

ENDETTEMENT DES ENTREPRISES ET BANQUES : PEUT-ON PARLER D'UN RATIONNEMENT DU CRÉDIT ?

JEAN CORDIER ET PIERRE SICUSIC*

De toutes les approches que l'on peut suivre pour expliquer les évolutions conjoncturelles du marché du crédit, en particulier en France et au cours des années 90, la notion de rationnement du crédit paraît loin d'être la plus pertinente. Certes le canal monétaire ne permet pas à lui seul d'expliquer les évolutions observées, en particulier le fort ralentissement de la distribution du crédit survenu de 1993 à 1996. Pour autant, il paraît abusif d'invoquer un rationnement du crédit bancaire. Le mouvement récent paraît plus sûrement relever de la combinaison de deux facteurs : le jeu normal du canal de la dette (ou canal large du crédit) contribuant au retour à l'équilibre du marché du crédit, après une phase de sur-réaction de celui-ci, consécutive à la déréglementation financière de la fin des années 80.

163

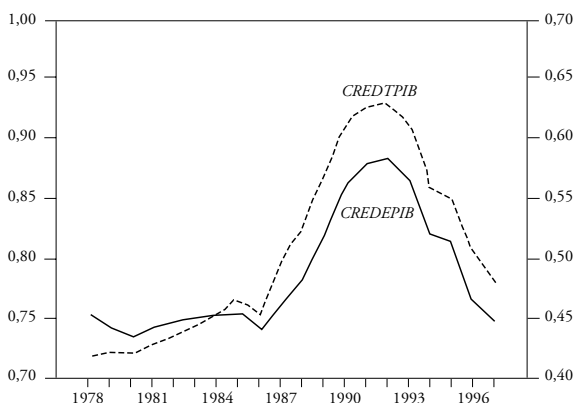
Après avoir rappelé quelques faits stylisés de l'évolution du marché du crédit bancaire en France, nous évoquerons la nécessité de compléter le canal monétaire par le canal du crédit, nous cernerons la portée possible du canal de la dette, y compris le rationnement, nous préciserons la contribution spécifique du canal du crédit bancaire et nous finirons en formulant l'hypothèse d'un ajustement nécessaire du marché du crédit après la sur-réaction de la fin des années 80.

EVOLUTION DU MARCHE DU CREDIT BANCAIRE

Au vu du graphique n° 1, il est aisé de noter que le ralentissement de la distribution du crédit aux sociétés à partir de 1992-1993 a succédé à une forte accélération observée pendant la seconde moitié des années 80. Ce mouvement de va et vient est en outre tout à fait spécifique au marché du crédit bancaire, la dette consentie par les entreprises sous forme de titres négociables ne suivant pas ce profil accusé (graphique n° 2).

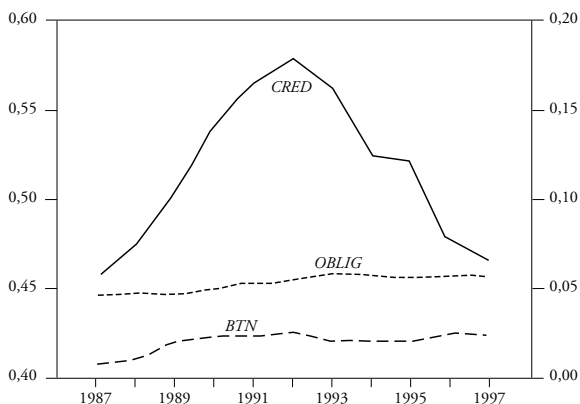
* Banque de France, Direction des Etudes Economiques et de la Recherche

Graphique n° 1
Encours de crédit bancaire



CREDTPIB : crédits à l'économie/PIB ; CREDEPIB : crédits aux sociétés/PIB, échelle de droite
Source : Statistiques monétaires (DESM, Banque de France)

Graphique n° 2
Éléments de la dette des sociétés

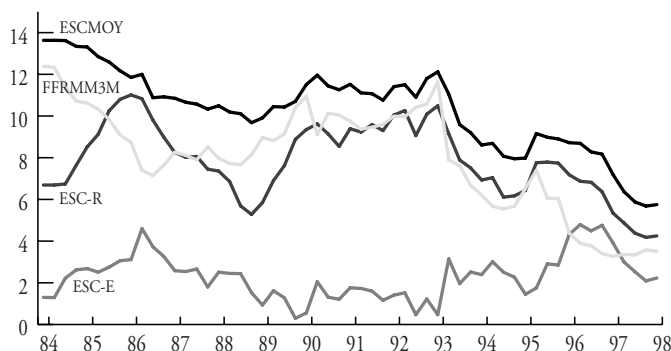


CRED : crédits/PIB ; OBLIG : obligations/PIB, échelle de droite ; BTN : billets de trésorerie/PIB, échelle de droite. Source : Statistiques monétaires (DESM, Banque de France)

Caractériser le marché du crédit bancaire, c'est également observer le graphique 3, qui présente les évolutions du taux débiteur, comparés comme il se doit à celles du taux du marché monétaire (à 3 mois). On retrouve alors la constatation habituelle que le taux d'intérêt débiteur n'a pas fluctué autant que le taux de marché. Cela étant, tous deux ont atteint simultanément un pic en 1992 puis ont connu un mouvement de baisse prononcée, interrompue provisoirement fin 94 et début 95.

L'analyse de ces évolutions nécessite-t-elle de recourir à la notion de rationnement ? La forte progression du crédit des années 80 correspond à la phase de libération financière de l'époque, laquelle accompagnait en outre l'amélioration des résultats des entreprises qui débuta au milieu des années 80. La suppression de divers mécanismes de rationnement administratif, au premier rang desquels l'encadrement du crédit, correspond à un choc *ex ante* sur l'offre de crédit bancaire. La distribution de crédits pourrait également avoir été soutenue par l'amélioration des situations financières. Il reste que l'ampleur du mouvement peut faire problème : a-t-il permis d'atteindre rapidement un point d'équilibre durable ?

Graphique n° 3
Taux débiteur



165

ESCMOY : Coût moyen de l'escompte - FFRMM3M : Taux du marché monétaire (3 mois)
 ESC/E : Ecart entre taux débiteur et taux monétaire - ESC/R : Taux débiteur réel, taux débiteur moins le glissement des prix à la production du trimestre t-2 à t+2
 Source : Enquête Coût du Crédit (Direction de la Conjoncture, BdF) ; Comptes trimestriels (INSEE)

En contrepoint, le ralentissement des années 90 est plus difficile à cerner. Il pose un double problème d'identification.

- Correspond-il à une raréfaction de l'offre de crédit bancaire, indépendante de celle de la demande ?

- Et, si oui, ceci reflète-t-il l'ajustement d'un marché équilibré par les prix ou bien faut-il invoquer des mécanismes plus dramatiques de rationnement ou de « credit crunch » ? A moins qu'il ne s'agisse là que du contrecoup d'une sur-réaction enregistrée lors de la phase d'expansion précédente.

CANAL MONETAIRE ET CANAL DU CREDIT POUR LES BANQUES

Une grille d'analyse est ainsi nécessaire tant les explications potentielles sont imbriquées. Ces dernières années, pour souligner le rôle des banques dans le financement des entreprises, on a fait abondamment appel à la

notion de canal du crédit. Il faut affirmer que les mécanismes décrits sous ce vocable sont complémentaires du canal monétaire habituel, dont le crédit bancaire constitue bien évidemment un élément essentiel. L'activité bancaire participe à la fois du canal monétaire et du canal du crédit, lesquels en outre coexistent. Cela explique la difficulté que l'on éprouve à évaluer en pratique l'importance spécifique du comportement d'offre de crédit bancaire dans le financement des entreprises.

La participation des banques au canal monétaire constitue donc le point de départ de toute analyse de l'offre de crédit. Le crédit bancaire représente la principale source de financement des entreprises, y compris dans les économies dites « de marchés financiers ». Le modèle de Klein (1971), qui sert de référence traditionnelle pour l'analyse macro-économique du comportement bancaire, décrit une offre de crédit qui ne laisse de place qu'au canal monétaire. Placées en situation de concurrence monopolistique, les banques fixent les taux débiteurs en ajoutant un mark-up constant au taux de marché, si bien que les fluctuations de l'offre de crédit ne se distinguent pas de celles de l'offre de fonds prêtables dans son ensemble. Le seul problème empirique qui se pose est de savoir si l'indexation du taux débiteur se fait sur un coût marginal ou sur un coût moyen de la ressource bancaire à laquelle l'offre de crédit est adossée. C'est le caractère plus ou moins rapide de la rotation des encours de crédit qui va être déterminante de ce point de vue. La part croissante des crédits à court terme ou à taux variable renforce le rôle du coût marginal : la vitesse d'indexation du taux débiteur est ainsi très rapide dans les pays où les banques commerciales sont supposées prêter court (ou ce qui revient au même à taux variable). Une part importante d'indexation sur le coût moyen conduit à l'inverse le taux débiteur à réagir de façon beaucoup plus retardée aux fluctuations des conditions monétaires courantes : la faible amplitude relative des fluctuations du taux débiteur en France peut refléter une inertie encore importante des comportements de mark-up, en dépit du développement rapide des indexations sur les taux de marché à la fin des années 80 (Baumel et Sevestre, 1997). Nous reviendrons sur ce point.

Cette première approche de l'offre de crédit mérite d'être complétée puisque les fluctuations des taux débiteurs sont très loin de suffire à expliquer celles des encours de crédit (MEFISTO, 1993). Cela rejoint la question de la portée du canal monétaire dans son ensemble : il s'est avéré en effet fort difficile de trouver empiriquement un effet très significatif des taux d'intérêt sur la demande finale, et donc le crédit ; les effets habituels de substitution paraissent généralement très faibles. Comme il apparaît à de nombreux auteurs que les chocs monétaires ont malgré tout un impact important, il faut bien invoquer un processus spécifique qui vienne « magnifier » l'impact initial des taux de marché, selon l'expression de Bernanke et Gertler (1995) dont les simulations VAR étayent la thèse pour les Etats-Unis. C'est la thèse du canal du crédit.

Les banques occupent là encore une place prépondérante. Sous ce chapitre, deux approches se complètent, que l'on intitulera par commodité canal de la dette et canal du crédit bancaire.

CANAL DE LA DETTE

Le canal de la dette (aussi nommé canal large du crédit) résulte de la prise en compte par le prêteur, qu'il soit ou non bancaire, de la situation de solvabilité et de liquidité de l'emprunteur. De ce point de vue, la structure financière des entreprises devient, avec le taux servi, un argument essentiel de l'offre de fonds prêtables. Il va de soi que ce raisonnement vaut pour l'offre de crédit bancaire.

1. Une façon de prendre en compte ce raisonnement consiste à introduire une prime de risque de défaut dans le taux débiteur. Le modèle de Klein s'accommode d'ailleurs fort bien de cela, mais la facilité pousse très souvent à considérer cette prime comme constante au cours du temps. Le canal de la dette veut au contraire que cette prime soit variable et dépende d'indicateurs de solvabilité ou de liquidité (ratios de dettes versus fonds propres ou cash flows ; valeur des collatéraux...). Les modèles de taux débiteurs peuvent alors intégrer comme variables explicatives des indicateurs de position relative des financements internes et externes. Les retards d'ajustement des taux débiteurs aux taux de marché peuvent en partie être expliqués par ce mécanisme : une phase de ralentissement conjoncturel, accompagnée d'une baisse des taux de marché, ne se traduira pas par une baisse aussi importante des taux débiteur tant que le stock d'endettement n'est pas lui-même suffisamment ajusté à la baisse. Toutefois, si ce mécanisme peut compléter effectivement le canal monétaire, il ne paraît pas être d'une importance considérable, notamment dans le cas de la France, où les modèles de taux débiteur de ce type n'apportent que peu de pouvoir explicatif supplémentaire par rapport aux modèles à prime de défaut constante (Boutillier et Cordier, 1994).

167

2. Pour que le canal de la dette ait des effets importants sur les volumes de crédit accordés, il faut imaginer un ajustement sensible des quantités de fonds prêtés, ne se traduisant pas par une sur-réaction des taux débiteurs, à tout le moins tels qu'ils sont mesurés *ex post*. Face à une montée des taux de marché, des emprunteurs peuvent se trouver désolvabilisés. La hausse observée des taux, de marché et débiteurs, n'est pas une bonne mesure de l'accroissement du coût du financement externe, qu'il provienne des banques ou d'autres prêteurs. C'est le fondement de l'hypothèse du canal de la dette.

Cette approche n'est d'ailleurs pas très différente de celle qui mettrait en avant l'existence d'une courbe de demande de crédit très élastique au taux d'intérêt. Il est des situations où un mouvement de taux d'intérêt peut faire basculer la situation financière d'un nombre important d'entreprises marginales. Un choc monétaire restrictif peut alors avoir des effets sensibles sur le crédit bancaire, pour autant que l'endettement soit déjà

élevé et que les entreprises marginales soient concentrées dans la clientèle bancaire. Cette situation peut faire croire à l'existence d'un processus de rationnement du crédit, qu'il n'y a pourtant pas lieu d'invoquer formellement dans ce cas. Le marché du crédit fonctionne en effet de façon efficiente et la demande de crédit s'ajuste, fortement mais normalement, aux conditions de l'offre. On peut noter que dans de tels cas les taux débiteurs évoluent en ligne avec les taux de marché.

Ce type d'analyse est valable notamment lorsqu'il s'agit d'envisager les conséquences d'une révision à la hausse de la prime de risque *ex ante*, survenant au point de retournement d'un boom conjoncturel. La situation actuelle en Asie du sud-est peut pour partie servir d'exemple.

A travers ces considérations, on perçoit qu'il est empiriquement bien difficile de distinguer la question du canal de la dette de celle de la forme de la courbe de demande de fonds, et donc du canal monétaire lui-même. Quoi qu'il en soit, cela justifie que, sur le plan empirique, on essaie de faire figurer, parmi les arguments des fonctions de demande de biens et services, des variables d'endettement, lesquelles contribuent à amplifier l'impact des taux d'intérêt sur la demande finale.

3. Quand faut-il alors vraiment recourir au concept de rationnement de la demande de fonds par l'offre ? Le modèle de rationnement de Stiglitz et Weiss (1981) vaut pour tout type de prêt, qu'il soit bancaire ou non bancaire, et relèverait pour cette raison du canal de la dette. Dans leur introduction (p. 393), les auteurs expliquent que le taux d'intérêt ou l'exigence de collatéraux ne permet pas un filtrage du risque des projets, et qu'il subsiste un effet résiduel d'asymétrie d'information une fois que les banques ont procédé à l'analyse des demandes de prêts. Le rationnement intervient lorsque le taux ne suffit plus à équilibrer le marché et qu'au taux en vigueur des entreprises ne trouvent pas les fonds que justifierait a priori leur situation de liquidité et de solvabilité. C'est l'énoncé de cette dernière condition qui rend le concept bien problématique. Cela ne peut selon nous survenir que dans des situations particulières où il y aurait un désaccord systématique entre les emprunteurs et les prêteurs sur le niveau de risque encouru par ces derniers. Certes, l'asymétrie d'information justifie ce point. Mais c'est justement le rôle et la spécificité des banques, et tout spécialement des banques universelles, que de réduire ce phénomène et de permettre que le marché des fonds prêtables trouve néanmoins un point d'équilibre entre offre et demande. L'apparition d'un rationnement du crédit stricto sensu ne pourrait alors survenir que s'il y avait hausse subite et générale de l'incertitude de façon plus accentuée pour les prêteurs que pour les emprunteurs. Il est difficile d'imaginer que cela résulte de chocs macroéconomiques usuels.

Pour concevoir des situations de rétractation unilatérale de l'offre de crédit bancaire, il faut en fait concentrer l'attention sur le comportement des intermédiaires bancaires eux-mêmes.

CANAL DU CREDIT BANCAIRE

Dans le canal du crédit bancaire, la variable déterminante supplémentaire à prendre en compte dans l'offre de fonds n'est plus la solvabilité des emprunteurs mais la situation financière des intermédiaires bancaires. Il faut là encore distinguer des situations où la gestion de la liquidité bancaire connaît certaines gênes de celles où c'est la solvabilité du système bancaire qui est elle-même en cause.

1. Si l'on tient compte de l'imparfaite substituabilité qui peut exister entre crédits bancaires et titres de dette négociables d'une part, dépôts et ressources de marché (certificats de dépôt et obligations) d'autre part, on aboutit au modèle de Bernanke et Blinder (1988) qui permet d'introduire un coin entre le taux débiteur et les taux de marché. Ce coin dépend notamment des contraintes rencontrées par les banques dans la gestion de leur liquidité. Les réglementations concernant les dépôts introduisent ainsi des distorsions, la réglementation des taux créditeurs et les réserves obligatoires en étant les principales. Les utilisations de ce modèle sont multiples, mais on peut relever en particulier un mécanisme qui renforce le canal monétaire traditionnel : un choc monétaire restrictif entraînant une hausse des taux de marché assèche les dépôts bancaires sans que les banques puissent réagir en relevant leurs taux créditeurs. Elles doivent alors ajuster leur actif en conséquence, en restreignant l'offre de crédit.

Toutefois, la substituabilité entre les postes du passif bancaire a augmenté avec la déréglementation financière, comme le souligne Bernanke et Gertler (1995, p. 41). En France, Rosenwald (1998b) a montré sur des données individuelles d'émissions de CD que le stock émis par une banque donnée a un effet certes statistiquement significatif sur le taux de ses nouvelles émissions, mais économiquement négligeable : un doublement du montant correspond à un accroissement de seulement deux points de base du taux d'émission. Il est peu probable qu'un effet micro-économique aussi négligeable puisse se traduire par un sensible effet macro-économique (si toutes les banques émettent plus de CD face à une contraction de leur dépôt suivant une hausse du taux de marché).

En outre, une des implications du canal bancaire devrait être l'accroissement de la marge de taux entre le taux débiteur pour un type de crédit fixé et le taux de marché, accroissement qui provient de la contraction de la courbe d'offre de crédit bancaire plus prononcée que celle de l'offre de fonds prêtables en général. Cet effet est relevé pour les Etats-Unis par Bernanke et Gertler (1995, p. 43) qui avancent de plus que l'accroissement du « prime rate » sous-estime la hausse du taux débiteur auquel fait face un emprunteur typique, car en période de taux élevé moins d'emprunteurs bénéficient de ce « prime rate ». A l'inverse, on peut tout aussi bien poursuivre le raffinement des effets de composition en conjecturant que la qualité moyenne des crédits effectivement accordés augmentant,

les emprunteurs à haut risque faisant face à des taux qu'ils jugent trop élevés, on aboutirait alors à un écart en diminution entre le taux moyen débiteur (qui comporterait moins de prêts à taux relativement élevé) et le taux de marché. Un tel effet de composition pourrait expliquer l'inertie des taux débiteurs moyens observée pour les Etats-Unis par Berger et Udell (1992, p. 1062). Plus précisément il y aurait une corrélation négative entre l'écart du taux moyen débiteur au taux des bons du Trésor et le niveau du taux des bons du Trésor (alors que Bernanke et Gertler observent une corrélation positive en utilisant un spread calculé à partir du « prime rate »¹). Cette idée est au coeur du modèle de Rosenwald (1998a) pour la France.

Mais au total, l'inertie des taux débiteurs est bien plus compatible avec l'existence d'un canal large que d'un canal bancaire.

2. Un cas particulier et dramatique du canal du crédit bancaire, évoqué bien souvent abusivement, est celui du « credit crunch ». Ne sont plus seulement en cause de simples contraintes pesant sur la gestion par les banques de leur problème de liquidité. C'est le résultat d'un changement radical d'appréciation des marchés quant à la solvabilité même du système bancaire. Ce mécanisme vient en général amplifier le canal de la dette. Si une telle situation survient du fait d'une dégradation sensible des ratios dettes/fonds propres à la suite d'un choc macro-économique, on peut effectivement assister à un ajustement brutal des actifs bancaires afin de re-dimensionner les bilans. A nouveau, ce type d'analyse vaut actuellement pour l'Asie.

3. Au titre du canal du crédit bancaire, on ne peut manquer d'évoquer le rationnement administratif du crédit bancaire, dont la place a été si grande de la fin des années 70 jusqu'au milieu des années 80. L'analyse est ici fort simple : niveau des taux débiteurs et niveau des crédits distribués sont inférieurs à ceux que l'on attendrait d'un marché à l'équilibre sans rationnement.

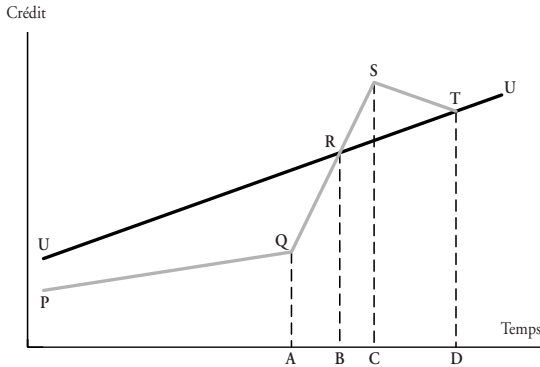
En fait l'analyse devient beaucoup plus délicate lorsqu'il s'agit d'évaluer la phase qui suit la levée des contraintes réglementaires. Il y a une réaction rapide de l'offre et de la demande de crédit, si bien que le marché du crédit peut mettre du temps avant de se stabiliser. Ce n'est plus le « credit crunch » mais le « credit punch »... et ses suites.

SUR-REACTION ET RETOUR A L'EQUILIBRE

Le profil de l'évolution des crédits bancaires en France depuis la levée de l'encadrement du crédit peut suggérer cette interprétation.

1. Le phénomène de sur-réaction après une déréglementation est assez largement admis. Le graphique 4 illustre la nature du processus d'ajustement des stocks avec sur-réaction qui suit une déréglementation.

Graphique n° 4
Réponse du crédit bancaire à la déréglementation



Sans réglementation, les banques auraient choisi une évolution de leurs crédits suivant la droite UU. La réglementation en place jusqu'à la date A contraignait les prêts des banques à évoluer selon la droite PQ. La levée de la réglementation devrait conduire rapidement en R. Une sur-réaction aboutit à des crédits élevés en S. Par la suite, cette sur-réaction sera corrigée par une réduction des crédits selon ST. Cette correction peut être caractérisée comme un « credit crunch », si les banques doivent réduire leurs crédits parce que leur capital n'a pas suivi la hausse du crédit QS, ou parce que, compte tenu de la dégradation de leurs résultats provoquée par l'accroissement des risques encourus dans la phase d'expansion, elles sont devenues plus réticentes aux risques.

171

Dans un environnement réglementé, la stratégie des banques est basée sur les parts de marché, et cette stratégie n'est pas immédiatement modifiée lors de la déréglementation. Si une banque se lance dans l'expansion de crédits, les autres suivront. Ceci se produira car des opportunités de profits à risque se présentent. Mais l'analyse des risques est inadéquate parce que dans le régime réglementé précédent la question ne se posait pas. Finalement les banques cherchent à grossir la taille de leur bilan pour résoudre leurs problèmes de coûts. En effet, la réglementation avait conduit à une structure de coûts qui ne pouvait perdurer dans un environnement concurrentiel. La déréglementation révèle les coûts excessifs et conduit à adopter une stratégie d'expansion qui se révélera à haut risque.

Les enchaînements qui viennent d'être décrits peuvent décemment expliquer l'expansion des crédits observés en France à la fin des années 1980. Drake et Llewellyn (1997, p. 122) avancent qu'ils ont joué dans les pays scandinaves et au Royaume-Uni. Le rapport annuel de la BRI de 1992 (p. 227) suggère que le phénomène de sur-réaction en sortie de réglementation a été universel :

« Ces mêmes pressions [de la concurrence] se sont traduites par une plus grande propension à accepter des risques. En outre, les divers intervenants

ont été incités à prendre sciemment des risques, à pratiquer des tarifs trop bas et à développer de manière excessive leurs activités sous l'effet d'une tendance à privilégier des objectifs de croissance agressifs plutôt que la rentabilité du capital [...]. L'usage assez répandu consistant à évaluer les résultats obtenus par rapport à la moyenne et la crainte de « se laisser distancer » ont favorisé l'uniformisation des jugements, en amplifiant parfois les erreurs individuelles.

Certains de ces éléments font partie intégrante de la concurrence. Ils occupent cependant une place beaucoup plus grande dans la transition conduisant d'un environnement protégé à un milieu ouvert à la concurrence, où, dans le premier cas, les entreprises doivent se limiter à opérer sur des marchés familiers, selon des règles de fonctionnement parfaitement connues, alors que dans le second elles obéissent à de nouvelles règles du jeu. »

2. Fort heureusement, ce scénario se termine par un retour à l'équilibre. Le graphique 1 représentant le rapport des crédits accordés par les institutions de crédits au PIB suggère que ce processus a profondément marqué le ralentissement du crédit bancaire depuis 1992. Le schéma ne précise pas en à lui seul les mécanismes sous-jacents à ce retour à l'équilibre.

Il n'est pas établi que le canal du crédit bancaire ait eu un rôle prépondérant dans cet ajustement.

Si l'on admet que la contraction des crédits provient d'une modification de l'offre des banques, on s'attend à une progression des sources de financement externes non bancaires. Le graphique n° 2 montre au contraire que l'encours d'obligations ou de billets de trésorerie n'a pas contribué à compenser la baisse des encours de crédits.

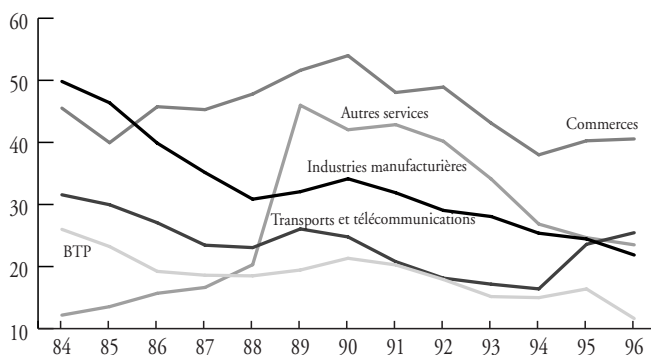
En outre, si la réduction de l'offre des banques après la phase de surréaction provenait de la dégradation de leur situation patrimoniale, à la suite notamment du mécanisme potentiellement dangereux de l'inflation des prix d'actifs, et de leur dégonflement postérieur, cela se traduirait par une rigidification des mécanismes de transmission de la politique monétaire, c'est à dire par une plus grande inertie des taux débiteurs relativement au taux de marché. Or on constate plutôt l'inverse. Certes, les taux débiteurs restent plus rigides que les taux de marché, mais de moins en moins. Des tests ont été effectués sur les données individuelles des enquêtes auprès des guichets bancaires menées par la Banque de France pour la mesure du coût du crédit aux entreprises. Pour l'un d'entre eux, on a réalisé des estimations de taux débiteurs jusqu'en 1994 puis des simulations sur la période postérieure. On observe alors que les taux débiteurs simulés depuis 1994 sont dans l'ensemble supérieurs aux taux débiteurs observés, ce qui indique que la transmission de la baisse des taux de marché aux taux débiteurs n'a pas été freinée. Un autre test consiste à réaliser des régressions glissantes, dont la période d'estimation s'allonge. On pourrait s'attendre à ce que le coefficient du taux de marché se réduise quand l'échantillon incorpore des périodes de faible taux de marché, puisqu'alors les taux débiteurs se rapprochent du « point mort » des banques, résultant des coûts fixes. Conformément à l'intuition, les coefficients sont

plus élevés pour les montants les plus importants. Le résultat marquant est cependant que les coefficients reliant les taux débiteurs aux taux de marché se sont récemment accrus, alors que les coefficients constants captant l'influence des coûts fixes ont diminué. Les taux débiteurs n'ont donc pas été particulièrement inertes face à la dégruée des taux de marché de 1995 à 1997 (Jaillet et Sicsic, 1998).

Ces observations conduisent finalement à revenir au canal de la dette, la situation des emprunteurs justifiant la réduction des crédits accordés depuis 1992. Il faudrait alors trouver des variables qui n'incitaient pas à la réduction de la dette de 1987 à 1992, et qui le feraient depuis 1992. Il ne peut s'agir des taux d'intérêt. L'investissement ne peut pas non plus rendre compte de l'évolution du crédit. L'évolution de l'investissement présente certes la même phase de hausse que les encours de crédits mais l'amplitude en est bien moindre, et de plus, la hausse du taux d'autofinancement à compter de la fin des années 1980 conduisait à une diminution des montants à financer par appel à des ressources externes.

Pour essayer de réconcilier ces faits, il faut plutôt considérer deux types d'emprunteurs, ceux qui investissent dans le capital productif, appelons les « entreprises », et ceux qui investissent dans l'immobilier et les marchés secondaires d'actifs. Ces derniers ne sont pas à l'origine du renforcement des taux d'autofinancement. Le mouvement de sur-réaction de l'offre de crédits qui suit la déréglementation se porte en effet sur des marchés d'actifs plus facilement que sur l'investissement productif. On peut donc imaginer que le rapport encours de crédits aux entreprises sur leur valeur ajoutée n'a pas autant augmenté puis diminué que le rapport encours de crédits aux sociétés, celles-ci regroupant « entreprises » et intervenants sur les marchés d'actifs sur PIB. Le graphique 5 tend à confirmer cette hypothèse en présentant le rapport de la somme des dettes à la somme des valeurs ajoutées des seules entreprises d'après la base BACH des centrales de bilans.

Graphique n° 5
Encours de crédit aux entreprises rapportés à leur valeur ajoutée (%)



Source : BACH (Commission Européenne, DG II)

Le résultat est concluant. La montée des crédits de la fin des années 80 n'y apparaît pas. Il est dès lors vraisemblable qu'une bonne part de la sur-réaction du marché du crédit provienne de la progression puis de la régression des crédits finançant des opérations sur actifs, en particulier immobiliers. Cela n'a pas empêché les entreprises de poursuivre parallèlement leur politique de contrôle de l'endettement. L'usage macro-économique de la notion de rationnement du crédit paraît au total plutôt superflue dans ce type de situation.

RÉFÉRENCES

- Banque des Règlements Internationaux (1992), 62^{ème} Rapport Annuel.
- BAUMEL, LAURENT et PATRICK SEVESTRE (1997), « La relation entre le taux des crédits et le coût des ressources bancaires. Modélisation et estimation sur données individuelles de banques », *Notes d'Etudes et de Recherche de la Banque de France* N° 48, à paraître dans *Annales d'Economie et de Statistique*.
- BERGER, ALLAN N. et GREGORY F. UDELL (1992), « Some Evidence on the Empirical Significance of Credit rationing », *Journal of Political Economy*, vol. 100, No 5, pp. 1047-1077.
- BERNANKE, BEN S. et ALAN S. BLINDER (1988), « Is it Money or Credit, or Both, or Neither? (Credit, Money, and Aggregate Demand) », *American Economic Review*, vol. 78, No 2, pp. 435-439.
- BERNANKE, BEN S. et MARK GERTLER (1995), « Inside the Blax Box : The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, N° 4, pp. 27-48.
- BOUTILLIER, MICHEL et JEAN CORDIER (1994), « L'adaptation de l'intermédiation financière française aux nouvelles modalités de gestion du change », *Cahiers économiques et monétaires*, N° 43, pp. 247-276.
- DRAKE, LEIGH et DAVID T. LLEWELLYN (1997), « Credit Crunch: a British Perspective », in *Asset Prices and the Real Economy*, Forrest Capie et Geoffrey E. Wood (eds.), Macmillan Press, pp. 106-160.
- JAILLET, PIERRE et PIERRE SICSIC (1998), « Prix d'actifs. Relations avec les facteurs de la demande et le crédit. Quelques implications pour la politique monétaire », in BIS conference papers, Vol. 5, *The role of asset prices in the formulation of monetary policy*, pp. 210-219, à paraître dans le Bulletin de la Banque de France.
- KLEIN, M.A. (1971), « A theory of the banking firm », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 3, pp.205-218.
- MEFISTO (1993), « La maquette du système financier de la Banque de France, MEFISTO-version 2 », *Cahiers économiques et monétaires*, N° 42, pp. 41-95.
- ROSENWALD, FABIENNE (1998a), « Coût du crédit et montant des prêts : une interprétation en terme de canal du crédit », *Notes d'Etudes et de Recherche de la Banque de France* N° 32, à paraître dans la Revue Economique.
- ROSENWALD, FABIENNE (1998b), « L'influence des montants émis sur le taux des certificats de dépôts », *Notes d'Etudes et de Recherche de la Banque de France* N° 39, à paraître dans *Annales d'Economie et de Statistique*.
- STIGLITZ, JOSEPH E. et ANDREW WEISS (1981), « Credit Rationing in Markets with Imperfect Competition », *American Economic Review*, vol. 71, N° 3, pp. 393-410.

NOTES

1. Pour Berger et Udell, l'inertie des taux débiteurs provient d'un effet d'assurance implicite sur le niveau des taux sous la forme de taux en dessous du taux du marché quand celui-ci est élevé, avec compensation quand le taux du marché est faible de la part des banques pour les emprunteurs ayant plus d'aversion pour le risque que les prêteurs. Pourquoi cet argument ne porterait-il pas aussi sur le « prime rate » ?

