

LE CRÉDIT INTERENTREPRISES JOUE UN RÔLE D'AMORTISSEUR DES TENSIONS CONJONCTURELLES

ANNE-FRANCE DELANNAY ET MICHEL DIETSCH*

Les délais de paiement sont vecteurs d'une importante redistribution de fonds entre entreprises, de l'ordre de 740 milliards de francs en 1996. Le crédit interentreprises constitue une source toujours aussi importante de financement des entreprises françaises, dont on peut penser que l'importance est liée aux structures du système financier français et aux caractéristiques des relations verticales entre fournisseurs et clients, notamment entre grandes entreprises et PME, et entre industrie et commerce (Dietsch et Kremp, 1998).

Au cours des années récentes, on observe une tendance globale à la baisse des délais de paiement. Cependant, cette tendance est irrégulière. La hausse en 1994, qui intervient après la récession, et celle de 1997 sont le signe que les délais de paiement jouent un rôle actif dans la conjoncture. Ce rôle peut être un rôle d'amortisseur financier, symétrique du rôle d'accélérateur financier, que l'approche financière récente des cycles économiques attribue au crédit bancaire. Dans cette approche, les imperfections des marchés de crédit induisent un écart entre le coût des fonds internes et celui des fonds externes non garantis, l'importance de cet écart dépendant du niveau de richesse servant de garantie pour l'emprunteur. On montre que des chocs réels ou monétaires qui détériorent la richesse des entreprises, peuvent accroître le coût du crédit et réduire sa disponibilité au moment où les entreprises financièrement plus fragiles ont davantage besoin de financement externe. Le déclin de l'investissement et de la production qui s'en suit amplifie les effets récessifs des chocs initiaux. C'est l'effet d'accélérateur financier du crédit bancaire.

Suivant cette perspective, on peut envisager le rôle d'amortisseur du crédit interentreprises comme suit : le crédit client permet aux entreprises qui connaissent un choc de richesse de pallier la moindre disponibilité du crédit bancaire. Mais il faut que les fournisseurs soient réellement

121

* Centre d'Etude des Politiques Financières, Institut d'Etudes Politiques de Strasbourg, Université Robert Schuman 47, avenue de la forêt noire 67082 Strasbourg cedex, adresse électronique : michel.dietsch@urs.u-strasbg.fr

en mesure de remplir une fonction d'intermédiation financière, c'est-à-dire qu'ils bénéficient par rapport aux banques d'un avantage comparatif en termes d'information et de contrôle, ou bien qu'ils aient un intérêt direct à la pérennité de leur client et de leur relation commerciale, et puissent exercer à travers les changements de délais leur pouvoir de marché. De leur côté, les clients peuvent aussi utiliser leur pouvoir de négociation pour pallier le manque de disponibilité des sources classiques de financement. Ces raisons expliquent que les fournisseurs peuvent être conduits ou contraints à s'engager dans la distribution de crédit au profit d'entreprises qui n'ont qu'un accès limité au crédit bancaire.

On vérifie, à partir d'un échantillon de 14 500 petites et moyennes industries, la pertinence de ces hypothèses d'accélérateur et d'amortisseur financiers.

L'EFFET D'ACCÉLÉRATEUR FINANCIER DU CRÉDIT BANCAIRE

Les approches financières des cycles économiques mettent l'accent sur le rôle de la richesse des emprunteurs. Elles développent l'idée que les imperfections du marché du crédit font dépendre la dépense de certaines classes d'emprunteurs de leur position de bilan, la richesse au bilan jouant un rôle de garantie. Cela conduit à un mécanisme financier de propagation : les variations de la richesse des entreprises amplifient les fluctuations de l'activité.

Bernanke et Gertler (1989) formalisent ce mécanisme en soulignant le rôle des asymétries d'information sur les marchés financiers. Leur modèle, qui constitue la pierre angulaire de la théorie de l'accélérateur financier, est fondé sur trois résultats solides :

Premièrement, le financement externe non garanti est plus coûteux que le financement interne

Ce différentiel de coût reflète la prime requise sur le coût du crédit lorsque l'information est imparfaite. Quand l'information est parfaite, l'investissement des firmes est indépendant de leur structure financière (Modigliani et Miller, 1958) : les financements internes et externes sont parfaitement substituables. En revanche, en présence d'asymétries d'information, l'avantage d'information des emprunteurs peut les inciter à dissimuler leur vrai risque *ex ante* ou leur vrai résultat *ex post*. Les prêteurs se doivent alors d'instaurer des mécanismes contractuels adéquats afin d'amener les entrepreneurs à révéler leur information. De façon générale, la prime a pour fonction d'apporter aux prêteurs une compensation pour les coûts qu'ils doivent engager afin de résoudre ces problèmes d'incitation : coûts d'évaluation des projets, de vérification des résultats annoncés et de liquidation. L'existence de ces coûts d'information a pour conséquence de rendre les financements internes et

externes imparfaitement substituables pour certaines catégories d'emprunteurs.

Bernanke et Gertler démontrent que lorsque les garanties de l'emprunteur ne couvrent pas le remboursement exigé par le prêteur, la responsabilité limitée de l'emprunteur - il ne peut rembourser au-delà de sa richesse personnelle - rend le conflit d'intérêt patent. L'entrepreneur est incité à dissimuler les résultats pour détourner à son profit une partie des bénéfices issus du projet. Pour résoudre ce problème d'aléa moral, le prêteur impose un contrôle aléatoire en cas de résultat insuffisant. Dans ce cas, l'information imparfaite rend les fonds externes plus onéreux que les fonds internes, car l'emprunteur doit compenser le prêteur pour ces coûts de contrôle probables.

Deuxièmement, la prime d'agence requise par les prêteurs externes est inversement proportionnelle à la richesse nette servant de garantie

La richesse nette, définie comme la somme des actifs financiers et des actifs physiques illiquides détenus par l'entreprise, signale la qualité de l'emprunteur. Elle réduit aussi son incitation à dissimuler puisqu'il devient partie prenante au projet financé. Plus la situation nette de l'emprunteur est fragile, plus les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral sont aigus. En conséquence, la prime demandée par les prêteurs augmente, leurs garanties diminuant en raison de la réduction de la richesse des emprunteurs. De la plus forte probabilité d'insolvabilité résulte un accroissement de la prime de risque. Comme la richesse nette de l'emprunteur influence cette prime et, par voie de conséquence, le coût total du crédit, des variations de la situation nette des firmes peuvent affecter leurs décisions d'investissement et de production. C'est l'effet d'accélérateur financier.

123

Troisièmement, les variations de la richesse nette des emprunteurs amplifient les fluctuations de l'activité

Le mécanisme d'accélérateur financier repose sur l'idée que des chocs affectent la richesse nette des emprunteurs, et donc le taux d'intérêt requis, ce qui tend à amplifier l'impact global de ces chocs initiaux. On en trouve une application dans le phénomène de *debt-deflation*¹ : la baisse des revenus, ainsi que l'augmentation de la valeur réelle de la dette et des charges financières liée à la déflation, induisent une détérioration de la situation nette des emprunteurs. L'accroissement des coûts d'information qui en résulte est répercuté par le secteur bancaire dans le coût et la quantité de crédit. Si ces coûts sont jugés trop élevés par les banques, celles-ci peuvent décider de suspendre purement et simplement l'octroi des crédits. L'investissement et l'activité s'en trouvent ralentis, ce qui amplifie encore la récession : ce mécanisme cumulatif de l'accélérateur financier convertit des chocs exogènes en mouvements auto-régressifs de l'activité.

Gertler et Gilchrist (1993a, 1993b, 1994) ont vérifié, sur des données américaines, que l'effet d'accélérateur financier s'applique particulièrement aux petites entreprises. Celles-ci se trouvent probablement davantage confrontées à des contraintes de liquidité que les grandes entreprises, car leurs garanties moindres accentuent les coûts d'information. De plus, elles dépendent plus fortement du crédit bancaire et ne peuvent, à l'instar des grandes firmes, se financer directement sur les marchés. Elles subissent une contraction bien plus marquée des crédits après un choc, et représentent une part disproportionnée du déclin de la production qui s'en suit.

POURQUOI LE CRÉDIT INTERENTREPRISES PEUT JOUER UN RÔLE D'AMORTISSEUR FINANCIER

Si l'approche financière des cycles économiques montre que le crédit bancaire peut jouer un rôle d'accélérateur financier et amplifier l'impact global des chocs, elle méconnaît toutefois l'influence d'une source alternative de financement que l'on ne peut, vu son importance, négliger : le crédit interentreprises.

Il s'agit ici de chercher à comprendre dans quelles conditions le crédit interentreprises est en mesure d'atténuer l'effet récessif de la moindre disponibilité du financement intermédié, faisant alors en quelque sorte office « d'amortisseur financier ». Pour cela, il convient d'examiner les motifs de la décision d'attribution du crédit commercial, afin de déceler les raisons qui conduisent les fournisseurs à pallier l'éventuel rationnement de crédit bancaire qui touche leurs clients. Ces motifs peuvent être d'ordre financier ou d'ordre commercial (Dietsch, 1998).

La fonction financière du crédit commercial

Le motif financier renvoie à l'idée que les entreprises qui disposent d'un meilleur accès au marché du crédit sont en mesure d'utiliser cette capacité d'emprunt afin de jouer un rôle d'intermédiaire financier en faveur des firmes qui n'ont qu'un accès limité. En raison de la solidité de leurs structures financières, elles pourront mieux que d'autres en période de ralentissement, s'adapter à une augmentation de leur besoin de trésorerie, et soutenir la trésorerie de leurs clients en difficulté en allongeant leurs délais.

Dans cette approche, les fournisseurs, qui font face à des problèmes d'information et d'incitation moins aigus que les intermédiaires financiers, sont à même d'atténuer les conséquences de l'effet d'accélérateur financier du crédit bancaire, en proposant un financement de substitution. Le crédit interentreprises peut donc jouer un rôle d'amortisseur financier quand les emprunteurs sont des entreprises rationnées, contraintes par le manque de liquidités, tandis que les prêteurs ne subissent pas de telles contraintes de financement. Ces derniers sont en

mesure de s'engager dans la distribution de crédit s'ils ont un avantage comparatif, vis-à-vis des autres prêteurs, dans la capacité à évaluer et contrôler le risque client, ainsi qu'à obtenir le remboursement du crédit en cas de problème. La meilleure information globale dont ils bénéficieraient atténuerait les problèmes d'information, et leur permettrait de soutenir financièrement leurs clients en difficulté, lorsqu'ils subissent un rationnement de crédit. Dans cette perspective, l'avantage d'information des fournisseurs est triple.

En premier lieu, le fournisseur possède un *avantage dans l'acquisition d'information*. Spécialisé dans un secteur particulier, il connaît bien le marché, et peut augurer d'une meilleure façon de la qualité des clients. Il dispose en effet d'une meilleure information sur l'activité de ces derniers car il entretient des relations répétitives et privilégiées avec eux. Il teste également leur aisance de trésorerie en observant leur capacité à tirer profit de ristournes en cas de paiement comptant. Les banques peuvent recueillir des informations similaires, mais le fournisseur les obtient plus vite et à moindre coût au cours de son activité quotidienne.

En second lieu, le phénomène d'aléa moral est modéré par l'*avantage dans le contrôle du client* dont bénéficie le fournisseur par rapport au banquier. En effet, si le fournisseur possède un pouvoir de monopole relatif, il peut menacer son client de couper l'approvisionnement futur si ce dernier adopte une gestion hasardeuse. Cette menace est d'autant plus crédible que le client ne représente qu'une petite partie des ventes du fournisseur. A l'inverse, de telles menaces de la part d'une banque n'auraient que peu d'effet immédiat si la banque se trouve engagée à long terme vis-à-vis de son client. Le fournisseur dispose donc de marges d'intervention élargies vis-à-vis de ses clients dépendants.

Enfin, si l'entreprise cliente fait faillite, le fournisseur peut disposer d'un *avantage dans le renflouement du crédit*, de par la nature de ses garanties. En cas de défaut du débiteur, le fournisseur peut saisir les marchandises vendues sur lesquelles repose le crédit, si la clause de réserve de propriété s'avère efficace. En théorie, le fournisseur supporte un coût de saisie et de revente inférieur à celui de la banque. L'importance de cet avantage dépend du type des biens en question et de l'étendue de la transformation effectuée par le client : moins les biens sont transformés par le client, plus l'avantage du fournisseur est grand.

Ainsi, en raison du caractère permanent de ses relations de clientèle avec les acheteurs, le fournisseur posséderait une information de qualité supérieure à celles des intermédiaires financiers : cela lui permet de bien contrôler le risque client, et d'allonger ses délais de paiement lorsque les banques font face à des coûts d'information trop élevés pour maintenir leur offre de crédit. Le crédit interentreprises peut donc jouer ici un rôle d'amortisseur contracyclique, qui atténue l'effet d'accélérateur financier lié au crédit bancaire.

La fonction commerciale du crédit interentreprises

Il existe un motif commercial de distribution de crédit interentreprises, suivant lequel les fournisseurs seraient plus enclins à apporter leurs concours que les banques à leurs clients en difficulté, parce qu'ils ont un intérêt à la pérennité de l'entreprise cliente. La décision d'accepter ou de refuser un allongement des délais de paiement est le résultat d'un arbitrage entre la prise en charge d'un risque plus élevé et l'anticipation de recettes futures issues du maintien de la relation de clientèle.

Détaillons cet arbitrage. En allongeant les délais de paiement, les firmes s'exposent à trois types de coûts :

- des coûts d'ordre financier, qui correspondent aux coûts de refinancement des créances clients, ou alternativement aux coûts d'opportunité des fonds investis dans de telles créances, et qui augmentent avec la croissance et la volatilité du portefeuille de créances clients ;
- des coûts de détention liés à la gestion administrative des créances clients, et du suivi des risques clients ;
- enfin et surtout, des pertes potentielles liées à la réalisation du risque de défaillance des clients.

L'avantage principal que les prêteurs tirent du crédit commercial est stratégique : il réside dans le soutien des ventes². Les vendeurs ont un intérêt à la survie du client, surtout s'il représente une part importante de leurs ventes. Dans leur décision de crédit, les fournisseurs prennent en compte non seulement leur marge nette sur les ventes courantes, mais aussi la valeur actualisée de leurs profits sur les ventes futures. L'existence de délais de paiement modifie le prix effectif des biens : la valeur actuelle du prix de vente tend à décroître à mesure que les délais augmentent. L'utilisation du crédit interentreprises peut donc, par la baisse des prix effectifs et l'apport de liquidités, constituer une stratégie active de soutien des ventes ou de discrimination entre les clients. Les emprunteurs plus risqués ont en effet sans doute une élasticité-prix de la demande plus grande car ils subissent un rationnement du crédit. Allonger les délais de paiement peut permettre à ce segment élastique du marché d'exprimer sa demande. Aussi, lorsque des clients en proie à des difficultés financières retardent leurs paiements, les fournisseurs peuvent adopter une politique active d'investissement dans la relation commerciale et choisir de ne pas rationner.

Il est possible néanmoins que les fournisseurs subissent l'évolution des délais clients plus qu'ils ne la maîtrisent réellement. La distribution de crédit interentreprises serait alors liée à un mécanisme involontaire de dépendance économique. Fournisseurs et clients sont étroitement liés par leurs relations commerciales. La dépendance des fournisseurs à l'égard de ces derniers est parfois telle qu'ils ne peuvent que laisser s'accroître passivement leurs délais de paiement lorsque leurs clients

connaissent des difficultés. De plus, les clients peuvent détenir un pouvoir de marché. Celui-ci, reflet d'un rapport de force entre clients et fournisseurs, est souvent étroitement lié à la taille : les grandes entreprises ont davantage de latitude pour utiliser les délais de paiement. Dans un contexte de récession économique, les entreprises connaissant des difficultés et disposant d'un pouvoir de marché vis-à-vis de leurs fournisseurs peuvent utiliser l'allongement des délais de règlement pour réduire la pression exercée sur leur trésorerie et pallier la réduction de l'offre de crédit bancaire. Le crédit interentreprises remplit donc ici une fonction d'amortisseur financier. Le volume du crédit client tend à croître en phase de ralentissement de l'activité, en raison de l'accroissement de la probabilité que les clients se heurtent à un rationnement du crédit bancaire et utilisent leurs droits de tirage sur le crédit fournisseur.

En définitive, le crédit interentreprises peut donc jouer un rôle d'amortisseur financier, et exercer une influence contracyclique. En période de récession, les fournisseurs en concurrence pour les parts de marché acceptent une accumulation des créances clients qui leur coûte pour maintenir la relation de clientèle. Ceux qui bénéficient d'un pouvoir de marché peuvent discriminer par les délais dans un but stratégique, face aux concurrents moins puissants.

UNE VÉRIFICATION EMPIRIQUE DE L'EFFET ACCÉLÉRATEUR DU CRÉDIT BANCAIRE

127

Nous avons cherché tout d'abord à vérifier l'hypothèse de l'effet d'accélérateur du crédit bancaire sur un panel de 14 500 petites et moyennes industries, au cours de la période 1993-1996, marquée par la succession d'une forte récession et d'une reprise de la croissance³. On s'attache plus précisément à déterminer l'évolution de la disponibilité du crédit bancaire dans les PMI qui connaissent un choc de garanties en 1993. Par choc de garantie, on entend une forte baisse de la richesse des entreprises.

En étudiant la situation financière de ces entreprises pendant les quatre années qui suivent le choc, on cherche à mettre en évidence l'effet d'accélérateur financier. Celui-ci suppose que ces entreprises se heurtent à un problème de disponibilité du crédit bancaire et sont ainsi conduites à réduire encore leur activité.

Comment mesurer la richesse des entreprises ?

Il y a plusieurs manières de mesurer la richesse en garantie à partir des informations comptables des entreprises. La richesse des entreprises se mesure tout d'abord *en termes d'actif économique*. Il s'agit ici de la définition la plus proche de celle de Bernanke et Gertler : elle comprend l'ensemble des actifs physiques et financiers, liquides et illiquides

que la firme peut offrir en garantie de ses prêts. On la calcule en faisant la somme des immobilisations et du besoin en fonds de roulement.

Une seconde manière de mesurer la richesse est d'observer l'importance des *fonds propres* des entreprises. Mesurée par l'ensemble des fonds propres - sont réintégrés les comptes d'associés -, la richesse reflète ici l'engagement des propriétaires de l'entreprise, et représente une garantie pour les créanciers si des difficultés survenaient.

Enfin, la troisième approche définit la richesse *en termes de liquidité*, et l'apprécie de façon dynamique à partir du profit brut, mesuré par l'excédent brut d'exploitation.

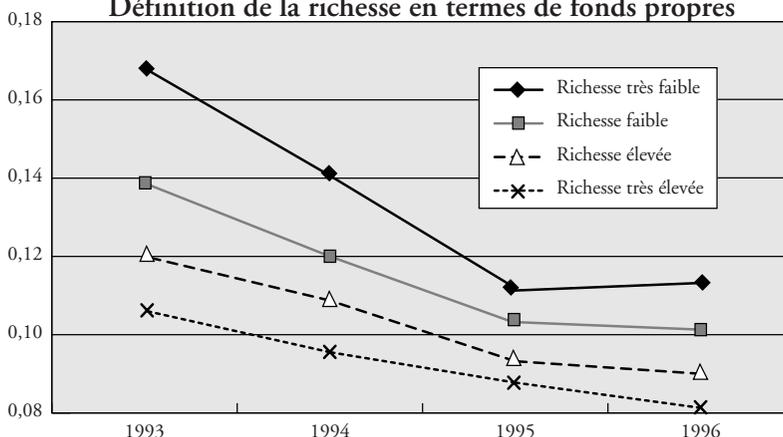
Dans tous les cas, ces mesures ont été normées par le chiffre d'affaires hors taxes. Les résultats obtenus à partir de ces trois mesures de la richesse des entreprises sont concordants. Pour des raisons de clarté et de concision, ne seront présentés ici que l'un ou l'autre de ces indicateurs.

La relation entre la richesse en garantie des emprunteurs et leurs conditions d'emprunt est confirmée

Il est possible de mettre en évidence le lien entre les conditions du crédit et les garanties que la richesse apporte. Selon la théorie de l'accélérateur financier, la prime requise par les prêteurs est inversement proportionnelle à la richesse nette, garantie de l'emprunteur. Les résultats obtenus confirment cette hypothèse (graphiques 1a et 1b)⁴ : le prix de la dette, défini comme le rapport des frais financiers aux dettes financières, est d'autant plus élevé que la richesse de l'entreprise est faible, et ce, quelles que soient l'année et la définition de la richesse adoptée. De son côté, la tendance à la baisse du coût du crédit s'explique par la diminution des taux d'intérêt au cours des quatre années étudiées.

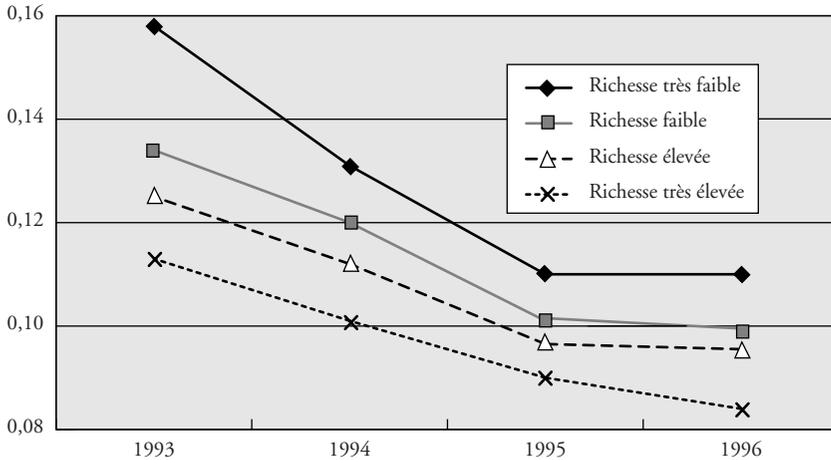
128

Graphique n° 1a
Prix de la dette médiane par classe de richesse
Définition de la richesse en termes de fonds propres



Source : SCRL et nos calculs.

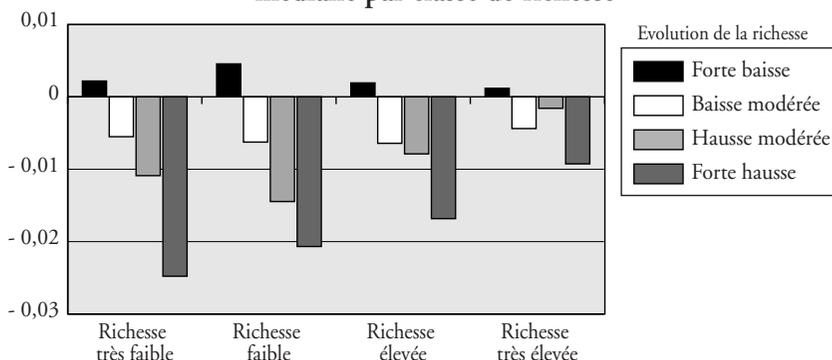
Graphique n° 1b
Prix de la dette
médiane par classe de richesse
Définition de la richesse en termes d'actif économique



Source : SCRL et nos calculs.

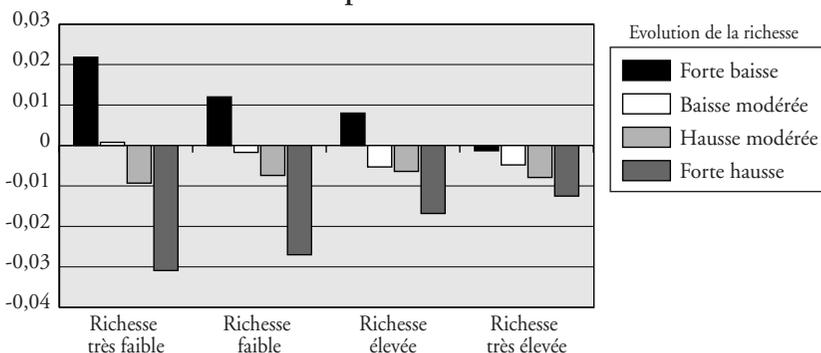
Considérons à présent l'impact d'un choc de richesse sur les conditions d'emprunt. Confrontées à ce choc, les entreprises n'obtiennent plus les mêmes conditions. L'étude de la variation du coût du crédit (graphiques 2a et 2b) montre que les entreprises qui voient leur situation nette s'améliorer de manière très significative, et qui sont donc en mesure d'apporter des garanties plus solides à leurs créanciers, sont celles qui bénéficient de la réduction la plus forte du coût de l'emprunt. L'augmentation de la richesse en termes de fonds propres de ces entreprises est probablement imputable soit à un accroissement des résultats, soit à une progression des comptes d'associés, dont le blocage peut avoir été demandé par les banques. Celles-ci paraissent donc bien sensibles à l'évolution des garanties offertes par les emprunteurs. Inversement, les entreprises qui subissent un choc de richesse très négatif connaissent l'augmentation la plus significative du prix de la dette. Ces constatations suggèrent que, conformément à la théorie, l'accroissement des coûts d'information qui résulte de la détérioration de la richesse nette des emprunteurs est répercuté par les intermédiaires financiers dans le coût de la dette. On constate aussi le caractère asymétrique de cette relation : les variations du prix de la dette sont d'autant plus marquées à la suite d'un choc de richesse que la richesse initiale des entreprises est faible. Ce phénomène est probablement lié au niveau initial plus élevé des taux payés par les entreprises les moins riches, qui rend possible une réduction plus nette des prix.

Graphique n° 2a
Variation du prix de la dette
en fonction de l'évolution de la richesse (93-94)
Définition de la richesse en termes de fonds propres,
médiane par classe de richesse



Source : SCRL et nos calculs.

Graphique n° 2b
Variation du prix de la dette
en fonction de l'évolution de la richesse (93-94)
Définition de la richesse en termes d'actif économique,
médiane par classe de richesse



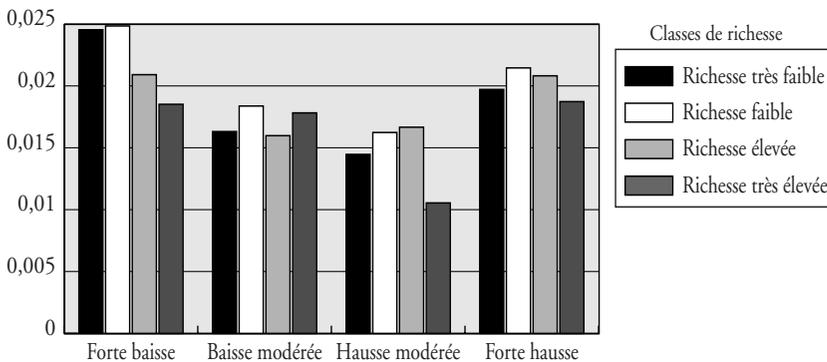
Source : SCRL et nos calculs.

Si l'on considère l'effet du choc de richesse sur la disponibilité du financement bancaire, on observe que la détérioration des garanties peut être telle que les banques décident de limiter leur offre de crédit. Le ratio dettes bancaires / chiffre d'affaires constitue dans cette perspective un bon indicateur de la disponibilité de la dette. L'étude de sa variation dans la population restreinte des entreprises qui connaissent une croissance des dettes bancaires de 1993 à 1994 montre qu'il existe

un effet de richesse dans la mise à disposition des ressources intermédiées (graphique n° 3).

La disponibilité des crédits accordés par le secteur bancaire est en effet plus importante pour les entreprises qui connaissent une forte augmentation des fonds propres, conformément à la théorie. On note cependant que cette disponibilité paraît être également importante dans les classes de forte variation à la baisse de la richesse. Mais l'analyse économétrique montre par ailleurs que dans les entreprises de ces classes, ce résultat est la conséquence mécanique de la baisse du chiffre d'affaires qui provoque un accroissement du ratio dettes bancaires / chiffre d'affaires. En définitive, les banques semblent attentives au renforcement des garanties des entreprises qui connaissent un choc de richesse positif. L'hypothèse d'accélérateur financier paraît confirmée.

Graphique n° 3
Variation du ratio dettes Bancaires /
chiffre d'affaires en 1994
en fonction de l'évolution de la richesse de 1993 à 1994
Définition de la richesse en termes de fonds propres,
médiane par classe de richesse



Source : SCRL et nos calculs.

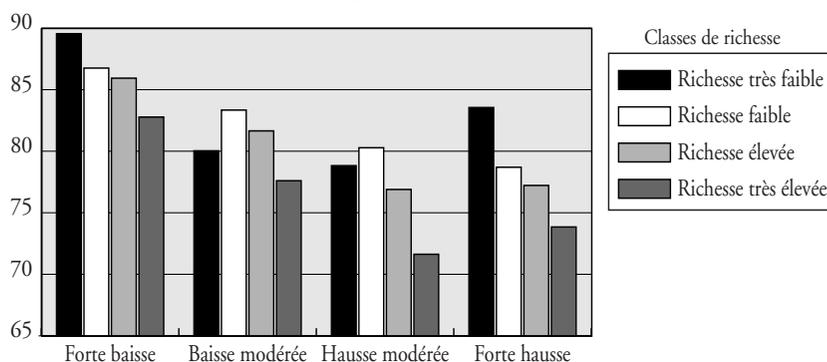
Le crédit fournisseur fait office d'amortisseur financier

L'hypothèse d'amortisseur financier implique selon nous que les fournisseurs soutiennent financièrement leurs clients qui traversent une phase de difficultés. L'examen des délais de paiement (graphique n°4) montre que les entreprises, qui subissent une détérioration de leur richesse nette, bénéficient bien en moyenne de délais fournisseurs plus élevés.

De plus, les délais accordés par ces derniers sont d'autant plus longs que la baisse de la richesse est forte, quel que soit le niveau initial de celle-ci. En outre, les fournisseurs paraissent également allonger les délais des clients dont la richesse augmente fortement, même si le niveau initial de celle-ci est faible.

En règle générale, les entreprises semblent donc soit adopter un comportement d'investissement dans la relation commerciale en soutenant financièrement les entreprises qui possèdent peu de garanties mais dont la richesse tend nettement à croître, soit être contraintes par leurs clients d'apporter ce soutien.

Graphique n° 4
Délais fournisseurs en 1994 en fonction de
l'évolution de la richesse de 1993 à 1994
Définition de la richesse en termes de fonds propres,
médiane par classe de richesse



132

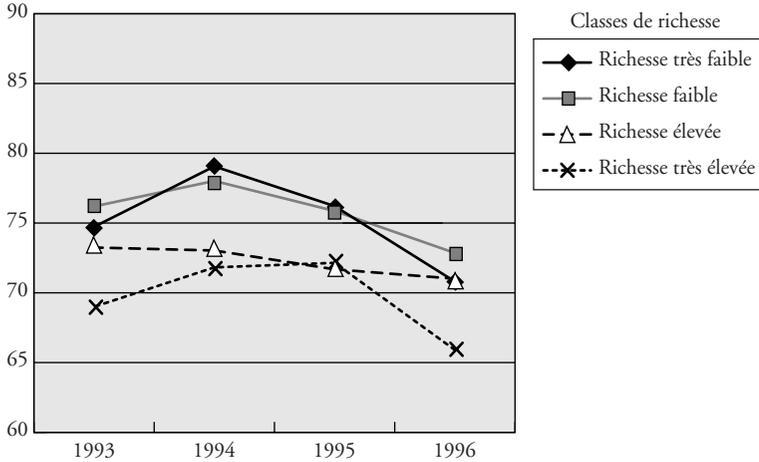
Source : SCRL et nos calculs.

Cette hypothèse d'amortisseur se confirme lorsqu'on se place dans une perspective de moyen terme, en analysant la situation des entreprises qui connaissent quatre années consécutives de baisse ou de hausse de la richesse (graphiques n° 5a et 5b). Rappelons au préalable que les délais ont augmenté en 1994, avant de baisser les deux années suivantes. On constate que les fournisseurs accordent des délais plus élevés aux entreprises relativement pauvres en termes de fonds propres, mais qui connaissent une croissance continue de leur richesse durant les quatre années considérées.

Mais comme les intermédiaires financiers classiques, les fournisseurs semblent également sensibles aux garanties offertes par les entreprises emprunteuses, et imposent une limite à leur aide. Ils soutiennent globalement les entreprises qui subissent un choc de richesse négatif continu au cours de la période étudiée, mais à condition que leur niveau de richesse ne soit pas trop faible.

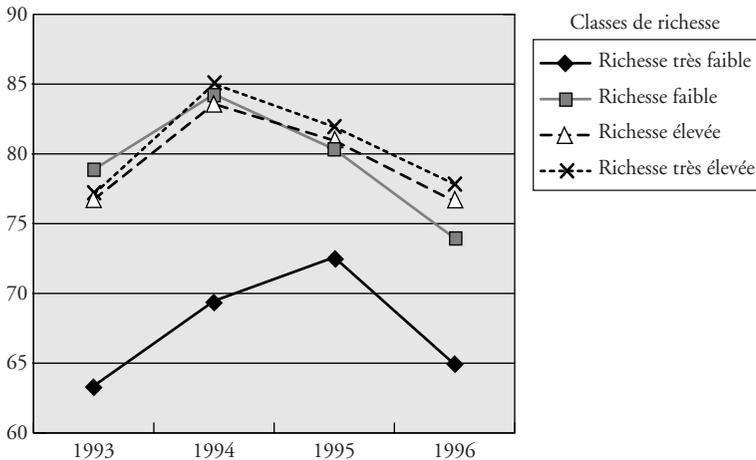
Ils consentent en effet des délais beaucoup plus faibles aux entreprises les plus pauvres et qui connaissent une baisse continue de leur richesse.

Graphique n° 5a
Evolution des délais fournisseurs dans les entreprises qui
connaissent quatre années continues de hausse de la richesse
Définition de la richesse en termes de fonds propres,
médiane par classe de richesse



Source : SCRL et nos calculs.

Graphique n° 5b
Evolution des délais fournisseurs dans les entreprises qui
connaissent quatre années continues de baisse de la richesse
Définition de la richesse en termes de fonds propres,
médiane par classe de richesse

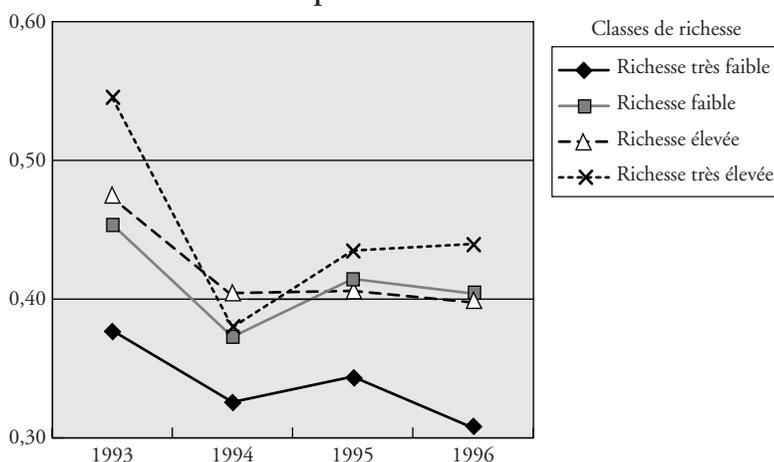


Source : SCRL et nos calculs.

L'étude du ratio dettes bancaires / dettes fournisseurs permet de compléter l'analyse du rôle d'amortisseur du crédit interentreprises en mettant l'accent sur les effets de substitution des deux formes de crédit (graphiques n° 6a et 6b). Dans les entreprises qui connaissent quatre années consécutives de baisse de la richesse, la part relative du crédit fournisseur par rapport aux dettes bancaires est d'autant plus grande que la richesse initiale de l'entreprise est faible. Cependant, les entreprises les moins riches bénéficient en moyenne de délais fournisseurs plus courts que celles qui ont un niveau de richesse plus élevé, ce qui vérifie à nouveau l'hypothèse qu'il existe une limite au soutien que les fournisseurs apportent aux clients en situation difficile. En définitive, il est logique d'observer que pour bénéficier d'un soutien ou des fournisseurs ou des banques, une entreprise qui connaît un choc persistant de richesse doit présenter un niveau de fonds propres qui rassure ces bailleurs de fonds. Mais le rôle d'amortisseur financier du crédit interentreprises se confirme si l'on considère la situation des entreprises qui augmentent leur richesse de façon continue durant les quatre années étudiées. On constate que la part du crédit fournisseur devient plus importante en moyenne dans les entreprises qui partent d'un niveau de richesse plus faible à l'origine. Cela confirme le rôle de soutien que joue le crédit interentreprises à l'égard des entreprises qui connaissent l'évolution des fonds propres la plus favorable, mais qui ne bénéficient pas, en raison de leur faible niveau de garanties, d'une aussi grande disponibilité des dettes bancaires.

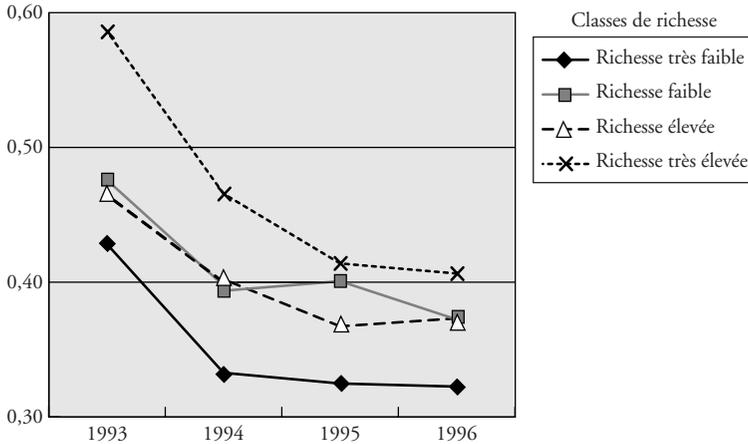
134

Graphique n° 6a
Ratio dettes bancaires / dettes fournisseurs.
entreprises qui connaissent quatre années continues de baisse
de la richesse.
Définition de la richesse en termes de fonds propres,
médiane par classe de richesse



Source : SCRL et nos calculs.

Graphique n° 6b
Ratio dettes bancaires / dettes fournisseurs
Entreprises qui connaissent quatre années continues
de hausse de la richesse.
Définition de la richesse en termes de fonds propres,
médiane par classe de richesse

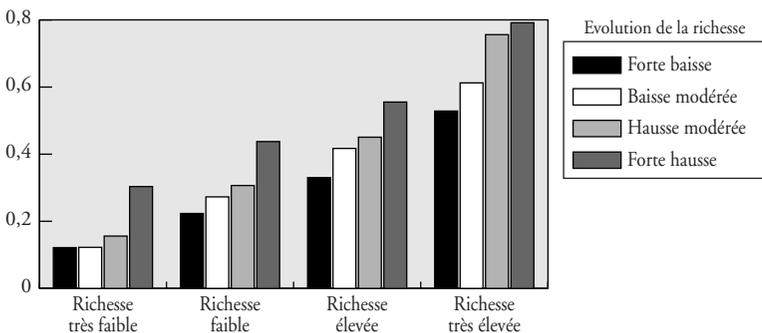


Source : SCRL et nos calculs.

L'exemple des entreprises les plus pauvres en termes d'actif économique résume bien les tendances mises en évidence (graphique n° 7). Le ratio dettes bancaires / dettes fournisseurs est globalement d'autant plus faible que la richesse initiale des entreprises est peu élevée. En outre, la part relative du crédit commercial dans le financement des entreprises est d'autant plus importante que l'évolution de la richesse en garantie est défavorable, conformément à l'hypothèse d'amortisseur financier.

135

Graphique n° 7
Ratio dettes bancaires / dettes fournisseurs en 1994
en fonction de l'évolution de la richesse de 1993 à 1994
Définition de la richesse en termes d'actif économique,
médiane par classe de richesse



Source : SCRL et nos calculs.

En conclusion, nos observations suggèrent à l'évidence que le crédit fournisseur remplit une fonction d'amortisseur financier au profit d'entreprises qui subissent un choc de richesse négatif. Qu'ils soient motivés par une volonté de jouer un rôle d'intermédiation financière ou de développer une stratégie commerciale, les fournisseurs sont conduits ou contraints à soutenir les entreprises dont les garanties sont insuffisantes pour leur permettre d'accéder aux marchés du crédit. Toutefois, ce soutien n'est pas sans limite. Les fournisseurs savent en effet qu'ils ne sont sans doute pas, en raison de la nature du crédit, complètement maîtres de l'évolution de leurs concours. C'est pourquoi ils paraissent aussi attentifs au niveau global des garanties que représentent les fonds propres ou les actifs de leurs clients. Comme le montre leur comportement vis-à-vis des entreprises dont les fonds propres sont très faibles et qui connaissent de surcroît une détérioration persistante de la richesse en garantie, ils fixent eux aussi des limites au crédit qu'ils consentent à leurs clients.

BIBLIOGRAPHIE

- B. BERNANKE et M. GERTLER (1989) : « Agency costs, net worth, and business fluctuations » *American Economic Review*, volume 79, n°1, pp. 14-31.
- M. DIETSCH (1998) : « Atouts et handicaps du crédit client face au crédit bancaire », *Revue d'Economie Financière*, n°46, pp.175-193.
- M. DIETSCH et E. KREMP (1998) : « Le crédit interentreprises bénéficie plus aux grandes entreprises qu'aux PME », *Economie et Statistique*, n°314, pp. 25-37.
- I. FISHER (1933) : « The debt-deflation theory of the great depression », *Econometrica*, vol 1, pp. 337-357.
- M. GERTLER et S. GILCHRIST (1993a) : « The role of credit market imperfections in the monetary transmission mechanism : arguments and evidence », *Scandinavian Journal of Economics*, volume 95, n°1, pp. 43-64.
- M. GERTLER et S. GILCHRIST (1993b) : « The cyclical behavior of short-term business lending : implications for financial propagation mechanisms », *European Economic Review*, volume 37, pp. 623-631.
- M. GERTLER et S. GILCHRIST (1994) : « Monetary policy, business cycles and the behavior of small manufacturing firms », *Quarterly Journal of Economics*, volume CIX, issue 2, pp. 309-340.
- F. MODIGLIANI et M. MILLER (1958) : « The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment », *American Economic Review*, n°48, pp.261-297.

NOTES

1. L'intuition de ce phénomène qui a caractérisé la grande dépression revient à Irving Fisher (1933).
2. Le profit financier est quant à lui peu important, du fait de la quasi-absence de tarification effective du crédit.
3. Les données sont extraites de la centrale de bilans de la SCRL. Par PMI, on entend les entreprises dont le chiffre d'affaires est compris entre 10 et 500 millions de Francs.
4. Les classes de richesse en termes de fonds propres sont déterminées en fonction des quartiles, comme suit :
 - les entreprises très pauvres appartenant à la première classe de richesse ont un ratio compris entre 0 et 12,6 %
 - les entreprises pauvres appartenant à la seconde classe de richesse ont un ratio compris entre 12,6 et 21,7 %
 - les entreprises riches appartenant à la troisième classe de richesse ont un ratio compris entre 21,7 et 34,6 %
 - les entreprises très riches appartenant à la quatrième classe de richesse ont un ratio compris entre 34,6 et 86,7 %
 Chaque classe comprend 24,5 % des entreprises de la population, car les deux centiles extrêmes ont été écartés. De même pour les classes de richesse en termes d'actif économique, dont les valeurs limites sont les suivantes :
 - les entreprises très pauvres appartenant à la première classe de richesse ont un ratio compris entre 3,4 et 16,2 %
 - les entreprises pauvres appartenant à la seconde classe de richesse ont un ratio compris entre 16,2 et 28,6 %
 - les entreprises riches appartenant à la troisième classe de richesse ont un ratio compris entre 28,6 et 47,5 %
 - les entreprises très riches appartenant à la quatrième classe de richesse ont un ratio compris entre 47,5 et 127 %