



TAUX D'INTÉRÊT ET RISQUE DES ENTREPRISES

YVES ULLMO*

Un article récent de Patrick Artus a rouvert une controverse sur l'importance de l'effet taille dans la fixation des taux des crédits aux entreprises, c'est-à-dire sur la différence du coût du crédit pour les grandes entreprises et pour les petites. Sans doute, en tout état de cause, cette différence peut s'expliquer pour partie par l'existence de coûts fixes d'examen de ces dossiers et de surveillance ultérieure de la situation financière de l'emprunteur, dont on peut penser, bien qu'aucune information précise ne soit disponible sur ce point, qu'ils ne sont pas nécessairement très différents entre grandes et petites entreprises. Et ces coûts s'appliquent à des montants inégaux. Mais la question fondamentale est la suivante : cet effet taille est-il expliqué par la différence de risque ? Les petites entreprises constituent-elles pour les banques un risque plus important que les grandes ? Comment les banques prennent-elles en compte le risque dans la fixation de leurs taux créditeurs ?

La thèse de Patrick Artus s'appuie sur le tableau suivant tiré de travaux de la centrale de bilans de la Banque de France.

Elle peut se résumer comme suit :

- parmi les entreprises risquées, les petites payent plus que les grandes ;
- les petites entreprises industrielles (risquées ou non risquées) payent plus que les grandes ;
- l'écart entre les petites et les grandes entreprises est plus fort pour les entreprises risquées¹.

* Article paru dans la revue *Banque*, n° 526, avril 1992, pp. 339-344.

Tableau 1
Coût de l'endettement et risque
 Coût de l'endettement (%)

	1987	1988	1989
Toutes entreprises			
• petites	21,9	18,7	19,4
• moyennes	13,5	12,8	12,7
• grandes	10,4	10,1	10,6
Entreprises risquées			
• petites	24,1	22,5	22,7
• moyennes	14,2	13,1	12,9
• grandes	10,2	11,2	10,4
PMI			
• peu risquées	14,8	14,8	16,9
• très risquées	17,8	17,0	15,1
Grandes entreprises industrielles			
• peu risquées	10,6	9,8	11,1
• très risquées	10,1	12,0	11,0

Source : Centrale des bilans, Banque de France/CDC.

2

Pour Patrick Artus, d'où peut venir cette situation ?

- de l'impossibilité qu'ont les petites entreprises de faire jouer la concurrence entre crédits bancaires et titres désintermédiés, coûtant les taux de marché, ce qui explique l'importance de l'écart de taux suivant la taille ;
- de l'insuffisance de la notation des entreprises qui rend difficile et coûteuse l'évaluation de la qualité des emprunteurs, petits en particulier ;
- de mauvais critères d'évaluation de la part des banques ;
- d'une faible compétition entre établissements prêteurs pour obtenir la clientèle des emprunteurs : aucun ne fait l'effort d'analyse qui lui permettrait d'offrir des conditions plus favorables aux entreprises les plus saines.

Quelle qu'en soit la source, pour P. Artus, elle implique une mauvaise allocation des financements et un frein à l'investissement efficace des PMI solvables.

Avant d'entrer dans une discussion de fond, quelques remarques techniques s'imposent :

- la source utilisée (bilans collectés par la Banque de France) ne fournit que des taux apparents, c'est-à-dire qu'on raisonne toutes sources de crédits confondues, alors qu'une analyse en termes de taux



à l'acte retraçant les différences selon les différentes catégories de crédit serait plus éclairante. En effet, la structure de l'endettement explique en tout état de cause, pour partie, la différence du coût de l'endettement entre petites et grandes entreprises. Les petites entreprises endettées à court terme supportent proportionnellement plus le poids de cet endettement². Surtout, les PME ont moins accès aux « autres emprunts » (prêts intra-groupes, billets de trésorerie en particulier) réputés moins chers, et elles recourent davantage aux emprunts bancaires, alors que les conditions dont bénéficient les grandes entreprises, tant sur le marché que dans leurs relations avec les banques ne tiennent pas suffisamment compte de leurs risques respectifs. Enfin, les taux des crédits à court terme étant plus élevés que ceux à moyen et long terme, ceci pèse sur le coût moyen de leur endettement en comparaison de celui des grandes entreprises ;

- par ailleurs, Patrick Artus n'utilise pour ces comparaisons que les classes extrêmes de risque de la Banque de France³. Or, la classe la plus risquée présente des taux d'intérêt apparents moins élevés que ceux des classes risquées voisines. Le fait de présenter seulement ces classes extrêmes renforce l'idée selon laquelle les banques ne tiennent pas compte du risque. Le trait est ainsi forcé, mais demeure.

Pour aller plus loin dans l'analyse, on s'appuiera sur un article récent paru dans *Actualité bancaire*⁴ qui lui-même s'appuie sur les travaux menés, pour le Conseil national du crédit, dans la cadre de son rapport sur « Le coût du crédit aux entreprises selon leur taille » (1989).

Différents éléments doivent être pris en compte.

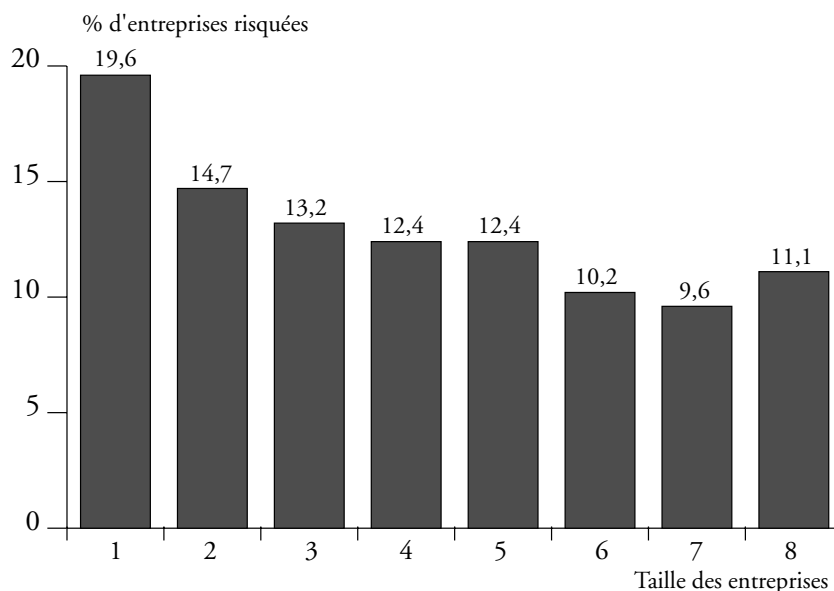
Une enquête qualitative auprès des entreprises réalisée à l'occasion de la préparation de ce rapport. Cette enquête, qui a un caractère subjectif, montre que la « situation financière de l'entreprise exerce un rôle déterminant sur les conditions pratiquées par les banques ».

Un pourcentage analogue (80 %) de petites et grandes entreprises considèrent que leur situation financière joue un rôle très important dans les conditions que leur font les banques. La taille de l'entreprise est le second critère en importance, son influence est d'ailleurs plus ressentie par les grandes entreprises (51 % du total des répondants) que par les petites (45 %).

La centrale de bilans a travaillé avec le score Z. Elle fait ressortir que :

- pour les seules PME, il y a bien liaison entre la taille et le risque⁵ ;
- par contre, pour les grandes entreprises, le lien entre coût de l'endettement et évaluation du risque est moins net : il y a bien une certaine hiérarchisation du taux apparent selon le risque encouru, mais les écarts sont très limités ; de plus certaines entreprises très lourdement endettées sont des entreprises publiques, ce qui explique que leur prime de risque, très atténuée, pèse sur l'échantillon ;

Graphique 1
Taille des entreprises et risques



4

- l'éventail des taux apparents entre PME à score très défavorable et PME à score très favorable est beaucoup plus large que chez les grandes entreprises ;

- autre conclusion un peu surprenante au premier abord : la hiérarchie des taux est plus resserrée pour les entreprises à score défavorable que pour celles à score favorable.

Tout se passe comme si la traduction du risque dans les taux apparents était forte dans les entreprises saines et relativement atténuée dans les autres entreprises.

Pour ce qui concerne les entreprises peu risquées, celles-ci ont une structure de bilan qui leur permet de gérer avec beaucoup plus de souplesse leurs besoins de financement et surtout de mieux négocier leurs conditions. Selon leur type d'activité (marché interne ou exportation, produits ordinaires ou production donnant lieu à des acomptes clients...), ces entreprises peuvent recourir à une gamme plus ou moins large de financements plus ou moins avantageux.

Par contre, pour les entreprises risquées, la lourdeur de leur structure financière et l'appel à des concours généralement plus onéreux expliquent largement le fait qu'elles apparaissent toutes avec des taux apparents élevés peu différenciés.

D'autres explications complémentaires peuvent être avancées :

- la relative indifférenciation des taux entre entreprises aux scores défavorables signifie peut-être qu'il y a certaines péréquations de fait des taux facturés à l'ensemble de cette population ;
- les taux de certains concours sont plafonnés pour éviter d'enfreindre la loi sur l'usure ; vrai à l'époque de l'étude, ce facteur ne joue plus, ou beaucoup moins, avec la réforme du taux de l'usure ;
- la prise en compte du risque peut se faire de deux façons : au niveau individuel en appliquant une prime de risque adaptée à chaque cas ; au niveau de catégories d'entreprises, pour lesquelles le taux de défaillance servira à évaluer statistiquement une prime de risque catégorielle, liée à la taille. Il semble que la deuxième méthode soit plus souvent appliquée, la prise en compte du risque individuel intervenant de manière additionnelle ;
- la prise en compte du risque ne se fait pas uniquement par le taux facturé mais aussi par le refus de financer certaines demandes ; on peut parler ici d'un effet d'éviction. On peut simplement le déduire, sinon pour les crédits d'exploitation courante mais pour les crédits à moyen et long terme, de ce qui vient d'être dit sur la structure financière des entreprises risquées.

L'enquête spéciale déjà mentionnée de la Banque de France réalisée à l'occasion du rapport du Conseil national du crédit fournit des informations intéressantes relatives à la *liaison entre les taux à l'opération et le risque*.

Enquête sur les taux à l'opération, comme les enquêtes trimestrielles de la Banque, elle avait l'avantage d'inclure la cote Banque de France (ajoutée par les comptoirs après que le questionnaire eut été rempli par l'entreprise). Ainsi le coût du crédit à l'opération⁶ a-t-il pu être mis en relation avec la qualité de la signature de l'emprunteur.

Cette enquête confirme la différence de taux selon le risque encouru, mais elle permet de constater que la traduction du risque en termes de taux n'est pas la même selon la nature du crédit obtenu, et cela pour toutes les tailles d'entreprises.

Les écarts pour les entreprises à cote 3 (la plus satisfaisante), et cote 5 (situation motivant des réserves)⁷ étaient les suivants en 1988 :

Tableau 2

	Grandes entreprises	PME	
		De 100 à 500 salariés	Moins de 100 salariés
Escompte	0,30	0,26	0,60
Découvert	0,30	0,30	0,89
Autres crédits	0,60	0,48	1,02



Ces résultats appellent les remarques suivantes :

- la prise en compte du risque est meilleure pour les entreprises de moins de 500 salariés ;
- par contre, elle est analogue pour les PME les plus importantes et les grandes entreprises ;
- on peut s'étonner de la faible différenciation, pour les différences de taux selon les risques, entre découverts et escompte, sauf pour les entreprises de moins de 500 salariés, alors que l'escompte offre les garanties du droit cambiaire ;
- enfin, il faut souligner que à taille et à risque égal, l'enquête fait ressortir une forte dispersion des taux entre entreprises.

Enfin, toujours à l'occasion du rapport du Conseil national du crédit, une enquête effectuée par le professeur Dietsch fait ressortir que les taux du crédit sont fortement influencés par la capacité de négociation des entreprises, en particulier par *l'information* rétrospective et prospective qu'elles fournissent aux banques. Cette constatation doit être mise en rapport avec celle qui résulte d'une enquête auprès des PME en Allemagne, en Grande-Bretagne et en France, réalisée par le cabinet Brossard pour le Conseil national du crédit : les PME françaises estiment bénéficier d'une plus grande marge de négociation des taux et d'une meilleure transparence tarifaire que les PME allemandes et anglaises.

Deux autres questions doivent être évoquées : comment vont évoluer dans le temps les différentiels de taux à l'opération ? Y a-t-il des indices selon lesquels les PME ressentent plus un éventuel *credit crunch* que les grandes entreprises ?

- Sur le premier point, le suivi du rapport du groupe de travail du Conseil national du crédit effectué en 1990 mettait l'accent sur le renforcement du phénomène de marchandisation des conditions débitrices. Il soulignait le fait que le renforcement de la marchandisation des conditions de financement des entreprises ne résulte pas d'un recours accru aux financements directs de marché, mais de la marchandisation des conditions débitrices des crédits bancaires dont les index de référence sont de plus en plus des taux de marché. En effet, le taux de base bancaire qui affectait plus de 98 % des crédits à taux variable en 1984 (mesurés en montants) n'en affectait plus que 35 % en 1988, 28,3 % en 1989⁸.

Mais cette marchandisation des conditions débitrices n'a pas la même ampleur selon que l'on raisonne en fonction du montant des crédits distribués ou du nombre des dossiers. L'indexation sur les taux de marché n'acquiert une signification que pour les crédits d'un montant assez important supérieur à 2 millions de francs pour l'escompte et les prêts à long et moyen terme et à 0,5 milliard de francs pour les

autres crédits à court terme. En effet, en nombre, plus de 80 % des crédits à court terme à taux variable restent indexés sur le taux de base bancaire.

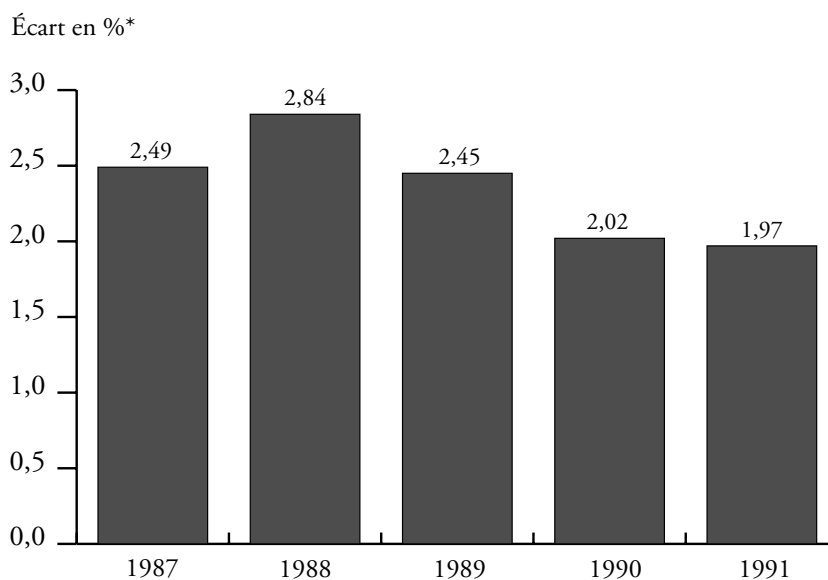
Le rapport du Conseil national du crédit mentionnait par ailleurs que les écarts de taux selon la taille des entreprises se rétrécissent quand les taux montent et s'accroissent quand les taux baissent, ceci en raison d'une certaine inertie dans la fixation du TBB. Ce phénomène constaté sur la période 1979-1987 s'est sans doute poursuivi jusqu'en 1990, l'usage accru des références de taux monétaires ne pouvant en effet que le conforter.

Toutefois, la modification récente des déterminants du taux de base bancaire en réduit l'ampleur, voire le fait disparaître, puisque cette modification rend le taux de base bancaire beaucoup plus sensible aux évolutions du marché qu'il ne l'était antérieurement.

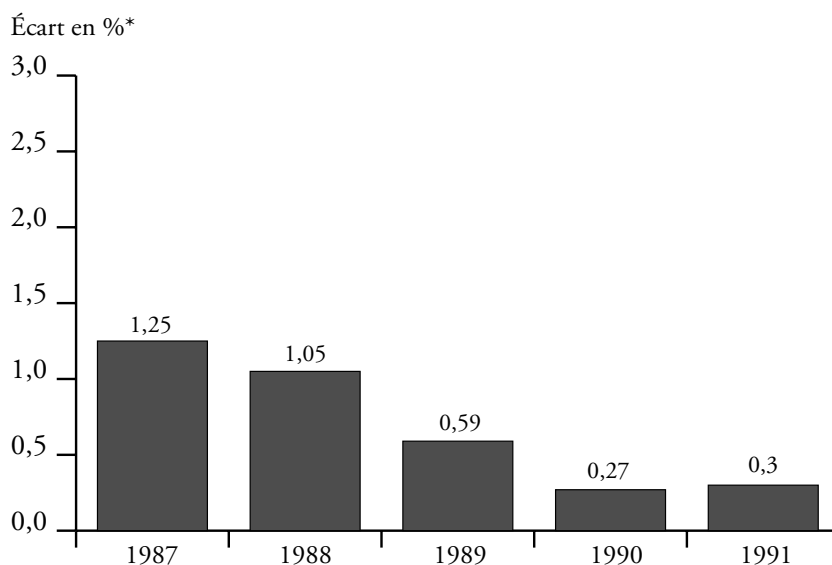
En effet, l'article paru dans *Actualité bancaire* fait ressortir une baisse de l'écart du coût du crédit à l'opération entre les grandes entreprises et les PME depuis 1987 pour les crédits à long et moyen terme.

Graphique 2
Écart de coût du crédit entre grandes entreprises
et PME - France

Découvert



Crédit à moyen et long terme



Source : Banque de France, enquête trimestrielle (moyenne des résultats de l'année).

(*) Écart observé entre le taux des crédits compris entre 100 000 francs et 300 000 francs et celui des crédits compris entre 2 millions et 10 millions de francs.

Il est en particulier remarquable qu'alors que les taux de refinancement à trois mois ont augmenté en moyenne annuelle en 1989 et 1990, ils ont baissé en 1991 tandis que le différentiel sur le découvert a continué à diminuer et que l'écart du différentiel sur le moyen terme n'a augmenté que faiblement. Il n'y a pas d'explications évidentes à ce phénomène au demeurant positif pour les PME. Sans doute les efforts de productivité des établissements de crédit leur ont permis en tendance d'abaisser leur point mort ; la situation conjoncturelle difficile de 1991 a pu aussi renforcer la concurrence entre les banques alors que la montée des risques - 55 000 défaillances d'entreprises en 1991 contre 35 000 en 1990 - aurait pu justifier une remontée des écarts.

- Sortant du sujet strict de cet article, on peut se demander si conformément à des informations qualitatives, ponctuelles mais fréquentes, les PME souffrent de restrictions spécifiques à l'accès au crédit dans la conjoncture difficile de la fin d'année 1990 et du début 1991.

Globalement, il est loin d'être démontré qu'il y ait *credit crunch* : bien que la croissance des crédits aux entreprises - comprenant il est vrai l'essentiel des crédits promoteurs et marchands de biens en très forte progression en valeur absolue - ait nettement ralenti en 1991, leur rythme reste supérieur à celui de la progression du PIB en valeur,

ce qui signifie que le stock d'endettement finance un flux de production de plus en plus réduit.

À cet égard, il est dommage que les enquêtes de l'Insee ne comportent plus de questions qualitatives sur les plus ou moins faciles conditions d'accès au crédit des entreprises⁹ et que n'ait pas été renouvelée une enquête Banque de France croisant les taux à l'opération avec la cotation Fiben, comme l'enquête du Conseil national du crédit l'avait fait en 1988.

Si l'on pousse plus loin la réflexion, on peut avancer que le terme de « *credit crunch* » comporte trois significations différentes :

- à l'origine, aux USA, des restrictions quantitatives dues à la désintermédiation d'une ressource à taux plafonné chez les établissements : c'était le cas des crédits à l'habitation distribués par les « *savings and loans* », dont la ressource disparaissait quand les taux créditeurs de marché devenaient supérieurs à leur plafond spécifique imposé. Aucun phénomène de la sorte n'a été constaté en France et, aujourd'hui, en raison de la libéralisation de notre système financier, il ne pourrait en théorie s'appliquer qu'aux seuls prêts pour logements sociaux financés sur les livrets A ;

- un ralentissement de la croissance des crédits qui serait lié à la contrainte des ratios Cooke. Ce phénomène, qui pourrait s'être manifesté dans la période récente au Japon et aux USA, n'a pas joué sur les banques françaises ;

- une attitude plus restrictive des banques face à la montée des risques. C'est ce troisième phénomène qui a été décelé aux États-Unis par la FED grâce à des enquêtes menées auprès des banques. *A fortiori* n'est-il pas possible de déceler si d'éventuelles attitudes plus restrictives viseraient plus particulièrement les petites entreprises.

Ces différentes investigations permettent de dégager quelques conclusions dont il faut bien souligner qu'elles comportent encore une large zone d'incertitude :

- le risque est bien pris en compte pour la détermination du taux de crédit aux entreprises ;

- il n'explique pas tous les différentiels de taux, même compte tenu des frais fixes d'ouverture et de gestion des dossiers ;

- il joue moins pour les grandes entreprises que pour les PMI ;

- l'état de la concurrence joue sans doute un rôle dans la fixation des taux. À cet égard, on peut avancer que la concurrence est sans doute trop forte pour les grandes entreprises dans la mesure où, précisément, il semble y avoir une insuffisante prise en compte du risque ; par contre il est possible qu'existent des effets de domination et de clientèle pour les PMI¹⁰ ;



- il semble que les banques ne sont pas outillées et informées de façon pleinement satisfaisante pour connaître le risque des PME. On a vu qu'une meilleure connaissance apportée par l'entreprise facilite la négociation de ces taux. Les possibilités du *credit scoring* semblent seulement au début de leur exploitation...

Plus généralement, on peut s'interroger sur la connaissance relative qu'ont de leurs débiteurs les banques d'une part et les entreprises d'autre part, dans le cadre pour celles-ci du crédit interentreprises comme sur les garanties dont disposent les uns et les autres. Mais ceci est une autre histoire...

NOTES

1. Une erreur dans la reproduction du tableau ci-dessus conduisait également à l'idée que, parmi les PMI, les peu risquées payent moins que les très risquées.
2. En effet, les PME sont moins nombreuses (proportionnellement) à être endettées à court terme. Par contre, celles qui le sont recourent davantage à ce type de financement que les grandes entreprises, 25 % des PME n'ont pas de concours bancaires courants contre 10 % chez les grandes entreprises mais le 3e quartile du ratio CBC/endettement est plus élevé chez les PME : il s'agit des PME les plus risquées.
3. Le risque est mesuré d'après le score Z établi par la Banque de France qui donne une bonne prédiction de la probabilité de défaut des entreprises. Il s'agit néanmoins d'une mesure *ex ante* et non d'un risque réalisé. *A fortiori* le coût *ex post* de la réalisation du risque pour la banque ne peut être ainsi pris en compte.
4. N° 138, semaine du 6 au 12 janvier 1992.
5. Sous réserve de l'observation ci-dessus sur la classe extrême de risque qui ne concerne que le taux d'intérêt apparent. À ne considérer que la répartition des entreprises à mauvais score, on constate bien que la proportion des entreprises dans la classe la plus risquée (comme dans les autres classes risquées) est d'autant plus forte que la taille est petite.
6. Si la cote est un indicateur sommaire du risque, il n'en demeure pas moins que son rapprochement avec les taux à l'opération est intéressant car ces derniers comparés aux taux apparents ne sont pas biaisés par la chronologie des emprunts contractés à différents taux, par les fluctuations dans l'usage des crédits, par les frais financiers relatifs à des concours non bancaires...
7. On ne reproduira pas ici les résultats pour les cotes 6 (cote qui suscite les plus fortes réserves) car peu nombreuses dans l'enquête, surtout parmi les grandes entreprises.
8. Ce chiffre, non disponible depuis cette date, devant maintenant osciller entre 25 et 30 % selon les périodes.
9. L'enquête financière de la Banque de France, dans sa nouvelle formulation, pose aux établissements de crédit une question sur leur stratégie prévue en matière de crédit aux entreprises (comme d'ailleurs aux particuliers).
10. Une analyse effectuée à partir de la centrale de bilans de l'Insee fait ressortir de fortes différences de taux apparents selon les départements. Il est possible, mais ceci mériterait une analyse approfondie, que cette différence corresponde à une concurrence plus ou moins grande des établissements selon les places financières, elle-même liée à leurs présences relatives.