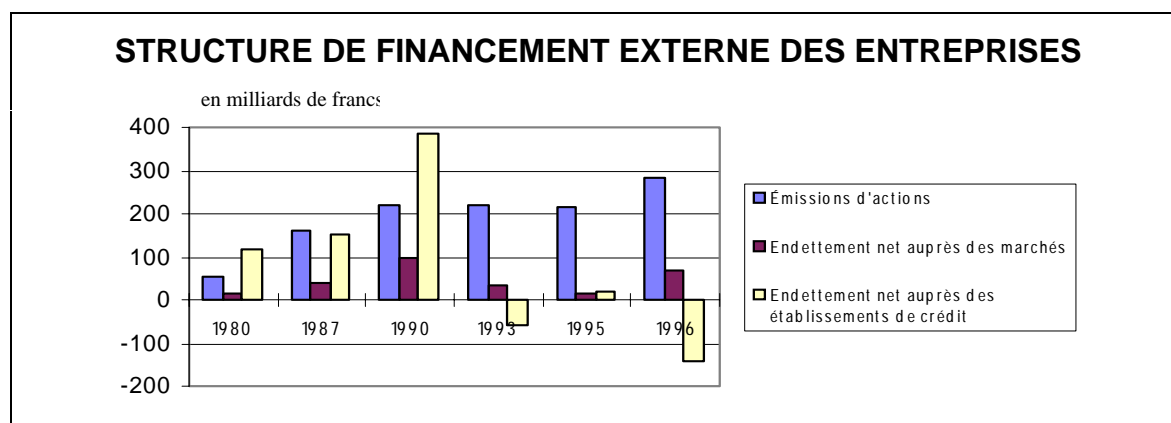
S'agissant des déterminants financiers, la croissance de l'autofinancement et le passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers ont relâché les liens entre demande de crédit et activité.

Dans le cas français, on observe que, depuis 1991, ménages et sociétés ont poursuivi une stratégie de désendettement auprès du système bancaire, après une forte augmentation des encours de crédit à la fin des années quatre-vingt ¹.

ENDETTEMENT DES MÉNAGES (total des crédits/RDB)



STRUCTURE DE FINANCEMENT EXTERNE DES ENTREPRISES



Pour les sociétés, cette stratégie s'est traduite par une augmentation de leur autofinancement et de la part des financements désintermédiés :

– d'une part, le taux d'autofinancement est durablement calé au-dessus de 100 %, alors qu'il n'était que de 62 % en 1980, cette forte hausse étant imputable non seulement à la faiblesse conjoncturelle de l'investissement, mais aussi à la déformation structurelle du partage de la valeur ajoutée au détriment des salaires et en faveur des profits (cf. annexe 4) ;

¹ Le ratio dettes bancaires/valeur ajoutée des sociétés a diminué de 85,7 % en 1991 à 69,9 % en 1996. La proportion des ménages endettés a diminué de 51,6 % en 1991 à 49,8 % en 1996.

– d'autre part, les financements désintermédiés ont pris le pas sur les financements bancaires. Ainsi, le taux d'intermédiation financière est tombé de 58 % en 1990 à 19 % en 1995 ¹.

Dans une situation de concurrence entre financement de marché et financement bancaire, on peut s'attendre à ce que la marge (*spread*) entre taux débiteurs et taux de marché devienne un facteur décisif. Si les établissements de crédit ne répercutent pas une baisse des taux de marchés sur les taux débiteurs, les entreprises qui peuvent faire appel au marché choisiront un financement désintermédié, contribuant ainsi à une diminution du financement bancaire, quel que soit le niveau d'activité.

Pour les ménages, la stratégie de désendettement s'est accompagnée d'un relatif désintérêt pour l'achat immobilier, en particulier neuf. Or, si l'achat d'un logement neuf à crédit renforce le lien entre activité et demande de crédit, l'achat à crédit d'un logement ancien, non recensé dans le PIB, contribue à le relâcher ².

1.2. Toutefois, l'école du « canal du crédit » défend l'idée que les évolutions de l'offre de crédit et de l'activité pourraient être étroitement corrélées, sans en fournir une validation empirique irréfutable

La littérature relative au canal du crédit s'est attachée à mettre en évidence le rôle joué par l'offre de crédit et suggère que l'évolution de l'offre et de la croissance économique pourraient être étroitement corrélées ³.

Dans un contexte de ralentissement de l'activité, l'offre de crédit bancaire se resserrerait. Cela pourrait résulter de deux phénomènes :

– les établissements de crédit réagissent à la contraction de leurs ressources (et notamment des dépôts collectés) par une diminution de leurs emplois (canal strict du crédit) ;

– les établissements de crédit sont confrontés à des problèmes d'asymétrie d'information, le prêteur ignorant la véritable situation financière des emprunteurs et les caractéristiques exactes des projets d'investissements envisagés ; ils peuvent se prémunir contre le risque de non-remboursement en limitant la distribution de prêts et/ou en discriminant les taux débiteurs sur la base des garanties offertes (canal large du crédit).

Ainsi, Kashyap, Stein et Wilcox [1993] ont observé, à partir de données américaines, que l'évolution du ratio crédits bancaires/(crédits bancaires + billets de trésorerie) est corrélée avec le cycle économique. Ce ratio, qu'ils dénomment ratio « *mix* », se replie dans les périodes de ralentissement de l'activité et s'accroît en phase de reprise ⁴.

Réciproquement, en agissant sur le volume et/ou le coût des financements externes, le resserrement de l'offre de crédit bancaire serait susceptible d'affecter l'investissement des entreprises, donc la croissance, en particulier lorsque celles-ci ne sont pas en mesure de lever les financements de marché alternatifs ⁵.

¹ *Rapport annuel du Conseil national du crédit et du titre* (1996), Ce taux prend en compte, au dénominateur, l'ensemble des financements accordés, y compris les émissions nettes d'actions, et, au numérateur, les financements accordés sous forme de crédits par les établissements de crédit.

² *Observatoire de l'endettement des ménages* (exercice 1996). Les crédits immobiliers demeurent toutefois la principale composante de l'endettement des ménages : 64 % des ménages endettés détiennent au moins un crédit immobilier.

³ Pour une vision plus approfondie sur le « canal du crédit », on pourra se reporter à l'article de F. Rosenwald : « L'influence de la sphère financière sur la sphère réelle : les canaux du crédit », *Supplément « Études » du Bulletin de la Banque de France*, (1^{er} trimestre 1995).

⁴ Kashyap A., Stein J. et Wilcox D. (1993), « Monetary Policy and Credit Conditions : Evidence from the Composition of External Finance », *American Economic Review*, 83

⁵ La contrainte de financement concerne surtout les PME, qui ne peuvent pas émettre des billets de trésorerie ou des obligations.

Ainsi, Bernanke [1990] a mis en évidence un pouvoir prédictif de la marge entre le taux des billets de trésorerie (*commercial paper*) et le taux des bons du Trésor américain sur la croissance future. Pour l'auteur, l'élargissement de cette marge est le signal d'une restriction de l'offre : les entreprises sont contraintes de s'orienter vers des financements alternatifs et l'accroissement des émissions de billets de trésorerie s'accompagne d'une augmentation des rendements offerts ¹.

Néanmoins, les validations empiriques de ces enchaînements théoriques apparaissent fragiles. En effet, les deux résultats — évolution du ratio « *mix* » et pouvoir prédictif de la marge — peuvent tout aussi bien s'interpréter en termes de demande de crédit.

Complétant l'analyse de Kashyap, Stein et Wilcox par une différenciation selon la taille des entreprises, Oliner et Rudebush [1994] ont montré qu'en période de récession le chiffre d'affaires des PME se détériore plus que celui des grandes entreprises, de telle sorte que le fléchissement de leur demande de crédit est de plus grande ampleur. Dès lors, la diminution du ratio « *mix* » résulterait moins d'un effet d'offre affectant la structure du financement des entreprises que d'un effet de demande lié à la taille, la part du crédit bancaire dans le financement externe des grandes entreprises étant sensiblement plus faible qu'elle ne l'est pour les PME ².

Par ailleurs, la dégradation de la situation des entreprises en début de récession se traduit par une diminution des *cash flows* (Friedmann et Kuttner, *op. cit.*). En conséquence, l'émission de billets de trésorerie résulterait davantage d'une contrainte de liquidité affectant la demande de crédit qu'elle ne répondrait à une contraction de l'offre de crédit.

2. Les déterminants de la demande de crédit des sociétés en France sur la période récente

En accord avec les enseignements de l'analyse théorique et empirique, la baisse de la demande de crédit des sociétés en France au cours des derniers mois pourrait résulter de l'influence combinée de plusieurs facteurs, de sorte que la reprise attendue de la croissance économique en 1997 n'induirait pas nécessairement un redressement rapide des crédits aux sociétés.

2.1. Les anticipations des sociétés sont longtemps restées mal orientées

Selon les enquêtes de conjoncture de la Banque de France et de l'INSEE, les perspectives personnelles des industriels ont été défavorables jusqu'au début du dernier trimestre de 1996. Combinées à la faiblesse du taux d'utilisation des capacités de production, elles expliquent l'atonie de l'investissement productif en 1996 (+ 0,5 % seulement, en valeur, en moyenne annuelle). En outre, la dégradation des perspectives de prix a favorisé un comportement de déstockage sur l'ensemble de l'année 1996 (– 23,3 milliards de francs en 1996 sur les stocks de produits manufacturés). L'essentiel du déstockage de produits manufacturés a été concentré dans le secteur des biens intermédiaires, où les producteurs et les utilisateurs ont cherché à limiter leurs stocks en raison de la faiblesse de la demande interindustrielle et de la diminution des prix de vente (– 2,8 % en 1996). Ce mouvement a fortement contribué à ralentir la croissance de la production manufacturière.

Dans ce contexte, les sociétés ont poursuivi leur désendettement. La baisse des taux d'intérêt, entamée fin 1995 et accentuée en 1996, a entraîné une réduction des frais financiers, favorable au revenu des sociétés, mais en partie compensée par la forte progression des versements effectués au titre de l'impôt sur les sociétés (maintien de la surtaxe de 10 % décidée en 1995). En conséquence, le taux d'épargne des sociétés n'a progressé que de 0,3 point en 1996, à 19,4 %. Compte tenu du recul du taux

¹ Bernanke B. (1993), « On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spreads », *New England Economic Review*, novembre-décembre

² Oliner S. et Rudebush G. (1994), « Is there a Broad Credit Channel for Monetary Policy ? », *Board of Governors of the Federal Reserve System, Working Paper* 146

d'investissement (-0,3 point en 1996), le taux d'autofinancement au sens strict (c'est-à-dire le ratio « épargne des sociétés/investissement des sociétés ») s'est renforcé de 4 points, s'établissant à 119,9 %. De façon plus significative, le taux d'autofinancement au sens large (c'est-à-dire le ratio « épargne des sociétés + transferts en capital/investissement des sociétés + acquisitions nettes de terrain + variations de stocks ») a progressé de 10 points, à 118,6 %.

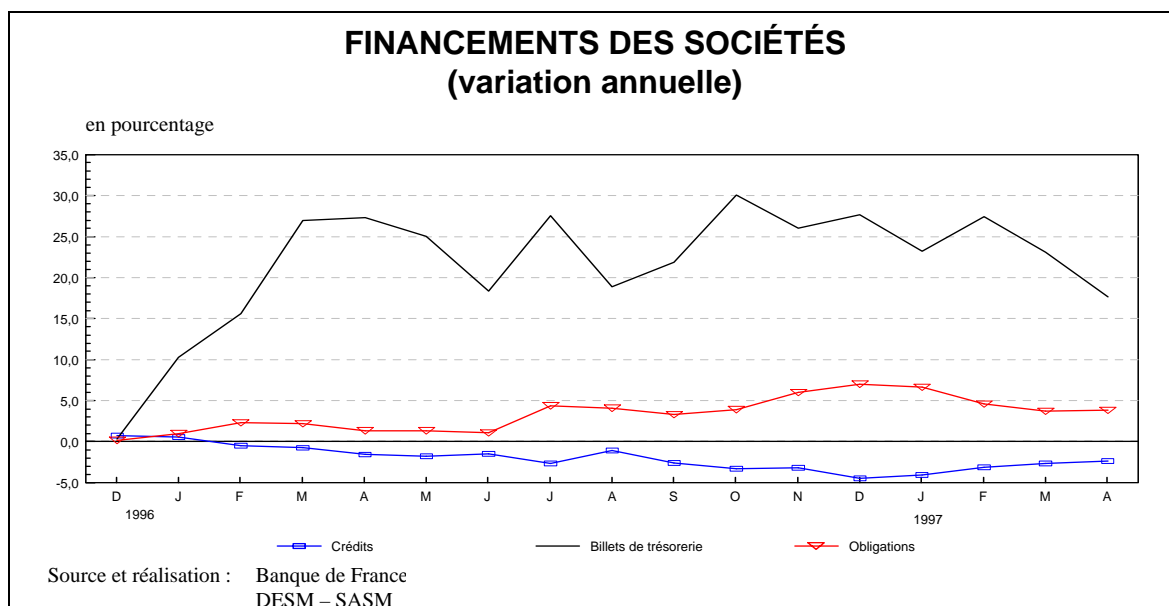
2.2. L'écart entre coût du crédit et coût des financements de marché s'est sensiblement accru

En effet, les établissements de crédit n'ont répercuté que partiellement sur les conditions débitrices à la clientèle la baisse des taux du marché monétaire observée depuis l'automne 1995.

Les résultats les plus récents de l'enquête menée par le service des Analyses et Statistiques monétaires de la Banque de France sur la structure des bilans bancaires par type de taux suggèrent que cette baisse des taux d'intérêt à court terme a amoindri le rendement net des actifs des établissements de crédit, ce qui les aurait poussés à freiner la réduction du coût des nouveaux crédits pour préserver leur marge globale. En outre, le maintien à un niveau élevé des taux réglementés, qui rémunèrent environ 40 % des ressources liquides des établissements de crédit, constitue un frein supplémentaire à la transmission des baisses de taux de marché.

Ainsi, depuis décembre 1996, le taux de base bancaire s'établit à 6,30 %, alors que le TIOP 3 mois s'établit en deçà de 3,50 %, depuis fin novembre 1996. Selon l'enquête de la Banque de France sur le coût du crédit aux entreprises, les taux moyens des prêts aux entreprises ont enregistré des baisses limitées à 1,34 point pour les découverts et 1,71 point pour l'escompte, d'octobre 1995 à janvier 1997.

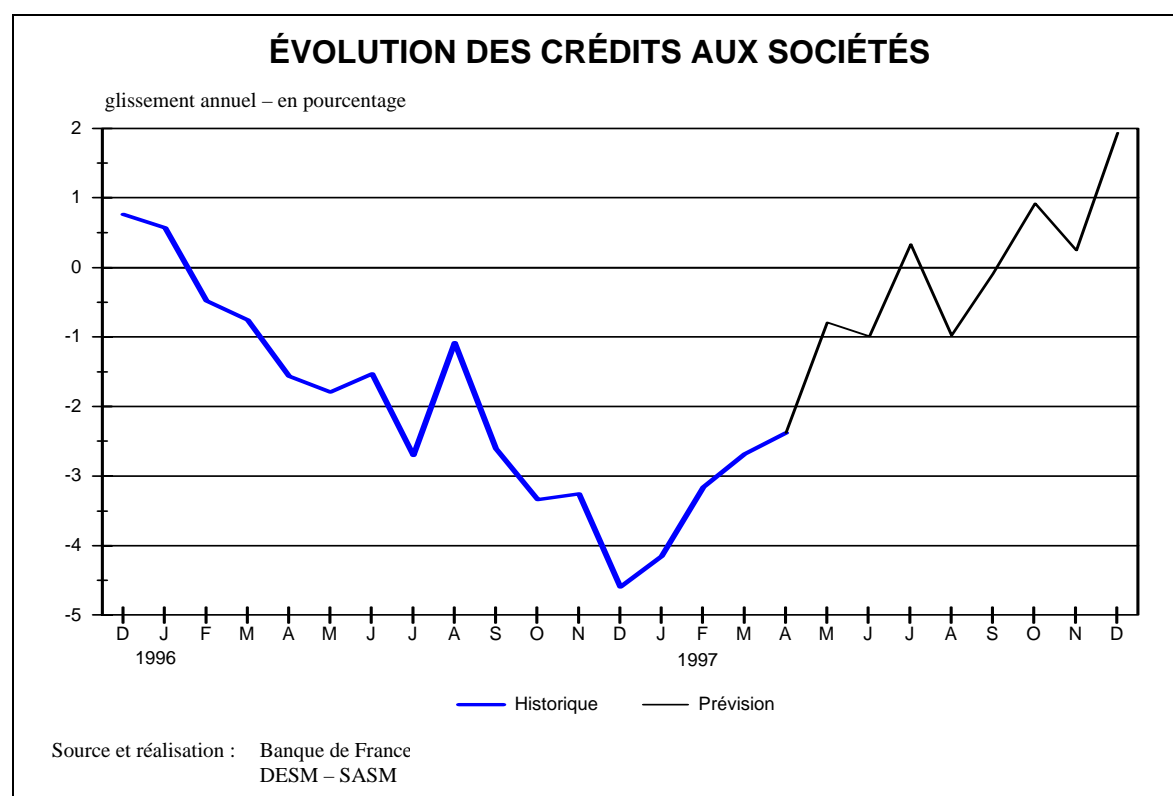
En conséquence, le recours des sociétés non financières aux financements désintermédiés s'est intensifié. Leurs émissions d'actions (cotées et non cotées) ont progressé de 31 milliards de francs en 1996 par rapport à l'année précédente. En outre, le flux net de créance émis par les sociétés (obligations, billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables) a atteint 72,2 milliards de francs (contre + 1,2 milliards en 1995). En revanche, les crédits aux sociétés ont diminué de 134,5 milliards de francs. Ainsi, compte tenu du niveau très bas où se situent aujourd'hui les taux de marché à court terme (nominiaux et réels), les entreprises ayant accès au marché tendent actuellement à privilégier très clairement les financements désintermédiés, et notamment des billets de trésorerie, au détriment des crédits accordés par les établissements financiers (cf. graphique ci-après).



En conclusion, une reprise de la demande de crédit des sociétés non financières, notamment de celles qui ont accès aux financements de marché, ne semble pas seulement dépendre d'une amélioration de leurs perspectives d'activité, qui les inciterait d'abord à reconstituer leurs stocks, puis à accroître leurs capacités de production. Dans l'hypothèse vraisemblable où seules les plus grandes entreprises obtiennent auprès des banques des conditions débitrices équivalentes à celles des marchés, certaines des entreprises ayant accès au marché ne sont pas totalement indifférentes à l'origine de leurs financements. Ainsi, une reprise de la demande de crédit de ces sociétés devrait être également conditionnée par l'évolution de la marge entre coût des financements intermédiés et coût des financements de marché. Une reprise des crédits aux PME, qui n'ont pas accès aux financements de marché et — ce qui est lié — ont une moindre capacité à négocier le coût du crédit bancaire, apparaît, quant à elle, étroitement dépendante du retournement (attendu en 1997) du cycle d'accumulation des stocks. Si ce retournement se confirme, la divergence d'évolution entre crédits aux grandes entreprises et aux PME pourrait ainsi se corriger progressivement.

2.3. Un scénario d'évolution des crédits aux sociétés à l'horizon fin 1997

On envisage un scénario d'évolution accentuant le léger regain entrevu sur le début de 1997 (cf. annexe 2 pour une présentation de la méthode).



Ce scénario, qui est en phase avec le léger regain de dynamisme observé sur les quatre premiers mois de 1997, conduirait à une progression annuelle des crédits aux sociétés de 2,0 % à fin décembre 1997. Ce résultat est naturellement contingent à la méthode adoptée. Il apparaît, toutefois, compatible avec une stabilisation des conditions monétaires à leur niveau actuel très favorable et avec les perspectives d'activité pour 1997 retenues par l'INSEE en juin dernier (+ 2,3 % en moyenne annuelle), l'accélération de la croissance économique au second semestre (+ 3 % en rythme annualisé) reflétant elle-même pour partie l'inflexion du comportement de stockage et d'investissement des industriels.

ANNEXE 1

DÉTERMINANTS DE LA DEMANDE DE CRÉDIT DES SOCIÉTÉS ET DES MÉNAGES UTILISÉS DANS LE MODÈLE *MEFISTO*

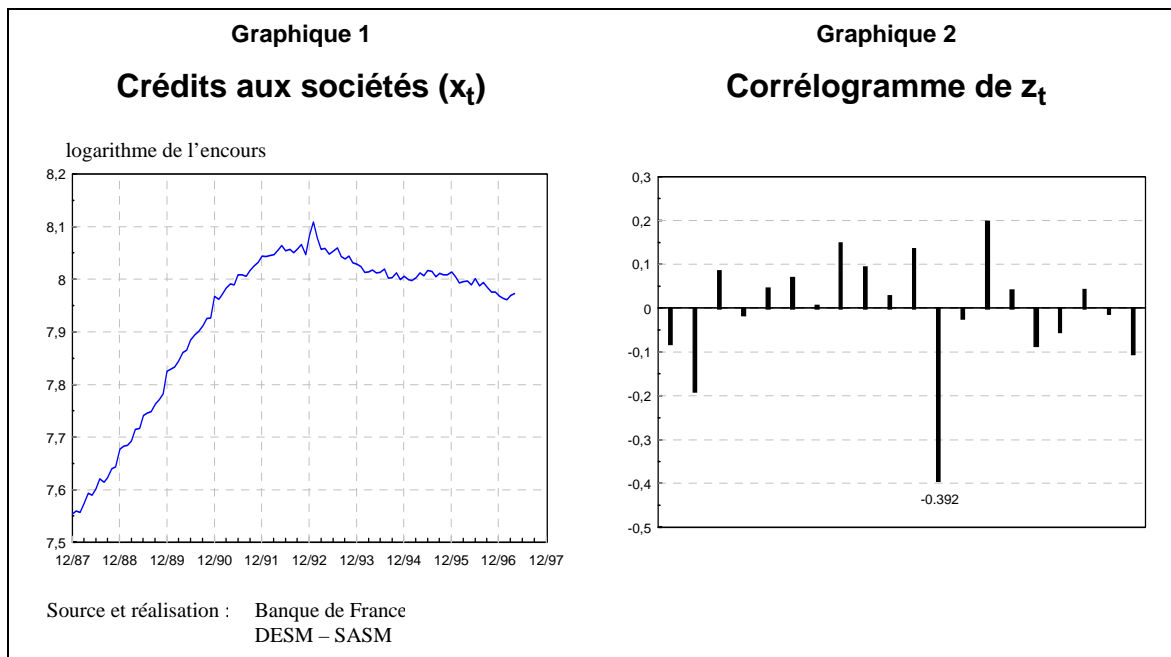
La demande de crédit des sociétés est estimée au moyen d'un modèle à correction d'erreur, associant dynamique de court terme et tendance de long terme. Pour les ménages, le modèle distingue les crédits à l'habitat des autres crédits, et en décrit uniquement les fluctuations de court terme.

Variable expliquée	MÉNAGES				SOCIÉTÉS			
	Δ (Crédits habitat/RDB)		Δ (Autres crédits/RDB)		Tendance long terme Crédits/EBE		Dynamique court terme Δ (Crédits/EBE)	
Variables explicatives	Taux d'épargne non financière	+	Taux de croissance de la consommation finale	+	Taux d'autofinancement	-	Δ taux d'autofinancement	-
	Taux de croissance du RDB en volume	-	Taux de croissance de l'investissement logement	+	Ratio « salaires/ valeur ajoutée »	+	Δ ratio « salaires/valeur ajoutée »	+
	Écart « taux obligataire – taux monétaire »	+	Δ taux monétaire	-	Taux débiteur	-	Δ (Intérêts nets/EBE)	+
	Inflation	+					Δ taux obligataire	-
						Terme de rappel	-	
						Autres facteurs	-	

ÉVOLUTION DES CRÉDITS AUX SOCIÉTÉS

Suivant la démarche proposée par Box-Jenkins, on observe que l'encours brut mensuel des crédits aux sociétés (exprimé en logarithme et dénommé par la suite x_t) présente une composante tendancielle et une composante saisonnière sur la période décembre 1987-avril 1997, ce qui nécessite d'abord le calcul de la différence annuelle $y_t = x_t - x_{t-12}$, puis le calcul de la différence première $z_t = y_t - y_{t-1}$ pour rendre y_t stationnaire (cf. graphique 1). Le corrélogramme de z_t (graphe des auto-corrélations d'ordre k en fonction du nombre de retards k) est calculé pour 100 observations effectuées sur la période janvier 1989-avril 1997. Au douzième retard, il prend une valeur qui s'écarte nettement des limites à l'intérieur desquelles on accepte l'hypothèse selon laquelle z_t est un bruit blanc (c'est-à-dire $\pm 2\sigma$, où σ est l'écart-type des auto-corrélations). Ce résultat suggère pour z_t le modèle suivant :

$$z_t = \text{constante} + \varepsilon_t - \delta\varepsilon_{t-12}, \text{ où } \varepsilon_t \text{ est un bruit blanc (cf. graphique 2).}$$



L'estimation du modèle sur la période décembre 1987-avril 1997 conduit à :

$$z_t = -0,002 + \varepsilon_t - 0,861\varepsilon_{t-12}$$

C'est ce modèle qui est utilisé en projection à partir d'avril 1997 pour calculer la progression des crédits aux sociétés jusqu'à la fin de l'année 1997. Le résultat obtenu est calé sur la borne supérieure de l'intervalle de confiance à 95 % de la prévision centrale.