

Financement et risque de défaut des entreprises durant la crise

Synthèse d'une conférence organisée
par la Banque de France et OSEO
les 9 et 10 février 2012

Denis FOUGÈRE et Patrick SEVESTRE
Direction des Études microéconomiques et structurelles

L'accès aux financements, que ceux-ci proviennent des banques ou des marchés financiers, est vital pour le maintien de l'activité des entreprises et pour son développement. Or, l'aggravation de la crise financière marquée, fin 2008, par la faillite de Lehman Brothers, a conduit à une diminution de la production de nouveaux crédits et, par voie de conséquence, du rythme de croissance de l'encours de crédit aux entreprises au cours de l'année 2009. Cette évolution, commune à de nombreux pays, a suscité un débat : la baisse observée de la production de nouveaux crédits résultait-elle d'une diminution de la demande de crédit des entreprises, suite à la réduction de leur activité et à des perspectives de croissance peu favorables ? ou bien était-elle avant tout la conséquence d'un changement de comportement des banques, dont les critères d'octroi de crédit aux entreprises seraient devenus plus stricts, du fait notamment d'un risque de défaut plus élevé ? Évaluer cette augmentation du risque de défaut des entreprises pendant la crise et en déterminer les principaux facteurs explicatifs constitue un ingrédient essentiel d'une bonne analyse de l'évolution du financement des entreprises et de ses conséquences.

C'est à ces différentes questions que se sont attachés à répondre les intervenants d'une conférence organisée les 9 et 10 février 2012 par la Banque de France et OSEO. Trois études réalisées sur des données allemandes, italiennes et françaises ont montré que seule une fraction relativement marginale des entreprises a pu être confrontée à un rationnement du crédit, même pendant la crise. Cette conclusion est d'ailleurs conforme aux résultats de l'enquête réalisée semestriellement par la Banque centrale européenne (BCE) sur l'accès des entreprises aux financements. Cela ne signifie pas que la crise n'a pas conduit les banques à modifier leur comportement en matière d'offre de crédit et de fixation des taux d'intérêt. Une étude italienne a montré que la crise a conduit les banques à modifier leur mode de fixation des taux d'intérêt, mais de façon non uniforme. Par ailleurs, des études réalisées sur données autrichiennes et espagnoles ont clairement montré que la crise n'était pas le seul élément déterminant du changement de comportement des banques. La mise en place des nouvelles règles de régulation prudentielle, communément appelées Bâle III, a également joué un rôle important. Enfin, diverses études consacrées au risque de défaut des entreprises ont montré que le taux de défaillance des entreprises a été fortement affecté par les crises économiques. Les études autrichienne, suédoise, portugaise et française présentées durant la conférence, toutes quatre réalisées à l'aide de grands échantillons de données d'entreprises, débouchent sur des résultats concordants. Les entreprises les plus récemment créées, notamment les petites et celles qui cumulent les dettes de court terme, sont les plus exposées au risque de défaillance. Ce phénomène est toutefois plus ou moins marqué selon les secteurs.

Mots clés : financement, crédit, risque de défaut, faillite

Codes JEL : E51, G21, G32, G33

NB : Le programme complet de la conférence peut être trouvé en ligne à l'adresse suivante : <http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/la-recherche/seminaires-et-colloques/firms-financing-and-default-risk-during-and-after-the-crisis.html>

La Banque de France et OSEO ont organisé les 9 et 10 février derniers une conférence sur les thèmes de l'évolution du financement des entreprises pendant la crise et de ses conséquences en termes de risques de défaut ou de faillite des entreprises. Cette manifestation a rassemblé des économistes issus à la fois du monde académique, d'institutions bancaires et d'instituts statistiques. Elle visait un double objectif. Tout d'abord, dresser un constat aussi précis que possible de l'évolution du financement des entreprises, notamment par les banques, au cours de la crise et en identifier les déterminants, tant du côté des entreprises que de celui des banques. Ensuite, tenter d'évaluer l'impact de cette évolution des financements mais aussi de celui de la crise par elle-même, sur le risque de défaut et la survie des entreprises. Même si, comme l'a rappelé Christian Durand dans son allocution d'ouverture, la situation que l'on connaît depuis quelques mois du fait de ce qu'il est convenu d'appeler « la crise de la dette » diffère quelque peu de la situation qui a prévalu au cours des années 2007 à 2010, une bonne appréciation des évolutions qui ont marqué ces premières années de crise et de leurs déterminants est cruciale pour définir les bonnes réponses à apporter aux problèmes actuels.

La conférence s'est structurée autour de trois questions, qui seront successivement abordées ici :

- comment ont évolué l'offre et la demande de crédit des entreprises pendant la crise ? Ces évolutions ont-elles conduit à un rationnement du crédit pour certaines entreprises ?
- quels changements de comportement des banques a-t-on pu observer depuis le milieu des années deux mille ? La crise en est-elle le seul déterminant ?
- comment a évolué le risque de défaut ou de faillite des entreprises pendant la crise ? Quels sont les déterminants de cette évolution ?

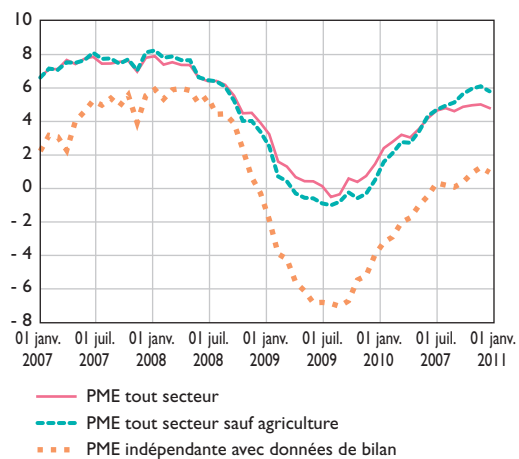
Comment ont évolué l'offre et la demande de crédit des entreprises pendant la crise ? Ces évolutions ont-elles conduit à un rationnement du crédit pour certaines entreprises ?

La crise financière a conduit, en France et dans de nombreux autres pays, notamment européens, à un ralentissement plus ou moins prolongé de la distribution de crédit aux entreprises. Ainsi, en France, le taux de croissance annuel de l'encours des crédits aux entreprises a sensiblement diminué en 2009, et est même devenu négatif pour certaines catégories d'entreprises (essentiellement les petites et moyennes entreprises – PME, cf. graphique 1)¹.

Le même mouvement a pu être observé dans de nombreux autres pays. Ainsi, en Allemagne, ce taux de croissance a fléchi en 2009 pour atteindre - 3,4 % en rythme annuel en décembre de cette année

Graphique 1 Évolution des crédits aux PME en France, entre 2007 et 2011

(en glissement annuel)



Source : Banque de France

1 Kremp (E.) et Sevestre (P.) (2011) : "Did the crisis induce credit rationing for French SMEs?"

(Rottmann et Wollmershauser, 2011)² et l'Italie a connu la même évolution avec un taux de croissance annuel négatif des crédits aux entreprises de - 0,7 % à la même date (Barboni et Rossi, 2011)³.

En France, comme dans les autres pays, la raison de ce ralentissement a beaucoup fait débat : résultait-il d'une diminution de la demande de crédits de la part des entreprises qui, confrontées à des perspectives peu favorables, ont réduit leur activité et révisé à la baisse leurs projets d'investissement ? Ou bien était-il surtout la conséquence du durcissement par les banques de leurs critères d'octroi des crédits aux entreprises ? L'identification de la cause essentielle du ralentissement observé de la distribution de crédit aux entreprises est fondamentale pour déterminer les mesures de politique économique, notamment monétaire, à mettre en oeuvre pour éviter un éventuel « étranglement » des entreprises causé par un rationnement du crédit.

C'est à cette question que cherchaient à répondre les trois études présentées dans la première session de la conférence. La première étude, présentée par Horst Rottmann et Timo Wollmershauser, visait à évaluer dans quelle mesure le comportement des banques allemandes en matière de crédit pouvait être considéré comme ayant été trop restrictif. Pour ce faire, Horst Rottmann et Timo Wollmershauser ont eu recours aux données de l'enquête de conjoncture réalisée par l'Ifo⁴. Dans cette enquête, au-delà des questions relatives au climat des affaires, les entreprises sont interrogées semestriellement sur leur perception du comportement des banques en matière d'octroi de crédit. Trois réponses sont possibles : les entreprises peuvent déclarer que les banques ont un comportement « accommodant », « normal » ou « restrictif ». Les auteurs de l'étude estiment alors un modèle visant à identifier ce qui, dans l'évolution des réponses des entreprises quant au caractère restrictif ou non de la distribution de crédit par les banques, relève effectivement d'une plus grande sévérité des critères d'attribution des crédits et non de conséquences attendues de la conjoncture, tant du côté des entreprises que de celui des banques. Les résultats obtenus montrent que le caractère « restrictif » des banques en matière d'offre de crédit était plus

prononcé dans les années 2003-2004 qu'il ne l'a été pendant la crise financière récente. Plus précisément, ce comportement restrictif a continuellement diminué entre le début de la période analysée (2003-2004) et juillet 2007. À la suite de la crise des crédits *subprime*, l'indicateur de restriction du crédit a augmenté presque continuellement jusque fin 2009, sans toutefois retrouver les niveaux des années 2003-2004, puis a de nouveau amorcé une baisse à partir du début de l'année 2010. Même si la crise a conduit les banques à adopter un comportement plus restrictif, il ne semble donc pas que cela ait induit, pour les entreprises, un niveau élevé de rationnement du crédit. La baisse observée de l'encours des crédits aux entreprises serait essentiellement due à une baisse de la demande de crédit.

L'analyse proposée par Giorgia Barboni et Carlotta Rossi de l'accès au crédit des entreprises italiennes avant et pendant la crise est, par certains côtés, voisine de celle de l'étude de Rottmann et Wollmershauser. En effet, les données dont elle dispose sont de nature assez proche : elles proviennent d'une enquête annuelle réalisée par la Banque d'Italie auprès d'entreprises de l'industrie manufacturière et des services. Dans cette enquête, les entreprises sont notamment interrogées sur la question de savoir si elles ont un besoin de financement supplémentaire et, dans l'affirmative, si elles se sont vues refuser l'obtention de crédits supplémentaires par les banques. Une réponse positive à ces deux questions est alors considérée comme l'indication que l'entreprise a été confrontée à un rationnement du crédit.

Ainsi, les données de cette enquête donnent directement une réponse à la question du niveau de rationnement du crédit dont ont pu souffrir les entreprises italiennes. Seulement 5,2 % des entreprises enquêtées peuvent être considérées comme ayant été rationnées dans leur demande de crédit bancaire. Ce chiffre peut paraître faible. Il est toutefois à remarquer qu'il est en cohérence avec ceux tirés d'autres enquêtes, telles que l'enquête SAFE⁵ de la BCE menée dans les pays de la zone euro ou encore des enquêtes menées en France par l'Insee ou OSEO⁶. L'objectif de l'étude est alors d'estimer les rôles respectifs de la crise, des caractéristiques des

2 Rottmann (H.) et Wollmershauser (T.) (2011) : "A micro data approach to the identification of credit crunches"

3 Barboni (G.) et Rossi (C.) (2011) : "Does your neighbour know you better ? Local banks and credit tightening in the financial crisis"

4 Ifo institute : Information and Forschung institute

5 "Survey on the access to finance of SMEs in the euro area", disponible à l'adresse <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>. La première vague de l'enquête a été effectuée en juin-juillet 2009, et a été suivie par une enquête complémentaire reconduite tous les six mois, afin de mettre à jour les principaux résultats.

6 Source : Enquêtes semestrielles de conjoncture des PME, OSEO. Disponibles à l'adresse : http://www.oseo.fr/notre_mission/publications/etudes_et_rapports/generalistes

entreprises et de celles des banques dans l'évolution du rationnement du crédit. Une hypothèse à laquelle les auteurs s'attachent particulièrement est celle selon laquelle les entreprises en relation avec une banque locale (par opposition aux banques ayant un réseau d'agences réparti sur tout le territoire) ont moins souffert que les autres entreprises, toutes choses égales par ailleurs : les banques locales développeraient des relations « privilégiées » avec leurs entreprises-clients qui les conduiraient à être plus accommodantes en cas de difficultés. Les résultats obtenus n'invalident pas cette hypothèse : pendant la crise, les banques locales ont moins fréquemment que les autres refusé un crédit aux entreprises qui les leur demandaient.

Cette question du rationnement éventuel du crédit est également au cœur de l'étude présentée par Elisabeth Kremp et Patrick Sevestre⁷. Ceux-ci s'intéressent à l'accès des PME françaises au crédit bancaire dans la mesure où il est communément admis que les PME souffrent plus que les grandes entreprises de difficultés d'accès aux financements externes, y compris les financements bancaires. Cette étude se différencie toutefois des deux études précédentes par la nature des données utilisées et par la méthodologie retenue. Elisabeth Kremp et Patrick Sevestre estiment un modèle de déséquilibre à partir de données de bilan de 60 000 PME indépendantes (hors microentreprises) suivies entre 2004 et 2010. Leurs résultats montrent que ces PME ont été faiblement rationnées, même pendant la crise. Sur l'ensemble de la période, moins de 5 % des entreprises ayant des crédits ont souffert d'un rationnement partiel et moins de 1,5 % des entreprises n'ayant aucun crédit sont dans cette situation du fait d'un rationnement total. Les plus petites PME et les PME de moins de cinq ans sont toutefois plus fortement touchées : 7,0 % (resp. 2,6 %) des plus petites PME et 7,4 % (resp. 2,2 %) des jeunes PME sont partiellement (resp. totalement) rationnées. Si ce rationnement a légèrement augmenté en 2009, il reste inférieur à son niveau de 2004, du fait de la forte augmentation des crédits observée jusqu'en 2007. Les résultats de cette étude sont donc assez proches de ceux des deux études précédentes. Ils sont en outre corroborés par l'enquête SAFE menée à partir de 2009 par la BCE directement auprès de chefs d'entreprise : moins de 30 % des PME ont demandé des crédits

dans les six mois ayant précédé l'enquête et moins d'une sur dix (resp. une sur dix) de ces PME ayant demandé un crédit a déclaré avoir été partiellement (resp. totalement) rationnée en 2009 ou 2010 dans sa demande. De même, les enquêtes de conjoncture d'OSEO confirment d'une part le caractère limité du rationnement du crédit et d'autre part le rôle moteur de la baisse d'activité des entreprises et de leurs projets d'investissement.

Plusieurs explications peuvent être données à ce résultat, qui peut paraître surprenant. En tout premier lieu, la BCE a mis en œuvre, dès octobre 2008, des mesures fortes de politique monétaire non conventionnelle afin de permettre aux banques de poursuivre leur activité de financement de l'économie. Par ailleurs, en France, la mise en place de la Médiation du crédit a aussi joué sans doute un rôle favorable quant à l'accès des PME aux financements bancaires. Ensuite, comme l'a montré David Scharfstein dans sa conférence inaugurale, les banques européennes, qui pesaient près de 30 % sur le marché des prêts syndiqués aux États-Unis entre 2005 et 2007, se sont par la suite trouvées confrontées à des difficultés pour financer leurs prêts en dollars qui les ont amenées à réduire leur engagement sur ce marché. Il est donc envisageable qu'une partie au moins des ressources ainsi libérées ait pu être consacrée au maintien du financement des entreprises en Europe. Enfin, si la crise n'a pas entraîné un rationnement du crédit de grande ampleur, c'est peut-être parce que la période qui a précédé a été marquée par une abondance relative du crédit. C'est l'argument développé par deux des études présentées à cette conférence.

Quels changements de comportement des banques a-t-on pu observer depuis le milieu des années deux mille ? La crise en est-elle le seul déterminant ?

La faiblesse du rationnement du crédit pendant la crise peut sembler paradoxale. Toutefois, l'étude d'Horst Rottmann et Timo Wollmershauser présentée plus haut montre bien que les banques ont continuellement accru leur offre de crédits aux entreprises entre 2004 et 2007 et que, malgré la baisse provoquée par la crise, l'offre de crédit a gardé un niveau bien supérieur à celui de 2004.

7 Kremp (E.) et Sevestre (P.) (2011) : "Did the crisis induce credit rationing for French SMEs?"

L'étude de Paul Gagli et Maria Teresa Valderrama⁸ s'intéresse à la question de savoir si c'est le faible niveau des taux d'intérêt observé dans les années qui ont précédé la crise, notamment entre juin 2003 et décembre 2005, qui a pu conduire les banques à avoir une politique peu restrictive en matière d'octroi de crédit. Pour répondre à cette question, les auteurs ont construit une base de données regroupant des informations sur les encours de crédit de plus de 47 000 entreprises autrichiennes, sur les caractéristiques de ces entreprises (taille, âge, secteur d'activité, ratios financiers, etc.) et sur l'occurrence éventuelle d'une faillite. Des informations agrégées sur les banques ont également été incluses dans l'analyse. La période considérée couvre les années 2000 à 2008. La conclusion essentielle de l'analyse mise en œuvre est que le maintien par la BCE des taux d'intérêt à un faible niveau pendant une période assez longue (environ deux ans et demi), a conduit les banques à « adoucir » leurs critères d'octroi de crédit et à consentir des prêts à des entreprises plus risquées auxquelles elles n'auraient pas prêté si les taux d'intérêt avaient été plus élevés. L'augmentation du risque du portefeuille de crédit de ces banques les a rendues alors plus vulnérables à un choc négatif tel que la faillite de Lehman Brothers et les a obligées à réduire leur offre de crédit.

C'est, entre autres, pour limiter l'emballlement du crédit en période de haute conjoncture et sa restriction trop importante lorsque la conjoncture se retourne qu'une nouvelle régulation prudentielle, couramment dénommée Bâle III, a été mise en place. L'un des éléments de cette nouvelle régulation vise à obliger les banques à constituer, en période de bonne conjoncture, un « matelas de capital », c'est-à-dire à accroître leur ratio de capital, afin de limiter les risques d'inflation excessive du crédit. À l'inverse, en période de mauvaise conjoncture, ce « matelas de capital » sert à amortir les chocs défavorables et peut aider les banques les moins fortement capitalisées à ne pas réduire substantiellement leur offre de crédit.

L'objet de l'étude de Gabriel Jimenez, Steven Ongena, José-Luys Peydro et Jesus Saurina⁹ est justement d'évaluer l'impact, sur l'offre de crédit des banques espagnoles, de mesures réglementaires assez

similaires mises en place en Espagne dès le début des années deux mille. Cette étude repose sur la mobilisation d'une base de données regroupant des informations sur les crédits distribués à plus de 100 000 entreprises espagnoles, sur les caractéristiques de ces prêts et des entreprises bénéficiaires et, surtout, une information sur la mise en place de « matelas de capital » par les banques. Deux périodes sont considérées : les années 2000 et 2001 d'une part et les années 2007 à 2009 d'autre part. Les auteurs montrent que ces mesures ont bien produit les effets attendus pour les banques espagnoles : la mise en place de ces « matelas de capital » a réduit la croissance du crédit en période de bonne conjoncture mais l'a accrue durant la crise, amortissant l'impact négatif de cette dernière sur l'offre de crédit.

Si la possibilité pour les entreprises d'obtenir un prêt de leur(s) banque(s) est évidemment cruciale pour la poursuite de leur activité et son développement, le coût auquel ces prêts sont obtenus constitue également une composante très importante des conditions de financement des entreprises. C'est à cette question de l'impact de l'évolution des taux d'intérêt sur les crédits aux entreprises que se sont attachés Leonardo Gambacorta et Paolo Emilio Mistrulli¹⁰. Leur étude vise à identifier les banques ayant été les plus à même de limiter la hausse du *spread* (c'est-à-dire la différence entre le taux du crédit et le taux auquel la banque peut se refinancer auprès de la BCE) malgré la crise. Pour ce faire, ils analysent l'évolution des taux des autorisations de découvert accordées entre juin 2008 et mars 2010 à plus de 80 000 entreprises italiennes. Leur conclusion est que ce sont les banques les plus grandes, les plus liquides et les mieux capitalisées qui ont le moins augmenté leur *spread*. En outre, les entreprises ayant une relation de « proximité » avec leur banque¹¹ ont vu leur *spread* augmenter moins fortement que celui appliqué aux autres entreprises.

Enfin, Carlos Gonzalez-Aguado et Javier Suarez ont présenté un modèle théorique visant à expliquer pourquoi la probabilité de défaut, ou de faillite, des entreprises s'accroît suite à une période prolongée de faibles taux d'intérêt. L'explication qu'ils proposent ne se situe pas du côté des banques, mais du

⁸ Gagli (P.) et Valderrama (M.T.) (2011) : "Do banks take more risk in extended periods of expansive monetary policy? Evidence from a natural experiment"

⁹ Jimenez, Ongena, Peydro et Saurina (2011) : "Macprudential policy, counter-cyclical bank capital buffers and credit supply: evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments"

¹⁰ Gambacorta (L.) et Mistrulli (P.) (2011) : "Bank heterogeneity and interest rate setting: what lessons have we learned since Lehman Brothers?"

¹¹ Cette proximité est prise en compte par le biais de divers indicateurs alternatifs : le fait que le siège de l'entreprise soit situé dans la même région que celui de la banque accordant le crédit ; le nombre de banques prêtant à l'entreprise et d'autres indicateurs de concentration des banques prêtant à l'entreprise ; l'ancienneté de la relation entre l'entreprise et sa banque.

côté des entreprises. Dans le modèle proposé, les entrepreneurs doivent faire appel à des financements externes. Les ressources disponibles sont constituées du *cash-flow* tiré de l'activité passée de l'entreprise et de son nouvel endettement. L'entrepreneur utilise ces ressources pour rembourser les emprunts effectués dans le passé et pour rémunérer son investissement. Il en résulte qu'un entrepreneur très endetté doit consacrer une grande partie des ressources de son entreprise à rembourser ses emprunts et peut ne plus être incité, si sa propre rémunération devient trop faible, à maintenir son entreprise en activité. C'est en cela que des taux d'intérêt trop faibles peuvent induire un risque plus élevé de défaillance des entreprises : un taux d'intérêt faible incite les entrepreneurs à s'endetter fortement, ce qui, en cas de hausse des taux, réduit leur propre rémunération et peut se révéler néfaste, à court terme, à la survie de leur entreprise. Toutefois, dans le long terme, cette hausse des taux conduit les entreprises à réduire leur niveau d'endettement optimal et réduit leur taux de défaillance.

C'est à cette question du risque de défaillance des entreprises que la troisième session de la conférence était consacrée.

Comment a évolué le risque de défaut ou de faillite des entreprises pendant la crise ? Quels sont les déterminants de cette évolution ?

La communication d'Andrea Weber et Christine Zulehner¹² était consacrée à l'examen de deux questions connexes : quel est le lien entre les performances des entreprises et la composition de leur main d'œuvre ; ce lien varie-t-il au cours du cycle économique ? Pour répondre à ces deux questions, Weber et Zulehner ont exploité des fichiers statistiques de la Sécurité sociale autrichienne leur permettant d'apparier des données longitudinales relatives aux salariés et aux entreprises du secteur privé (à l'exception de celles opérant dans les secteurs de la construction, du tourisme, et de l'administration publique). Elles limitent leur analyse aux entreprises qui se sont créées entre 1978 et 2003. Elles examinent

plus particulièrement la survie de ces entreprises et disposent pour chacune d'entre elles d'informations trimestrielles sur l'effectif, la proportion de femmes, la proportion d'ouvriers, le salaire médian et l'âge moyen des salariés. La durée de vie médiane des entreprises observées est de 6,25 années. Durant les périodes de crise, cette durée de vie médiane chute à 5,5 années. À l'aide de l'estimation d'un modèle statistique de durée, Weber et Zulehner trouvent que la probabilité de survie de l'entreprise augmente avec la proportion de femmes employées dans l'entreprise, cet effet étant plus fort encore pour les grandes entreprises. De manière générale, la durée de vie de l'entreprise dépend significativement des caractéristiques de sa main-d'œuvre ; elle augmente avec la taille de l'entreprise, la proportion de salariés hautement qualifiés et jeunes. Elle est plus élevée dans les entreprises où le *turnover* est plus faible. Le nombre net d'entreprises créées varie fortement au cours du cycle. Les entreprises créées durant les périodes de crise économique recrutent moins souvent parmi les travailleurs au chômage, elles versent des rémunérations plus élevées en compensation du risque de chômage, mais elles sont soumises à des taux de défaillance plus élevés.

La question du lien entre cycle macroéconomique et risque de défaillance des entreprises faisait également l'objet de la communication de Tor Jacobson, Jesper Lindé et Kasper Roszbach¹³. Leur étude porte sur un ensemble de données de panel particulièrement riche qui leur permet d'observer pratiquement toutes les entreprises créées en Suède entre 1990 et 2009. Durant cette période, la Suède a connu une crise bancaire de grande ampleur. Les résultats obtenus par Jacobson, Lindé et Roszbach montrent que les fluctuations macroéconomiques ont eu un impact substantiel sur les défaillances d'entreprises. L'analyse est conduite à l'aide d'un modèle *Logit* incluant comme variables explicatives à la fois des ratios financiers d'entreprises et des facteurs macroéconomiques. Ce modèle explique avec une très bonne précision la très forte hausse du nombre de défaillances d'entreprises survenues au cours de la crise bancaire, ainsi que les variations de ce nombre durant les autres sous-périodes. Les effets des variables macroéconomiques diffèrent par ailleurs

¹² Weber (A.) et Zulehner (C.) : "Firm performance and workforce characteristics during the economic crisis"

¹³ Jacobson (T.), Lindé (J.) et Roszbach (K.) : "Firm default and aggregate fluctuations"

d'un secteur économique à l'autre. Les prédictions hors-échantillon de ce modèle montrent qu'il est, de ce point de vue, supérieur aux modèles *Logit* qui excluent l'information macroéconomique et aux analyses de séries temporelles conduites sur données agrégées. Les résultats montrent enfin que la prise en compte des facteurs spécifiques aux entreprises permet de prédire correctement le risque relatif de défaillance des entreprises, mais que les facteurs macroéconomiques sont nécessaires pour comprendre les fluctuations du niveau de risque absolu.

Mais la défaillance n'est pas le seul événement qui mette fin à l'activité d'une entreprise. Certaines entreprises sont soumises à liquidation, événement juridiquement et économiquement distinct. Dans une analyse économétrique sur données d'entreprises portugaises, Antonio Antunes, José Mata et Pedro Portugal¹⁴ distinguent ces deux événements, liquidations et défaillances, qui correspondent à des situations très différentes, tant du point de vue des pertes financières associées que de l'identité des agents qui supportent ces pertes. Dans le cas d'une liquidation, les créanciers sont en général remboursés. En revanche, les faillites entraînent des pertes sèches pour les créanciers dont les crédits restent impayés. Pour conduire leur analyse, Antunes, Mata et Portugal ont apparié deux sources de données très riches. La première contient des informations sur toutes les entreprises portugaises employant des salariés, la seconde fournit des renseignements sur l'ensemble des crédits accordés par les banques aux entreprises. Ces données permettent de distinguer les liquidations des défaillances. Les grandes entreprises et celles qui sont le plus productives ont à la fois la probabilité de liquidation et le risque de défaillance les plus faibles. Les facilités d'accès au crédit diffèrent significativement dans les cas de liquidations et de défaillances. Par ailleurs, les résultats corroborent l'idée selon laquelle les décisions financières des entreprises jouent le rôle de signaux de qualité qui limitent les asymétries d'information entre débiteurs et créanciers. La probabilité de défaillance augmente avec le montant des dettes à court terme contractées par l'entreprise, alors que la probabilité de liquidation n'est pas affectée par ce type de dettes. Lorsque l'entreprise a contracté des dettes auprès de plusieurs

banques, sa probabilité de liquidation est plus faible. À l'inverse, les entreprises qui empruntent auprès de plusieurs banques ont un risque de défaillance plus élevé. Les entreprises les plus récentes ont une probabilité de liquidation plus faible. Celles dont les détenteurs sont nombreux ou étrangers ont une probabilité de défaillance moins forte. C'est l'inverse en ce qui concerne la liquidation.

Enfin, Denis Fougère, Cécile Golfier, Guillaume Horny et Elisabeth Kremp¹⁵ ont mesuré l'effet de la crise de 2008 sur le taux de défaillance des entreprises en France. Leur étude part du constat selon lequel l'accélération des défaillances des entreprises résidant en France en 2008-2010 a été précédée par une augmentation des créations d'entreprises en 2003-2004. Par conséquent, pour identifier l'impact de la crise économique et financière de 2008 ils dissocient, parmi les défaillances de 2008-2010, celles qui résultent de la crise et celles qui découlent mécaniquement de la démographie des entreprises, puisqu'on sait que beaucoup meurent durant leurs premières années d'existence. L'étude de Fougère *et al.* est conduite à l'aide d'un échantillon d'entreprises créées entre le 1^{er} janvier 2000 et le 31 décembre 2007, extrait de la base de données de la direction des Entreprises de la Banque de France. Cette période permet, d'une part, d'encadrer la période 2003-2004 d'accélération des créations, et d'autre part d'étudier les entreprises encore jeunes lors du déclenchement de la crise. L'originalité de l'étude réside à la fois dans la taille de l'échantillon et la richesse des données utilisées. L'analyse statistique porte sur la durée séparant la date de création de l'entreprise de la date de sa première défaillance. L'impact de la crise est estimé à l'aide d'un modèle de durée flexible, stratifié selon la date de création de l'entreprise. Ce modèle tient compte des effets de l'âge de l'entreprise, de son secteur d'activité, de sa taille ou encore de la chronique de ses incidents de paiement sur effets de commerce. La proportion de défaillances imputables à la crise varie fortement d'un secteur à l'autre. Toutes cohortes confondues, elle est de 27 % dans le commerce de détail, 35 % dans les transports, 43 % dans l'industrie et 46 % dans la construction. En particulier, les entreprises les plus jeunes, celles créées en 2006 et 2007, ont été les plus fragilisées par la crise.

14 Antunes (A.), Mata (J.) et Portugal (P.) : "Borrowing patterns, bankruptcy and voluntary liquidation"

15 Fougère (P.), Golfier (C.), Horny (G.) et Kremp (E.) : "Did the 2008 crisis affect the survival of French firms?"

Les entreprises ont-elles modifié la gestion de leurs liquidités après la crise ?

C'est sur ce thème que Murillo Campello¹⁶ a centré sa communication invitée, la seconde de la conférence après celle de David Scharfstein. Campello part d'un constat : les entreprises utilisent les espèces dont elles disposent pour couvrir leurs besoins en liquidités, particulièrement durant les crises. Si le montant des espèces détenues influence l'investissement, dans ce cas la gestion de liquidités par les entreprises est d'une importance toute particulière pour l'économie. Mais le lien de causalité entre détention d'espèces et investissement est difficile à établir. On a pu observer que les entreprises américaines ont accumulé de l'argent liquide durant les années qui ont précédé la crise de 2008. Cette accumulation a été particulièrement prononcée dans les entreprises les plus soumises au risque. Ce phénomène est dû à une modification de la loi intervenue en 2004 : cette année-là, le Congrès a voté le *Homeland Investment Act* (HIA) qui prévoyait une réduction d'impôt exceptionnelle pour les entreprises rapatriant les espèces qu'elles détenaient à l'étranger : plus précisément, le taux d'imposition sur l'argent liquide rapatrié passait de 35 % à 5,25 %. Le Congrès prévoyait alors que cette mesure devait créer 500 000 emplois dans les deux années suivantes, ces liquidités devant favoriser les investissements. À la suite de cette loi, seuls 400 des 1 000 milliards de dollars que les entreprises américaines détenaient en espèces à l'étranger furent rapatriés, et la création d'emplois résultante fut beaucoup plus modeste que prévue. Par ailleurs, dès le mois d'août 2007, on put observer les premiers signes d'une pénurie de liquidités au sein de la trésorerie des entreprises. En particulier, celles dont les dettes venaient à maturité eurent alors du mal à se refinancer. Les entreprises recoururent alors massivement à l'ouverture de lignes de crédit. Qu'advint-il ? 19 % des entreprises ayant ouvert des lignes de crédit auprès des banques violèrent leurs engagements, mais ces lignes de crédit furent annulées pour seulement 9 % d'entre elles. Les autres renégocièrent leurs lignes de crédit, les nouvelles lignes ayant la même échéance, mais des montants plus faibles. L'ouverture de ces lignes de crédit, dont beaucoup furent impayées, créa de très sérieux problèmes pour les banques.

Les entreprises utilisèrent les lignes de crédit pour s'assurer d'un montant suffisant de liquidités. Mais cela pose de nombreuses questions : les lignes de crédit doivent-elles permettre aux entreprises d'obtenir des liquidités ? Les banques sont-elles les institutions les mieux à même de fournir ce type de service aux entreprises ? Quelles entreprises devraient pouvoir ouvrir des lignes de crédit ? Comment interfèrent lignes de crédit et besoins de liquidités ? Si les banques peuvent aider les entreprises à se protéger des risques idiosyncratiques, elles ne sont pas supposées fournir des liquidités aux entreprises systématiquement exposées au risque. Depuis le début de la crise, les entreprises ont accumulé beaucoup d'argent liquide, notamment parce qu'elles ont peu investi, parce que l'accès aux liquidités sur les marchés de capitaux a été plus difficile, parce que les activités d'acquisition ont ralenti, et que les systèmes fiscaux de la plupart des pays dans lesquels les entreprises américaines opèrent ont favorisé la détention d'argent liquide. Au total, le montant des liquidités accumulées par les entreprises américaines s'élève aujourd'hui à plus de 2 000 milliards de dollars. Il faut donc s'attendre à une intense activité de fusions et d'acquisitions dans les mois à venir.

Murillo Campello est revenu sur cette prévision dans la table ronde qui a conclu la conférence. Durant cette table ronde, David Scharfstein a pour sa part plaidé pour la mise en place d'un système de régulation optimal des deux activités qui sont aujourd'hui du ressort des banques, à savoir l'attribution des crédits aux entreprises et le partage des risques. Sa plus grande crainte est que ces activités soient pour partie prises en charge par le système bancaire fantôme (*shadow*). Un autre problème est que les créanciers ayant fourni des avances de court terme soient remboursés en cas de liquidation de l'entreprise. Le Trésor américain doit-il leur ouvrir des lignes de crédit, au risque de perdre de l'argent si ces lignes sont trop nombreuses ? Pierre Jaillet a ensuite rappelé les rôles respectifs des fonds propres, des financements bancaires et des financements de marché dans le financement des entreprises. Il a également insisté sur la responsabilité des politiques économiques, dont la politique monétaire, pour que le financement externe (bancaire et de marché) ne connaisse pas de distorsions infondées qui brideraient globalement la croissance ou

16 Campello (M.) : "Corporate liquidity management: lessons from the financial crisis"

qui aboutiraient à une mauvaise allocation des capitaux ou à un rationnement du crédit, qui affecteraient tous deux la croissance potentielle. Il a estimé qu'au cours des dernières années, les politiques économiques ont su se montrer pragmatiques et s'adapter pour éviter de telles distorsions et un quelconque rationnement du crédit. Arnaud Caudoux a fait remarquer que, durant les deux derniers mois de 2011 et au début de l'année 2012, OSEO a pu observer un effondrement des demandes de garanties de financements bancaires. Il a ajouté que les problèmes d'accès aux financements de long terme dont souffrent les entreprises ne sont pas tant un problème d'inexistence des ressources de long terme qu'un problème d'absence de mécanisme adéquat de financement (les investisseurs existent et ils possèdent des ressources mais n'ont pas d'outil pour les investir dans les PME). OSEO réfléchit avec la place bancaire et le Trésor au développement de tels mécanismes, notamment à travers la mise en place d'un système d'émissions d'obligations sécurisées sur des créances PME de type « *covered bond* », avec garantie d'État (d'où l'intervention d'OSEO). Enfin, Jean-Paul Pollin a évoqué deux points selon lui importants : d'une part, l'impact des nouvelles régulations du secteur financier,

et, d'autre part, la possible contraction à venir des financements par capitaux propres. Le premier point concerne tout spécialement les entreprises européennes. D'abord parce que le financement externe en Europe continentale est fortement intermédié. Ensuite parce que l'Europe a choisi de mettre en place, parallèlement aux accords de Bâle III, une nouvelle réglementation des assurances connue sous le nom de Solvabilité 2. On doit se demander si les effets réciproques de ces changements dans la régulation des banques et des assurances ne vont pas conduire à un durcissement notable des conditions de financement des entreprises. Deuxièmement, la nouvelle régulation à laquelle seraient soumises les institutions financières devrait aussi les inciter à réduire leurs financements en capitaux propres. Mais ce n'est pas là la cause principale de la montée que l'on peut craindre d'un véritable « *equity gap* », c'est-à-dire d'une rareté du financement par émission d'actions. Pour l'essentiel, cette rareté (ou ce coût plus élevé des capitaux propres) viendra du vieillissement de la population, peut-être aussi des réticences des investisseurs pour ces placements risqués (et peu rentables sur la dernière décennie) que la crise a exacerbés.

Parmi les intervenants au colloque figuraient :

- G. Barboni (LEM, Sant'Anna School of Advanced Studies)
- C. Bruneau (Université de Paris I – Panthéon Sorbonne)
- M. Campello (Cornell University et NBER)
- A. Caudoux (OSEO)
- G. Cette (Banque de France)
- L. Clerc (Banque de France)
- C. Durand (Banque de France)
- D. Fougère (CREST et Banque de France)
- L. Gambacorta (Banque des règlements internationaux)
- P. Givord (Insee, CREST)
- C. Golfier (Banque de France)
- G. Horny (Banque de France)
- J-P. Huiban (INRA, ALISS)
- T. Jacobson (Banque centrale de Suède)
- P. Jaillet (Banque de France)
- E. Kremp (Banque de France et NBER)
- C. Lelarge (Insee, CREST)
- J-S. Mésonnier (Banque de France)
- P. Mistrulli (Banque d'Italie)
- B. Mojon (Banque de France)
- S. Ongena (Université de Tilburg)
- B. Planès (OSEO)
- J-P. Pollin (Université d'Orléans)
- P. Portugal (Banque du Portugal)
- D. Scharfstein (Harvard Business School and NBER)
- P. Sevestre (Banque de France et Université de Paris I – Panthéon Sorbonne)
- J. Suarez (CEMFI)
- M.T.Valderrama (Banque nationale d'Autriche)
- A. Weber (Université de Mannheim)
- T. Wollmershäuser (CESifo et Université de Munich)
- C. Zulehner (Université Johannes Kepler de Linz)