

Crise du crédit ou choc de demande ?

La lettre Vernimmen n°121, 2014

La crise financière débutée en 2007 a vu à la fois l'effondrement du crédit et la chute des investissements des entreprises. Le mécanisme de transmission de la crise le plus souvent avancé par les économistes est le suivant : la crise des subprimes a entraîné des pertes pour les banques sur les actifs toxiques, ce qui a réduit la capacité du système bancaire (ou plus généralement des marchés du crédit) à prêter aux entreprises, ce qui a eu pour conséquence une baisse des investissements. La baisse des investissements doit donc être plus marquée pour les entreprises les plus dépendantes du financement bancaire. Nous présentons ce mois-ci une autre théorie, défendue dans une publication récente¹ : la crise des subprimes a provoqué un choc de demande négatif sur les ménages américains, qui a entraîné des révisions à la baisse des anticipations des entreprises, qui ont donc coupé leurs investissements et en conséquence leurs demandes de financement. La causalité est inversée : c'est la baisse des investissements qui explique la baisse des emprunts.

Les auteurs analysent un échantillon large de données trimestrielles d'entreprises non financières américaines entre juillet 2007 et mars 2010. Ils montrent que les dépenses d'investissement des entreprises évoluent pendant la crise de la même façon selon que les entreprises se financent, avant la crise, par dette ou par capitaux propres. Les entreprises dépendantes du crédit bancaire ne voient pas leurs investissements diminuer davantage que les autres. Pour identifier les entreprises « dépendantes du crédit bancaire », les auteurs utilisent plusieurs critères : les entreprises ayant contracté deux emprunts auprès de la même banque dans les années précédant la crise, celles à fort levier financier, et les petites entreprises sans notation de crédit. La théorie de la crise du crédit voudrait que ces entreprises voient leurs investissements baisser davantage que les autres pendant la crise ; ce n'est pas le cas.

Selon la théorie dominante, les entreprises dépendantes du crédit devraient subir une baisse de leurs emprunts en début de crise, et tenter de compenser cette baisse par des émissions de capitaux propres ou par l'utilisation de leurs réserves de cash. Ce n'est pas non plus ce qui est observé. Lors de la « première année de la crise » (de mi-2007 à mi-2008), donc avant que les effets sur la demande ne soient matérialisés, ces entreprises ont vu (comme les autres) une baisse de leurs émissions de capitaux propres. Dans la période suivante, celle qui suit la faillite de Lehman Brothers (les auteurs ont retenu le dernier trimestre de 2008 et le premier de 2009, laissant le troisième trimestre de 2008 hors de leur champ d'analyse) le comportement d'investissement des entreprises dépendantes du crédit bancaire n'est pas différent de celui des autres entreprises. De façon surprenante, ils trouvent même l'inverse selon le critère du levier financier : les entreprises non endettées avant la crise voient leurs dépenses d'investissement baisser de 39%, alors que les endettées ne connaissent une baisse que de 29%. Si la crise du crédit était l'élément moteur, on pourrait s'attendre à voir une chute des investissements plus marqué dans les entreprises dépendantes, d'autant plus que les dépréciations d'actifs ont rendu plus difficile les mises en garantie. Pour les auteurs, la similarité des comportements des entreprises est davantage compatible avec une explication de la crise par un choc de demande, qui touche toutes les entreprises indépendamment de leur mode de financement.

Enfin, lors de ce que les auteurs désignent avec un brin d'optimisme comme « dernière année de la crise » (les trois derniers trimestres de 2009 et le premier de 2010), alors que les tensions baissent sur les marchés du crédit et que les marchés actions rebondissent, les investissements des entreprises continuent de baisser. Ce ne serait donc pas un problème d'accès au crédit qui ferait chuter les investissements, mais les anticipations négatives sur les débouchés.

Cet article a le mérite de proposer un autre canal de propagation de la crise que celui généralement avancé, le choc de demande plutôt que la crise de crédit. Il reste toutefois confiné au marché américain ; la question du canal de transmission de la crise aux marchés mondiaux reste ouverte.

¹ Kathleen M. Kahle, René M. Stulz, "[Access to capital, investment, and the financial crisis](#)", *Journal of Financial Economics*, vol.110, 2013