



Jean-Paul REDOUIN

Premier sous-gouverneur de la Banque de France

La crise financière et le financement des entreprises

Les entreprises sont au cœur du processus de production économique. Leur accès aux financements est primordial pour qu'elles puissent contribuer au bon fonctionnement de l'économie. La crise financière que traverse l'économie mondiale depuis plus de deux ans les frappe de plein fouet. Une des motivations majeures des actions des autorités publiques de par le monde a consisté à mobiliser tous les moyens pour éviter que le crédit aux secteurs à l'origine de la croissance économique, et tout particulièrement les entreprises, ne se tarisse pas. Si les banques ont bénéficié de soutiens publics sans précédent c'est précisément pour qu'elles puissent continuer à assurer leur rôle de financement des secteurs productifs.

Les perspectives économiques futures de la France et de l'Europe dépendent très largement de l'impact de la crise sur les entreprises. Pour l'évaluer, il faut comprendre les causes de la crise. Ceci permet d'éclairer les évolutions récentes de l'offre et de la demande de crédits des entreprises. Toute sortie de crise passe en tout état de cause par un effort de réforme ambitieux, auquel la Banque de France est pleinement partie prenante.

LES FACTEURS A L'ORIGINE DE LA CRISE

Identifier les facteurs à l'origine de la crise, c'est connaître les conditions de réussite de la sortie de crise.

On peut caractériser la séquence des événements des deux dernières années comme la fin d'un cycle exceptionnel d'expansion, financé par l'endettement des ménages et des entreprises, nourri lui-même par des conditions financières avantageuses et stimulé par une intermédiation financière excessivement dynamique.

2007 a marqué la fin d'un cycle d'expansion exceptionnel à la fois par sa durée et par le niveau du taux de croissance. Il faut se souvenir que l'économie mondiale affichait un rythme de croissance supérieur à 5 % au cours des quatre années précédentes, soit une performance sans précédent depuis plus de trente ans.

Cette forte expansion s'explique notamment par le recours accru à l'endettement de la part des ménages et des entreprises. Ce fut clairement le cas des ménages américains, dont les crédits sont passés de 95 à 140 % du PIB entre 1997 et 2009. Ce fut aussi le cas dans la zone euro où l'endettement des entreprises a crû de 30 % sur la même période, celui des ménages de 40 %. S'agissant de la France, la tendance a été la même.

Ce cycle du crédit particulièrement dynamique a été nourri par des conditions financières très avantageuses. Les taux d'intérêt à court terme étaient encore bas avant la crise. Les différentiels de taux (les *spreads*) et les primes de risques étaient anormalement bas, phénomène que les banques centrales soulignaient. Cette compression des primes était bien le signe d'une mauvaise discrimination des risques par les agents financiers. Nous subissons aujourd'hui les conséquences de l'attention très insuffisante portée à la qualité de signature des emprunteurs pendant cette période, particulièrement aux Etats-Unis.

Cette crise tient aussi aux dérives de l'intermédiation financière stimulées par la recherche intensive de rendement à court terme. Celle-ci a nourri l'appétit pour des produits financiers complexes, notamment les instruments titrisés, dont on pensait qu'ils disséminaient les risques de façon optimale, tout en combinant un rendement intéressant attractif et un risque de crédit mesuré. Avec le temps, les montages de titrisation se sont complexifiés, rendant l'identification du risque sous-jacent pratiquement impossible pour certains produits.

Ces excès ont été amplifiés par l'insuffisante attention accordée à la gestion de la liquidité. La crise a révélé les limites de l'optimisation excessive des besoins de liquidité. Qu'il s'agisse de la liquidité de marché, celle qui tient au caractère négociable des actifs financiers, ou aux capacités de financement des intermédiaires financiers, dans les deux cas, la crise a rappelé, très brutalement, que la liquidité avait un prix. Le rôle accru de la titrisation a rendu le système financier très dépendant de la liquidité des marchés. Ce nouveau modèle semble avoir accéléré la transmission des problèmes de liquidité et les a parfois transformés en problèmes de solvabilité lorsque les banques concernées ont dû prendre dans leurs bilans ces actifs dépréciés. En outre, la transformation des échéances, traditionnelle dans l'activité bancaire, a été dévoyée de ses finalités et a connu des excès. La prolifération des structures hors bilan engagées dans la transformation d'échéances a constitué un facteur supplémentaire de déstabilisation des marchés. Ces structures, dépourvues des « coussins de sécurité » que procurent les fonds propres, se sont trouvées dans l'incapacité de détenir des actifs illiquides longs lorsque les investisseurs ont décidé de ne pas renouveler les financements accordés à court terme à ces structures, ce qui a provoqué une vague de ventes forcées et donc une baisse des prix.

Enfin, les analyses de risques ont été « externalisées » et confiées aux agences de notation dont les appréciations, favorables, ont

été comprises comme des indicateurs de négociabilité facilitant encore la diffusion de ces produits complexes. La cohésion de l'ensemble du système de la titrisation était fondée sur une notation favorable et des garanties données par des rehausseurs de crédit (assureurs *monolines*). Or, la fragilité de ces montages n'est pas apparue dans le contexte de liquidité abondante qui a prévalu entre 2000 et 2007. L'apparition des premiers défauts sur certains crédits (*subprime*) entrant dans la composition de ces produits structurés, jointe aux règles de valorisation en « valeur de marché » s'est très vite traduite par une spirale négative entre valorisation et liquidité. Au total, ces dépréciations ont pesé sur la rentabilité de tous les établissements qui portaient ces produits, obligeant les banques impliquées dans ces montages à les reprendre à leur bilan, soit parce qu'elles s'y étaient engagées par le biais de lignes de liquidité, soit sous la pression du risque de réputation.

LES DÉTERMINANTS DU CRÉDIT

Le financement des activités de production ou de consommation, qui sont les principaux moteurs de la croissance, repose sur la vitalité du crédit aux entreprises et aux ménages. Certes, les acteurs économiques peuvent aussi se financer par un recours direct aux marchés de capitaux, mais les banques jouent, en moyenne, en Europe continentale, un rôle plus important dans le financement de l'économie que ce n'est le cas dans d'autres pays où la désintermédiation est plus poussée. En effet, près de 80 % du financement des entreprises vient du secteur bancaire alors que ce pourcentage est inversé aux États-Unis où l'essentiel du financement des entreprises s'opère sur les marchés financiers. En outre, les PME et les ménages restent très dépendants de l'offre de crédit par les banques. Quelle que soit la configuration du système financier, les banques jouent un rôle central en remplissant des fonctions essentielles que ce soit dans leur rôle de transformation ou dans celui de l'évaluation des risques.

Deux contraintes pèsent sur l'offre de crédit bancaire. Tout d'abord, une contrainte en fonds propres. Les pertes enregistrées au cours de la crise ont impacté les comptes de résultat et réduit les fonds propres des banques. Cette contraction a été amplifiée par les règles comptables qui imposent, pour certains actifs, des valorisations instantanées au prix de marché. Par conséquent, des moins-values latentes ont également impacté les fonds propres des établissements financiers. Par ailleurs, les règles prudentielles, en liant le développement des crédits bancaires au niveau des fonds propres, durcissent également la contrainte de capital. La seconde contrainte est liée à la liquidité. Elle dépend de la capacité des intervenants financiers à accéder aux marchés pour se refinancer. La conjonction de ces deux facteurs s'est traduite par des effets « dominos » et des spirales négatives. C'est pourquoi les motifs sous-jacents aux actions publiques, *via* notamment les recapitalisations et l'octroi de garanties, visent à redonner les moyens aux établissements financiers de jouer leur rôle central dans le financement de l'économie.

DANS CE CONTEXTE, QUELLE EST L'ÉVOLUTION RÉCENTE DU CRÉDIT EN FRANCE ?

Force est de constater que le taux d'endettement des entreprises continue de croître. C'est vrai en France comme dans les autres grands pays européens et, en moyenne, dans la zone euro.

Cela étant, depuis un an, on observe un ralentissement des crédits bancaires aux entreprises. En France, ceux-ci ne croissent plus que de 0,5 %. Ce ralentissement est cohérent avec la forte contraction du PIB de 2 à 2,5 % attendue cette année. Lorsqu'on examine le détail des crédits, on constate que les crédits de trésorerie sont en baisse de 12 % sur un an. Plusieurs facteurs permettent de

l'expliquer. Ce phénomène est lié à la très forte baisse des stocks des entreprises, laquelle a entraîné une diminution des besoins en fonds de roulement. En outre, l'adoption de la loi de modernisation de l'économie (LME), entrée en vigueur en janvier dernier, a raccourci les délais de paiement, ce qui a eu tendance à peser sur une source de demande de crédits de trésorerie. Enfin, le recours à une gestion centralisée de la trésorerie, ou *cash pooling*, permet d'optimiser les besoins de financement, ce qui réduit d'autant la demande de crédit de trésorerie. Par ailleurs, ce type de gestion permet d'équilibrer les comptes des filiales du groupe, économisant ainsi des frais financiers dus aux imperfections des marchés, et donne à un groupe relativement important, mais constitué de sociétés de faible taille, la possibilité d'accéder aux marchés financiers. S'agissant des crédits d'investissement, ils baissent en phase avec la très forte contraction des commandes adressées aux entreprises, laquelle, après des mesures de réduction des coûts salariaux, de déstockage, finit par peser sur leur investissement.

Par contraste, les financements de marché des entreprises non financières sont en hausse de 16,4 % sur un an et prennent le relais des crédits bancaires. La reprise des émissions de titres à moyen ou long terme des entreprises non financières se poursuit (+ 20,4 %) et l'emporte sur l'accélération des remboursements nets sur le segment des titres de créance à court terme (- 16,8 %). Au total, en combinant l'évolution des crédits bancaires et celle des financements de marché, l'endettement des entreprises progresse de 4,9 %.

Ces grandes masses masquent des réalités différentes. La situation des grandes entreprises qui ont accès au marché des capitaux doit être distinguée de celle des PME/TPE. Les grandes entreprises connaissent certes une contraction des crédits bancaires (- 1,2 % sur un an), mais elles profitent d'une forte croissance des financements de marché. À l'inverse, les crédits aux PME continuent de progresser (+ 2,8 %) sur un an. Les financements immobiliers affichent une bonne tenue, puisqu'ils progressent encore de 5,6 %. Enfin, on constate une hausse de 2,5 % des encours de ligne de crédits mobilisables depuis le mois de mai dernier.

VERS UNE SORTIE DE CRISE ?

Face aux conséquences économiques de la baisse de l'offre de financement et de la réaction de repli des entreprises, des efforts considérables ont été engagés pour réformer la régulation financière et garantir que les intermédiaires financiers jouent leur rôle de financement de l'économie. L'agenda du G 20 vise une rupture institutionnelle, afin de mettre fin aux arbitrages réglementaires qui ont prévalu avant la crise et de favoriser le retour à une culture du risque.

À bien des égards, le plan d'action du G 20 marque une rupture institutionnelle. Il peut ainsi s'interpréter comme un rééquilibrage entre marchés et États, avec le renforcement de l'architecture de la supervision financière. Il constitue en outre une adaptation aux évolutions de l'économie mondiale. En effet, sous l'impulsion du G 20, les principaux pays, acteurs de la croissance mondiale, sont désormais pleinement partie prenante à la gouvernance internationale. Les diverses impulsions du G 20 ont permis de conforter, en la renforçant, l'architecture financière internationale. Le G 20 gagne en autorité. Le FMI se voit doté de moyens plus conséquents. Le Forum de stabilité financière est pérennisé sous la forme d'un Conseil de la stabilité financière.

De son côté, l'Union européenne fait preuve d'un réel volontarisme. L'architecture financière de l'Union évolue, avec la mise en place programmée en 2010 du Comité européen du risque systémique (CERS), qui fait suite aux propositions du rapport de Larosière. La Banque de France soutient, depuis le début, les recommandations du groupe de travail présidé par M. Jacques de Larosière. Ces propositions, remises en février 2009, forment un ensemble complet, pragmatique et cohérent. Le nouveau

Conseil est destiné à prévenir ou circonscrire les risques systémiques et veiller à ce que le secteur financier soit suffisamment résilient et contribue ainsi à la croissance économique. Son action sera complétée par celle du Système européen de surveillance financière (SESF) en charge de l'harmonisation réglementaire et de la cohérence des pratiques de surveillance pour les banques, les assurances et les marchés.

Cette rupture institutionnelle lancée par le G 20 doit mettre fin aux arbitrages réglementaires qui ont prévalu avant la crise, notamment en matière comptable, prudentielle et fiscale. Plus généralement, une régulation plus globale doit permettre d'encadrer tous les acteurs et d'éviter les trous noirs réglementaires. La régulation devrait, à brève échéance, être plus homogène, avec l'adoption des règles prudentielles de Bâle 2 par tous les membres du G 20 et l'harmonisation de la définition des fonds propres. Cet effort, visant une régulation plus adaptée, sera complété par la mise en œuvre d'une surveillance macro-prudentielle, dans laquelle les banques centrales auront un rôle prépondérant.

Pour sa part, la Banque de France contribue à la sortie de crise et au maintien de la stabilité financière, au moins sous trois angles :

- naturellement, et c'est une de ses missions essentielles, elle veille à la liquidité, particulièrement celle des marchés interbancaires, qui est au cœur des préoccupations de stabilité financière. La liquidité est, en effet, une condition de l'efficience des marchés, sa disparition soudaine pouvant déclencher une crise systémique. Or, dans l'environnement financier actuel, marqué par un très fort degré d'interconnexion des agents, une part considérable de la gestion des bilans et des montages financiers repose sur la présomption que les marchés d'actifs sous-jacents rempliront régulièrement leur fonction de transfert, grâce à la présence permanente de contreparties. Pourtant, comme on l'a observé depuis 2007, la liquidité des marchés, c'est-à-dire la possibilité d'y réaliser à tout instant des transactions aux prix courants, n'est jamais pleinement assurée et l'une des menaces les plus importantes pesant sur la liquidité des marchés est précisément l'illusion de sa continuité. Cette illusion tient au fait que les acteurs surestiment leur capacité à dénouer ou à couvrir rapidement et dans de bonnes conditions leurs positions. Concrètement, la Banque de France apprécie régulièrement les besoins de liquidité des banques, en quantité, en prix et en durée. Elle gère les titres remis en garantie

par les banques aux opérations de refinancement. Elle veille, aussi, à sensibiliser les acteurs du marché à l'importance qui doit être attachée à la gestion de trésorerie. Les stratégies d'optimisation, visant à voir dans cette activité un centre de profit comme un autre, ont en effet montré leurs limites ;

- la Banque de France exerce, par ailleurs, plusieurs responsabilités de surveillance. En premier lieu, la supervision du système bancaire français est adossée à la Banque de France qui assure le secrétariat général de la commission bancaire. Cette fonction va se renforcer avec la décision récente du Gouvernement de lui confier la gestion d'une nouvelle autorité réunissant l'agrément et le contrôle des banques et des assurances. En second lieu, la Banque de France assume la surveillance des systèmes de paiement qui sont également essentiels à la stabilité financière, compte tenu notamment des montants échangés quotidiennement en France (de l'ordre de 400 milliards d'euros en moyenne par jour, soit plus de 20 % du produit intérieur brut annuel). Par ailleurs, la sécurité des moyens de paiement scripturaux contribue à la confiance des utilisateurs dans la monnaie, d'autant plus que l'usage des moyens de paiement scripturaux est très développé en France (250 paiements par habitant en 2008, une des moyennes les plus élevées en Europe) ;

- la Banque de France est aussi en pointe en Europe dans l'évaluation de la situation financière des entreprises. Notre maillage territorial permet d'analyser les risques des entreprises de manière fine, et de suivre leur financement. En outre, la cotation que la Banque de France attribue à ces entreprises, c'est-à-dire une appréciation sur leur capacité à honorer leurs engagements financiers à un horizon de trois ans, est utilisée pour les besoins de la politique monétaire. Elle permet de sélectionner les créances mobilisables par les banques pour leur refinancement auprès de l'Eurosystème ainsi que pour les besoins du contrôle prudentiel (afin d'apprécier la solidité des actifs bancaires). Enfin, en octobre 2008, la Banque de France a pris en charge la conduite, dans chaque département, de la médiation du crédit. A ce jour, près de 20 000 entreprises ont saisi la médiation du crédit pour résoudre des difficultés de financement. Dans près de deux cas sur trois, les dossiers sont clôturés positivement avec le concours des établissements de crédit, d'Oséo et des services de l'Etat. Au total, plus d'un milliard et demi d'euros ont été débloqués et plus de 160 000 emplois confortés.

Extrait du rapport « L'économie française 2009 », INSEE

Face à la crise financière, les banques centrales et les Etats sont intervenus massivement ⁽¹⁾

(...)

A partir de l'année 2007 et plus encore au cours de l'année 2008, la crise financière initiée aux Etats-Unis sur le marché des *subprimes* s'est étendue à la totalité des marchés financiers dans le monde. Au-delà de leur action contra-cyclique traditionnelle, les politiques monétaires et budgétaires ont été mobilisées pour pallier les dysfonctionnements de certains marchés et pour éviter les faillites en chaîne d'établissements financiers ou la disparition de grandes entreprises du fait d'une chute brutale de la demande (secteur automobile, notamment).

Les principales banques centrales (Réserve fédérale aux Etats-Unis (Fed), BCE ou Banque d'Angleterre) sont intervenues rapidement, dès l'été 2007, de façon massive et répétée : elles ont augmenté la quantité de liquidité fournie aux banques et elles ont baissé leurs taux directeurs. Il s'en est suivi une période de relative stabilisation courant 2008. Toutefois, en septembre, la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers a provoqué un fort regain de tensions. Les établissements financiers ont alors, nettement revu à la hausse la probabilité qu'ils attribuaient au défaut des autres banques, ce qui a conduit à un blocage des marchés interbancaires, les banques refusant de prendre le risque de se prêter entre elles. Pour maintenir la stabilité du système financier, les banques centrales sont intervenues de façon encore plus massive et les Etats ont complété leurs actions. Ils ont notamment renforcé le capital des banques ou apporté leur garantie à leurs emprunts, afin de restaurer la confiance entre les banques. Ils ont aussi mené des politiques budgétaires expansionnistes en complément des politiques monétaires (*policy-mix*)...

(1) Jean-Charles Bricongne, division Synthèse conjoncturelle.