

LA QUESTION

PAR FRANÇOIS DERRIEN ET CHRISTOPHE PERIGNON,
PROFESSEURS DE FINANCE À HEC PARIS

QUELS SONT LES EFFETS D'UN RESSERREMENT DU CRÉDIT ?

En ces temps de troubles du système financier, les déboires des banques pourraient les conduire à réduire fortement leurs prêts aux entreprises (voir graphique). Avec quelles conséquences pour les entreprises et leurs clients ? Lorsque les banques souffrent, elles réduisent leur offre de crédit, ce qui freine la consommation et l'investissement, et peut conduire à une récession comme cela s'est produit après la dernière crise financière. Ces difficultés économiques affectent les carnets de commande et les marges des entreprises, et mettent en péril la survie des plus fragiles d'entre elles.

Mais au-delà de ces répercussions identifiées des crises économiques qu'elles peuvent engendrer, les difficultés du système bancaire ont également des conséquences non négligeables sur les entreprises saines. Une étude récente portant sur un échantillon de sociétés américaines a mis en évidence ce phénomène. Cette étude a montré que les firmes contraintes de refinancer une grande partie de leur dette qui arrivait à échéance au moment de la crise ont particulièrement souffert de cette dernière. Et il ne s'agit pas là de problèmes de fragilité écono-

mique. Des entreprises comparables en tous points, mais ayant simplement eu la chance de voir leurs dettes arriver à échéance plus tôt ou plus tard, à des moments où les banques étaient moins avares de crédit, ont nettement mieux résisté.

Les crises du système financier, en affectant le pouvoir de financement de ses acteurs, peuvent donc engendrer des problèmes de liquidité difficiles à surmonter, même pour les entreprises qui disposent de fondamentaux solides. Elles peuvent aussi affecter, de façon indirecte, les consommateurs. Une étude menée récemment a mis à jour ce phénomène de façon originale. Elle a utilisé un large échantillon

de ventes aux enchères de véhicules d'occasion aux Etats-Unis, permettant d'estimer le prix de marché de chaque modèle. Pour mesurer la situation financière du constructeur du véhicule, les auteurs de l'étude ont utilisé les valeurs des *Credit Default Swaps* (CDS) des constructeurs. Les CDS sont des produits dérivés permettant aux investisseurs de s'assurer contre le défaut d'une obligation. Plus la probabilité de défaut est élevée (et donc plus l'entreprise qui a émis l'obligation est en situation de détresse financière), plus le coût du CDS

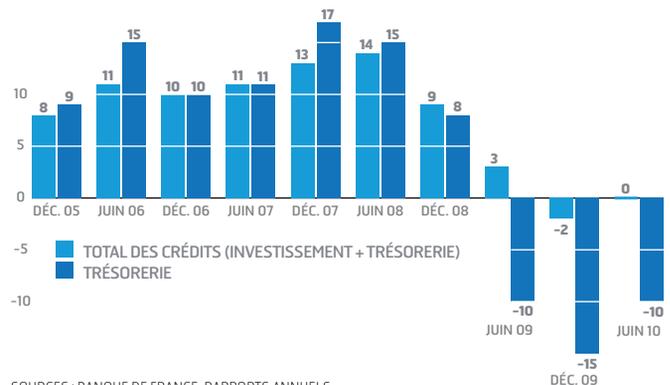
est élevé. Le prix d'un CDS fournit une idée assez précise de la probabilité de défaut d'un émetteur d'obligation telle que perçue par le marché à un moment donné. Les auteurs de l'étude ont mis en évidence un lien entre le prix des véhicules d'occasion d'un émetteur et celui de son CDS : lorsque le prix d'un CDS d'un constructeur automobile augmente de 10%, une augmentation importante mais courante pour les entreprises en difficulté, le prix d'un véhicule d'occasion de cette marque diminue de près de 1%. Lorsqu'un constructeur est en difficulté, l'incertitude sur sa capacité à honorer ses garanties ou la fourniture de pièces détachées croît, et la valeur de ses véhicules s'en ressent.

Une autre conséquence des tensions sur le marché du crédit est l'augmentation des exigences de collatéral (actifs que

l'entreprise emprunteuse doit déposer en garantie auprès de son créancier). En cas de non-remboursement, la banque prêteuse vend ces actifs afin de rembourser le prêt. En période de crise financière, le niveau de collatéral exigé augmente avec le risque de non-remboursement. Certaines entreprises qui ne disposent pas d'actifs aisément monétisables peinent à obtenir des crédits. D'autres utilisent comme collatéral les actifs les plus insolites. Cet été, par exemple, la banque espagnole Bankia, qui avait en 2009 financé trois quarts des 100 millions payés par le Real Madrid pour l'acquisition du joueur Cristiano Ronaldo, a mis le footballeur en collatéral afin d'obtenir un prêt auprès de la Banque centrale européenne. Aux dernières nouvelles, Bankia a jusqu'à présent pu honorer son prêt. ■

Les crises du système financier peuvent engendrer des problèmes de liquidité difficiles surmontables, même pour les entreprises qui disposent de fondamentaux solides.

LES BANQUES FRANÇAISES MOINS PRÊTEUSES
TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DES CRÉDITS ATTRIBUÉS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES, EN %



SOURCES : BANQUE DE FRANCE, RAPPORTS ANNUELS