



Des entreprises insolvable survivent-elles grâce à des crédits à taux trop bas ?

Sanvi AVOUYI-DOVI
Rémy LECAT
Charles O'DONNELL
Direction générale des Études
et des Relations internationales

Benjamin BUREAU
Jean-Pierre VILLETTELLE
Direction des Entreprises

Depuis la crise, les taux des crédits aux entreprises ont fortement baissé et leur dispersion a augmenté. Ceci traduit une plus forte discrimination faite par les banques sur le marché du crédit selon les risques que portent leurs clients. Les crédits accordés à des entreprises en difficulté à des taux trop bas restent ainsi rares. On peut y voir l'absence de développement significatif de prêts dits « zombies » accordés à taux artificiellement bas afin de maintenir en vie des entreprises insolvable.

Cette lettre présente le résultat de travaux de recherche menés à la Banque de France. Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.

La crise financière de 2008 et le durcissement de la réglementation prudentielle auraient pu affecter l'allocation du crédit en France de plusieurs façons. Le secteur bancaire aurait pu resserrer ses critères d'octroi de crédit. Les enquêtes réalisées auprès des banques comme des entreprises, ainsi que les études menées notamment à la Banque de France (Kremp et Sevestre, 2013), ne confirment toutefois pas cette hypothèse. Une autre réaction envisageable serait une plus forte différenciation entre entreprises des conditions tarifaires en fonction de leur risque. Cette option n'est pas problématique si le financement de l'économie n'est pas compromis et si la discrimination entre entreprises s'opère effectivement en fonction de leur risque.

L'expérience du Japon dans les années quatre-vingt-dix et au début des années deux mille offre une dernière alternative. À la suite de la crise immobilière, les banques ont maintenu en activité des entreprises insolvable ou faiblement solvable par le biais de financements à des taux artificiellement bas. Les banques japonaises ont ainsi pu éviter d'enregistrer des pertes qui auraient nécessité une augmentation de leurs fonds propres en vue de respecter le ratio réglementaire de solvabilité de l'époque (ratio Cooke).

Ce phénomène est désigné sous le nom d'entreprises ou de prêts « zombies » (Caballero *et al.*, 2008, Hoshi, 2006, Peek et Rosengren, 2005). Ces prêts aux entreprises en difficulté ont été identifiés au travers de taux particulièrement bas, signe d'un subventionnement du prêt par la banque. Après la crise financière de 2008, des craintes semblables ont pu émerger dans plusieurs pays, notamment au Royaume-Uni (Broadbent, 2012).

Ce *Rue de la Banque* vise à évaluer si la France est touchée par ce phénomène. Il s'attache plus largement à examiner l'évolution des taux des crédits aux entreprises et notamment les plus bas d'entre eux, en liaison avec les risques présentés par les entreprises. L'analyse couvre les crédits de trésorerie, les crédits d'investissement et les taux effectifs au sens étroit (TESE) correspondant à la composante intérêt du taux effectif global (TEG). Elle s'appuie sur l'exploitation des bases de données de la Banque de France, en particulier les enquêtes auprès des guichets bancaires Sirius et M_Contran¹.

¹ Pour plus de détails sur les données mobilisées et les calculs effectués dans ce *Rue de la Banque*, voir Avouyi-Dovi *et al.* (2016).

Depuis la crise, les taux des crédits aux entreprises ont nettement baissé mais leur dispersion a augmenté

La crise financière, qui a débuté au quatrième trimestre 2008, a marqué un retournement de la tendance à la hausse des taux des crédits bancaires entamée en 2005. Les taux médians ont ainsi baissé de 4,7 points en moins d'un an pour les crédits à court terme et de 2,8 points en deux ans pour les taux longs (cf. graphiques 1). Ces taux ont légèrement remonté en 2010 et 2011 avec la crise de la dette souveraine de certains pays de la zone euro (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne), puis ont de nouveau diminué avec l'apaisement des tensions. Au total, entre fin 2008 et fin 2014, les taux médians ont baissé de 3,5 points pour les crédits à court et long terme.

Cette baisse des taux des crédits bancaires peut être interprétée comme un effet de la plus faible inflation mais également de la transmission, via les banques, des impulsions de politique monétaire de l'Eurosystème aux entreprises (Avouyi-Dovi *et al.*, 2015).

Les graphiques 1 permettent d'apprécier l'écart de taux entre les entreprises qui bénéficient des meilleures conditions (premier quartile de la distribution des taux) et celles qui font l'objet des moins bonnes (troisième quartile). Cet écart peut notamment correspondre à la perception que les banques ont du risque attaché aux crédits qu'elles octroient : pour un crédit jugé risqué, la banque fixera un taux plus élevé pour couvrir la perte potentielle en cas de défaut de remboursement. Il pourrait aussi refléter des exigences de fonds propres différentes. La réglementation prudentielle requiert un volume de fonds propres plus important quand un crédit est plus risqué. Après la crise financière, cette réglementation a été rendue plus exigeante et a affiné l'appréhension du risque retenu pour déterminer les besoins en fonds propres.

L'écart entre les taux des quartiles le plus bas et le plus haut s'est creusé depuis la crise : il est passé de 1,9 point en moyenne entre 2006 et 2008 à 2,8 points en moyenne entre 2010 et 2014 pour les crédits à moins d'un an et de 1,0 à 1,3 point pour les crédits à plus d'un an.

Depuis la crise, une plus grande discrimination des taux selon la qualité des emprunteurs

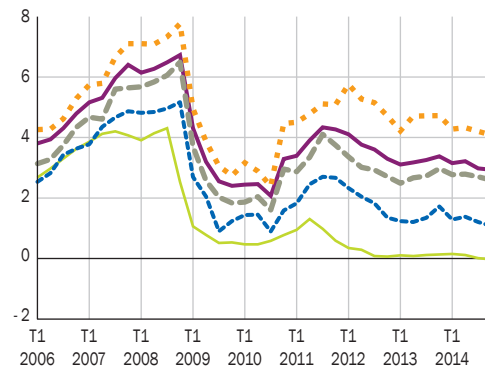
Afin d'étudier le lien entre la plus grande dispersion des taux des crédits bancaires et le risque associé des crédits, on distingue les taux en fonction de deux caractéristiques des emprunteurs : la cotation Banque de France de l'entreprise, qui est une appréciation sur sa capacité

G1 Taux effectifs au sens étroit (TESE)

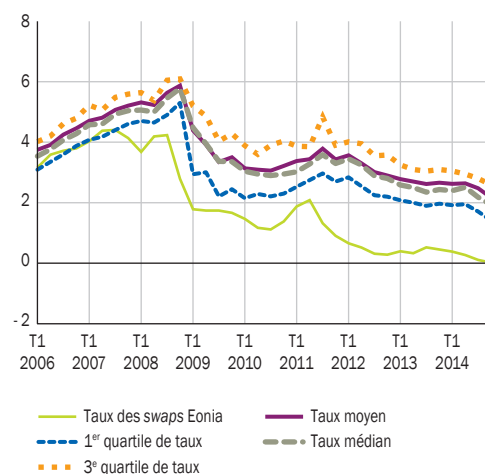
(nouveaux crédits de trésorerie et d'investissement aux sociétés non financières)

(en %)

a) À moins d'un an



b) À plus d'un an



Source : Banque de France et calculs des auteurs.

à honorer ses engagements financiers à un horizon de trois ans², et sa taille.

Les calculs, détaillés dans Avouyi-Dovi *et al.* (2016), montrent que, pour chaque catégorie de taille d'entreprise, les taux moyens des crédits bancaires sont plus favorables pour les meilleures cotations, quelle que soit la maturité du crédit. En outre, l'écart entre les taux accordés aux meilleures cotations et ceux accordés aux autres cotations a significativement augmenté sur la période. Plus généralement, la hiérarchie des taux est principalement

² Pour une présentation détaillée de la cotation Banque de France, le lecteur peut se reporter au Guide de référence de la cotation (Banque de France, 2015), ainsi qu'aux articles de Avouyi-Dovi *et al.* (2016) et Schirmer (2014).

déterminée par la taille de l'entreprise pour les crédits à moins d'un an et par la cotation pour les crédits à plus d'un an.

Comment identifier un prêt ou une entreprise « zombie » ?

La hiérarchie des taux décrite ci-dessus ne révèle pas d'anomalies évidentes : les taux sont fixés selon une hiérarchie qui correspond bien à celle des risques ici appréhendés par les cotations ou les tailles des entreprises. Il s'agit toutefois de taux moyens par catégorie d'entreprise : à l'intérieur de chaque catégorie, les taux et le niveau de risque sont hétérogènes.

Les taux les plus bas méritent une attention particulière. En effet, des taux excessivement bas peuvent être le signe d'une allocation du crédit sous-optimale du point de vue de la collectivité. Il peut certes s'agir de taux promotionnels, compensés dans la relation entre l'entreprise et la banque par des taux plus élevés sur d'autres prêts, des commissions ou un volume important d'opérations. Cependant, les travaux sur la crise financière au Japon ont mis en évidence une autre forme de crédits à taux bas, les prêts « zombies ».

Caballero *et al.* (2008) ont montré les conséquences graves de cette pratique pour l'ensemble de l'économie : la réallocation des ressources humaines, mais aussi en capital, des entreprises insolubles vers les entreprises les plus performantes, est bloquée. En conséquence, les coûts du travail et du capital deviennent plus élevés que si la réallocation avait eu lieu. Ceci réduit la profitabilité des entreprises les plus performantes et des nouvelles entreprises, et décourage l'investissement et la création de nouvelles entreprises. Les secteurs touchés par cette pratique enregistrent ainsi des flux de main d'œuvre et une productivité plus faibles que les autres. Une partie de la baisse tendancielle de la productivité enregistrée au Japon depuis les années quatre-vingt-dix peut ainsi être expliquée par ces pratiques, qui ont touché jusqu'à 30 % des entreprises, correspondant à 20 % des actifs des entreprises (Bergeaud *et al.*, 2015).

Pour identifier les entreprises « zombies », Caballero *et al.* (2008) définissent un taux plancher, en dessous duquel un taux est supposé bas. Ceci est synonyme d'un soutien potentiel par la banque, si une entreprise risquée bénéficie de ces conditions de taux. Le taux moyen payé par l'entreprise une année donnée est estimé par ces auteurs à partir des éléments de bilan et de comptes de résultat. Pour la France, les bases de données Sirius et M_Contran, fournissent des taux de crédits individuels qui permettent d'identifier directement les taux bas. On suppose qu'une

entreprise bénéficie d'un taux bas si le taux qui lui est proposé est inférieur au taux le plus élevé des 10 % des entreprises bénéficiant des taux les plus bas et de la meilleure cotation Banque de France (*i.e.* le premier décile des taux pour les entreprises cotées 3++ à 4).

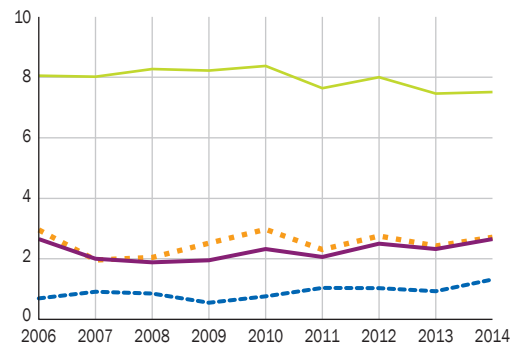
La part des entreprises françaises insolubles bénéficiant de taux particulièrement bas reste faible

Les graphiques 2 présentent la proportion d'entreprises bénéficiant de taux bas en pourcentage du nombre d'entreprises (2a) et en pourcentage des nouveaux

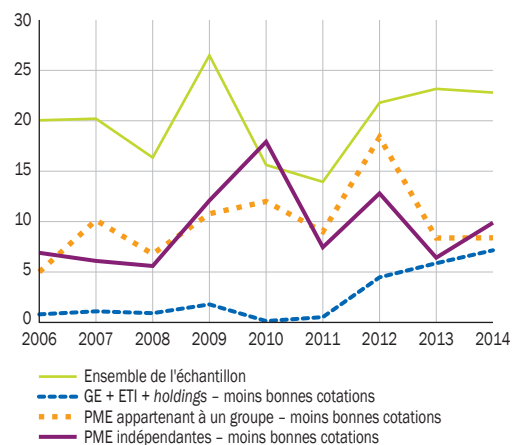
G2 Proportion d'entreprises bénéficiant de taux bas

(en %)

a) En % du nombre d'entreprises



b) En % du montant des nouveaux crédits



Note : Calculs basés sur les nouveaux crédits de trésorerie et d'investissement aux sociétés non financières ; proportion d'entreprises et du montant des nouveaux crédits bénéficiant de taux inférieurs aux premiers déciles de taux dont bénéficient les entreprises cotées 3++, 3+, 3, 4+ et 4. La courbe verte représente cette proportion pour les entreprises bénéficiant de ces taux quelle que soit leur cotation parmi l'ensemble de l'échantillon ; les autres courbes représentent la proportion des entreprises moins bien cotées bénéficiant de ces taux parmi l'ensemble des grandes entreprises, ETI et holdings, des PME appartenant à un groupe et des PME indépendantes de l'échantillon. Les moins bonnes cotations correspondent aux cotes 5+, 5, 6, 7, 8, 9 et P.
Source : Banque de France et calculs des auteurs.

crédits accordés (2b). Compte tenu du caractère discrétionnaire de la fixation du seuil de taux bas, ces proportions sont normatives et doivent être surtout interprétées en évolution. Sur l'ensemble de l'échantillon, 8 % des entreprises en moyenne bénéficient de taux bas. Cette proportion a atteint 8,4 % en 2009, avant de diminuer à 7,5 % en 2014. En pourcentage du montant des nouveaux crédits, cette proportion est de 20% en moyenne, reflétant le fait que les taux bas sont associés à des crédits de montant important. Avec la crise cette proportion augmente à environ 26 %, pour revenir à 22 % sur la période récente.

Les entreprises qui bénéficient de taux bas pouvant être en bonne santé financière, nous regardons spécifiquement la proportion de taux bas bénéficiant à des entreprises moins bien cotées, par taille d'entreprise. Cette situation est qualifiée de conditions de taux particulièrement bas. L'attribution de crédits à taux bas à ces entreprises peut en effet traduire la présence de prêts « zombies ». Par rapport au nombre d'entreprises, la part d'entreprises moins favorablement cotées bénéficiant des taux bas est stable sur la période : un peu plus de 2 % des PME (indépendantes ou non) et 0,9 % des grandes entreprises, ETI ou *holdings*. En proportion des nouveaux crédits, cette part est plus volatile, reflétant la sensibilité de l'indicateur aux crédits de gros montant. Pour les PME (indépendantes ou non), cette proportion a augmenté pendant la crise mais enregistre un repli depuis. S'agissant des entreprises de plus grande taille, cette proportion est faible mais en nette augmentation depuis 2011³ : en 2014, 7 % du montant des crédits bénéficiant à de grandes entreprises, ETI ou *holdings* sont accordés avec des taux particulièrement bas à des entreprises ne bénéficiant pas de cotations Banque de France 3++ à 4. Or, ce sont principalement sur les encours importants de crédit, bénéficiant *a priori* aux grandes entreprises, que les banques pourraient essayer d'éviter d'enregistrer des pertes. Le phénomène de prêts « zombies » serait plutôt rare en France.

Corrélativement, les taux bas bénéficient principalement à des entreprises bien cotées. Ceci peut indiquer que la concurrence entre les banques les amène à accorder des crédits à des taux particulièrement bas pour conserver une clientèle présentant un risque faible.

³ Cette augmentation est néanmoins principalement due aux cotes 5 et 5+, dont les taux de défaillance sont sensiblement plus faibles que pour les cotes 6 et au-delà.

Bibliographie

Avouyi-Dovi (S.), Bureau (B.), Lecat (R.), O'Donnell (C.) et Villetelle (J-P.) (2016)

« Les crédits aux entreprises à taux particulièrement bas en France », *Bulletin de la Banque de France*, n° 203, p. 5-17.

Avouyi-Dovi (S.), Horny (G.) and Sevestre (P.) (2015)

« *The stability of short-term interest rates pass-through in the euro area during the financial market and sovereign debt crises* », *Journal of Banking & Finance*, à paraître.

Banque de France (2015)

Guide de référence de la cotation, mars.

[Télécharger le document](#)

Bergeaud (A.), Cette (G.) et Lecat (R.) (2015)

« *Productivity trends from 1890 to 2012 in advanced countries* », *Review of Income and Wealth*, vol. 62, n° 3, p. 420-444.

Broadbent (B.) (2012)

« *Productivity and the allocation of resources* », discours donné à la Durham Business School.

[Télécharger le document](#)

Caballero (R. J.), Hoshi (T.) et Kashyap (A. K.) (2008)

« *Zombie lending and depressed restructuring in Japan* », *American Economic Review*, vol. 98, n° 5, p. 1943-1977.

Hoshi (T.) (2006)

« *Economics of the living dead* », *The Japanese Economic Review*, vol. 57, n° 1, p. 30-49.

Kremp (E.) et Sevestre (P.) (2013)

« *Did the crisis induce credit rationing for French SMEs?* », *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, n° 10, p. 3757-3772.

Peek (J.) et Rosengren (E. S.) (2005)

« *Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan* », *American Economic Review*, vol. 95, n° 4, p. 1144-1166.

Schirmer (L.) (2014)

« Le système de cotation de la Banque de France, un outil au service de l'économie », *Bulletin de la Banque de France*, n° 196, p. 53-62.

Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

Réalisation

Direction de la Communication

Septembre 2016

www.banque-france.fr