

Évolutions de la monnaie et du crédit en France en 2008

Julien DEMUYNCK

Direction des Statistiques monétaires et financières

Service des Analyses et Statistiques monétaires

Jérémi MONTORNES

Direction des Statistiques monétaires et financières

Service d'Ingénierie et de Coordination statistique

Après plusieurs années de forte croissance, l'agrégat M3 de la zone euro a sensiblement ralenti en 2008. Une évolution similaire a été observée en France, le taux de progression de la « contribution française à M3 » diminuant nettement au cours de l'année. Les arbitrages de portefeuille ont largement déterminé les évolutions des placements monétaires, les agents non financiers privilégiant les actifs les plus liquides et les plus rémunérateurs, notamment les comptes sur livret pour ce qui concerne les ménages.

Principale source de la création monétaire, la distribution de crédits au secteur privé s'est graduellement ralentie durant l'année 2008, en France comme dans le reste de la zone euro. Ce ralentissement a concerné aussi bien les crédits aux ménages que ceux consentis aux entreprises. Engagée depuis la fin 2006, la décélération des premiers s'est accentuée en 2008 en lien avec le retournement du marché immobilier et le ralentissement de la consommation des ménages. De même, le rebond de la croissance des crédits aux entreprises observé depuis l'été 2007 s'est interrompu au printemps 2008 : alors que les conditions d'octroi des crédits continuaient d'enregistrer un resserrement, la demande de financements bancaires des sociétés non financières s'est repliée au second semestre sous l'effet principalement de la dégradation du contexte économique.

Mots-clés : Monnaie, crédits à l'habitat, crédits aux entreprises

Codes JEL : D14, D21, E51

I | Les arbitrages de portefeuille ont largement déterminé les évolutions des placements monétaires

Après plusieurs années de forte croissance, l'agrégat M3 de la zone euro a nettement ralenti en 2008 : son taux de croissance annuel est revenu de 11,5 % en janvier à 7,5 % fin décembre, son plus faible rythme de progression depuis mai 2005 (cf. tableau 1). Une évolution similaire a été observée en France où le taux de croissance de la « contribution française à M3 » s'est établi à 5,0 % en décembre 2008, après 16,3 % en début d'année. Le ralentissement de M3 est paradoxalement intervenu dans un contexte où les tensions prolongées sur les marchés financiers étaient de nature à favoriser les arbitrages en faveur des placements sûrs et liquides. Dans la zone euro, la décélération des placements monétaires a été nettement plus marquée pour les titres de créances négociables (3,7 % en 2008, après 20,0 % en 2007)

que pour les autres dépôts monétaires (13,6 %, après 17,7 %) et les moyens de paiement regroupés dans M1 (3,3 % après 3,9 %). Au sein de ces derniers, la baisse du taux de croissance annuel des dépôts à vue (1,4 %, après 3,2 %) a été pour une bonne part contrebalancée par la reprise du développement de la circulation fiduciaire (13,4 %, après 8,1 % pour les billets et pièces).

En France, les choix d'allocation d'actifs au sein des placements monétaires ont également enregistré d'importantes modifications. Le taux de croissance annuel des instruments négociables a ainsi sensiblement baissé, revenant de 16,5 % fin 2007 à 6,1 % en décembre 2008. Les épargnants ont en effet privilégié les actifs monétaires plus liquides et plus rémunérateurs, notamment les comptes sur livret, dont la progression s'est nettement renforcée au cours de l'année (11,0 % en rythme annuel fin 2008, après 5,0 % en décembre 2007). Cet arbitrage a été favorisé par la rémunération attractive des livrets réglementés et par les campagnes de collecte engagées par les établissements de crédit dans la perspective

Tableau I Évolutions monétaires dans la zone euro et en France

(encours en milliards d'euros, taux de croissance en %)

	Zone euro (a)				France			
	Encours à fin décembre 2008	Taux de croissance (b)			Encours à fin décembre 2008	Taux de croissance (b)		
		décembre 2006	décembre 2007	décembre 2008		décembre 2006	décembre 2007	décembre 2008
Agrégats monétaires (en données cvs) ou Principaux actifs monétaires (c)								
Billets et pièces en circulation	710,7	11,0	8,1	13,4				
+ Dépôts à vue	3 267,6	7,0	3,2	1,4	482,3	5,7	6,0	- 3,6
= M1	3 978,3	7,6	3,9	3,3				
+ Autres dépôts monétaires	4 027,7	11,7	17,7	13,6	670,0	8,0	17,7	18,5
dont : Dépôts à préavis ≤ 3 mois	1 557,1	0,6	- 3,6	1,0	485,9	6,2	5,0	11,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2 470,6	27,2	41,4	23,3	184,0	21,3	100,4	44,0
= M2	8 006,0	9,4	10,1	8,2				
+ Instruments négociables	1 379,7	13,3	20,0	3,7	541,8	10,7	16,5	6,1
dont : Titres d'OPCVM monétaires	752,9	4,9	9,2	4,8	368,0	5,8	1,5	11,1
Titres de créances ≤ 2 ans	271,2	54,4	59,6	- 10,9	125,2	41,8	74,0	- 8,3
= M3	9 385,7	10,0	11,5	7,5				
Contribution française à M3 (d)					1 749,5	10,7	16,3	5,0

(a) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(b) Évolutions corrigées de l'impact des reclassements et des effets de valorisation

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français

(d) La contribution française à M3 est égale à la somme des engagements monétaires vis-à-vis des résidents (dépôts à vue + autres dépôts monétaires + instruments négociables) et des engagements monétaires vis-à-vis du reste de la zone euro (55,3 milliards d'euros à fin décembre 2008).

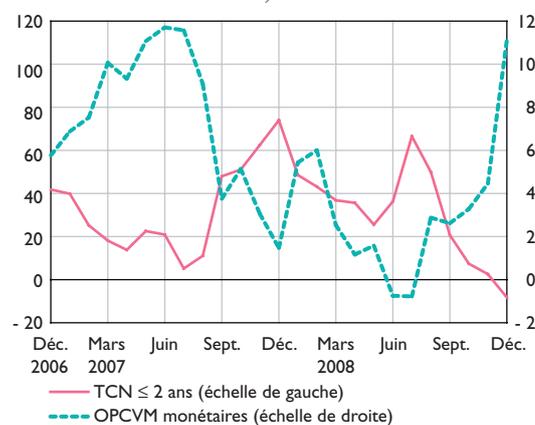
de la libéralisation de la distribution des livrets A. En revanche, avec le ralentissement économique, les dépôts à vue se sont contractés à partir du milieu de l'année, en particulier pour les sociétés non financières.

Le ralentissement de la croissance de l'encours des instruments négociables observé en France recouvre toutefois des évolutions divergentes de leurs composantes. Après avoir fortement baissé de la mi-2007 à la mi-2008, le taux de croissance annuel de l'encours de titres d'OPCVM monétaires s'est sensiblement redressé au cours de la deuxième partie de l'année. En revanche, la progression des titres de créance de moins de deux ans émis par les IFM auprès des agents non financiers s'est nettement modérée au second semestre, en lien notamment avec la recrudescence des tensions sur les marchés financiers (cf. graphique 1).

La distribution de crédits au secteur privé, qui constitue la principale source de la création monétaire, s'est graduellement ralentie au cours de l'année 2008, tant en France qu'au sein de la zone euro. Alors que les conditions d'octroi des crédits enregistraient un resserrement progressif, la dégradation du contexte économique est venue peser sur la demande de financements bancaires. Ce ralentissement a touché

Graphique 1 Instruments négociables

(taux de croissance annuel en %)



aussi bien les crédits aux ménages que ceux consentis aux sociétés non financières. Pour les premiers, la baisse graduelle du taux de croissance engagée depuis la mi-2006 s'est accentuée dès les premiers mois de 2008 pour s'établir à 6,9 % en décembre 2008. Pour les seconds, la forte reprise observée à partir du printemps 2007 s'est interrompue au deuxième trimestre 2008. Fin 2008, le taux de croissance annuel des crédits aux entreprises atteint 9,4 % (cf. tableau 2).

Tableau 2 Évolutions des crédits au secteur privé en France depuis 2006

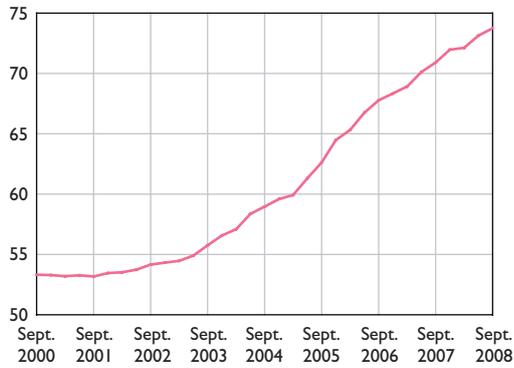
(encours en milliards d'euros, taux en %)

	Encours brut	Taux de croissance annuel brut		
	Décembre 2008	Décembre 2006	Décembre 2007	Décembre 2008
Secteur financier	136,8	24,6	39,1	- 8,7
Secteur non financier	1 723,7	10,8	12,2	8,0
<i>Sociétés non financières</i>	<i>781,1</i>	<i>10,0</i>	<i>13,7</i>	<i>9,4</i>
dont : Investissement	312,8	9,1	11,6	11,8
Trésorerie	216,7	10,0	16,8	8,2
Autres	251,7	11,0	13,8	7,7
<i>Ménages (a)</i>	<i>942,5</i>	<i>11,5</i>	<i>11,0</i>	<i>6,9</i>
dont : Habitat	700,8	15,0	13,0	8,1
Trésorerie	154,2	4,6	4,6	2,5
Autres	87,5	1,2	7,9	5,2
Total des crédits au secteur privé	1 860,4	11,7	14,1	6,6

(a) Particuliers, entrepreneurs individuels et institutions sans but lucratif au service des ménages

Graphique 2 Endettement des ménages

(en % du RDB)



2| Le ralentissement des crédits aux ménages s'est accentué en 2008

Jusqu'à la fin de l'année 2006, l'essor du crédit immobilier en France avait été soutenu par une conjonction de facteurs, notamment, du côté de l'offre, l'allongement de la durée des prêts nouveaux consentis aux ménages, la réduction des exigences des prêteurs en matière d'apport personnel et le développement des crédits à taux variable (ceux-ci ont représenté en 2006 17,6 % de la production annuelle de crédits à l'habitat, après 28,5 % en 2005 et 37,4 % en 2004). Il en est résulté une forte hausse du taux d'endettement des ménages qui a ainsi atteint 74 % du revenu disponible

brut (RDB) en septembre 2008, niveau jusqu'alors jamais observé en France (cf. graphique 2).

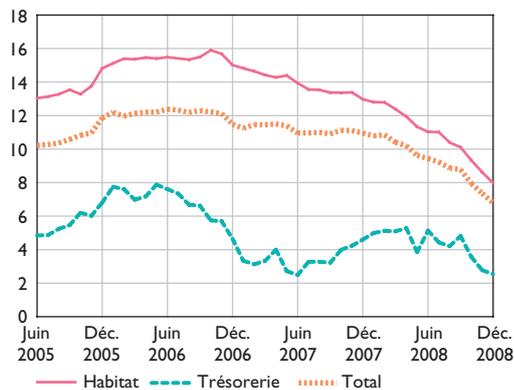
Rompant avec sa quasi-stabilité de l'année précédente, le rythme de progression des crédits aux ménages résidents a nettement fléchi en 2008 (cf. graphique 3). Ce ralentissement a essentiellement concerné les crédits à l'habitat, touchés au premier chef par le resserrement des conditions d'octroi des prêts. Par ailleurs, la part des crédits immobiliers à taux variable a continué de diminuer, la configuration de la courbe des taux observée jusqu'au mois d'octobre les ayant rendus moins attractifs par rapport aux prêts à taux fixe. Le rythme annuel de progression des crédits à la consommation, relativement stable jusqu'en octobre, a également fléchi en fin d'année.

L'accentuation du ralentissement des crédits à l'habitat coïncide avec le retournement de l'investissement immobilier des ménages que les comptes nationaux trimestriels enregistrent au second semestre 2008. Une baisse d'une telle amplitude n'avait pas été observée depuis 1992 (cf. graphique 4).

La décélération des crédits à l'habitat en 2008 est liée au durcissement des critères d'octroi et à la baisse de la demande qui ont été sensibles à partir du deuxième trimestre 2008. Par ailleurs, d'après l'enquête trimestrielle auprès des banques sur la distribution du crédit, le resserrement des conditions d'attribution de prêts s'est traduit principalement par une augmentation des marges pratiquées sur les crédits nouveaux.

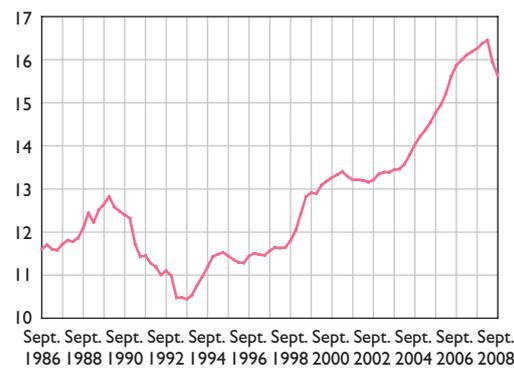
Graphique 3 Crédits aux ménages (y compris crédits titrisés)

(taux de croissance annuel en %)



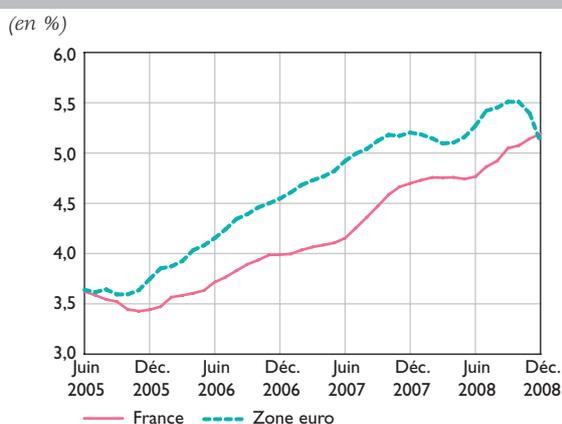
Graphique 4 Investissement immobilier des ménages

(en milliards d'euros, volume aux prix de 2000)



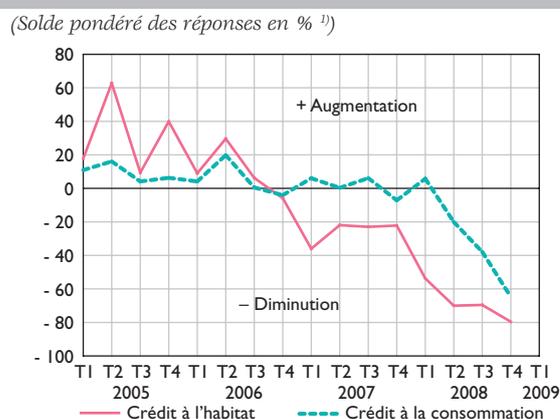
Source : Insee (comptes nationaux)

Graphique 5 Taux des crédits à l'habitat, France et zone euro



De fait, après avoir accompagné la hausse des taux de marché jusqu'au mois d'octobre, les taux des crédits à l'habitat consentis aux ménages n'ont pas immédiatement suivi l'assouplissement de la politique monétaire, contrairement à ce qui a pu être observé, en moyenne, dans l'ensemble de la zone euro (cf. graphiques 5 et 6). Cette évolution reflète sans doute un début de normalisation des pratiques des banques françaises sur ce segment de marché : au cours des dernières années, les crédits à l'habitat ont en effet été largement utilisés par les établissements de l'hexagone comme produits d'appel assortis de marges très faibles, voire négatives.

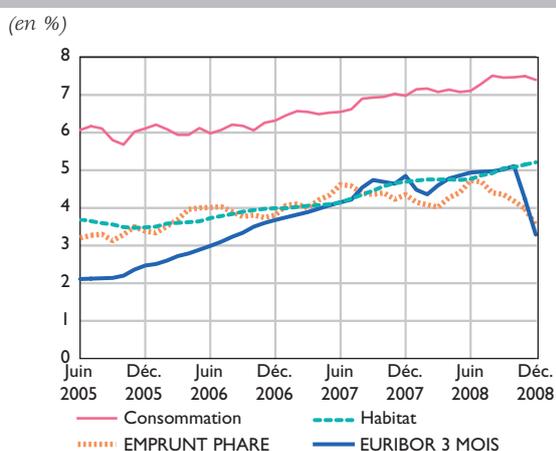
Graphique 7 Demande de crédits des ménages



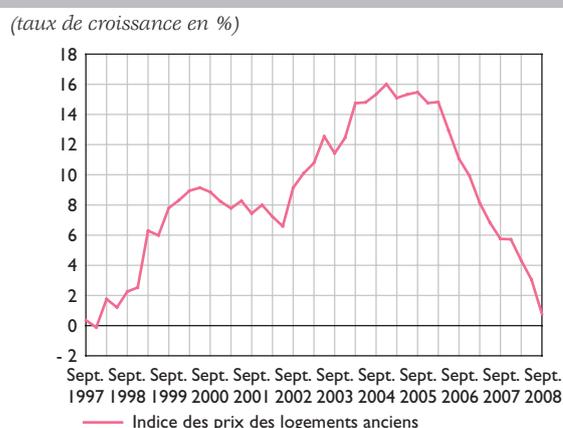
1) Le solde des réponses à l'enquête est calculé par différence entre le pourcentage des banques de l'échantillon qui ont perçu une hausse de la demande et le pourcentage de celles qui ont perçu une baisse.

Dans ce contexte, les banques interrogées ont fait état en 2008 d'une nette accentuation de la baisse de la demande de crédits à l'habitat amorcée fin 2006 (cf. graphique 7), due, dans une large mesure, à la dégradation progressive des perspectives du marché de l'immobilier résidentiel. Ainsi, la hausse des prix des logements, qui avoisinait 15 % au début de l'année 2006 en rythme annuel, a laissé place à une quasi-stagnation à la fin 2008 (cf. graphique 8). Anticipant des baisses de prix des logements et, éventuellement, le retour à des conditions d'emprunt plus avantageuses, une partie des ménages semble dès lors s'être résolue à différer ses projets d'opérations

Graphique 6 Taux des crédits aux ménages et taux de marché, France



Graphique 8 Prix des logements anciens



Source : INSEE

immobilières. S'agissant des crédits à la consommation, les banques ont aussi fait état d'un repli de la demande à compter du 2^e trimestre de 2008, attribuant cette baisse à l'assombrissement des perspectives macroéconomiques, à la dégradation de la confiance des ménages et au recul de la consommation.

3| Le cycle des crédits aux entreprises est également entré dans une phase de ralentissement

3|1 La dynamique des crédits aux entreprises s'est inversée au second semestre 2008

Après avoir marqué un rebond au second semestre 2007, la croissance des crédits aux sociétés non financières s'est encore accentuée au début du premier semestre 2008 sous l'effet du dynamisme des crédits de court terme et de la substitution de financements bancaires aux financements de marché. Au cours de cette période, les réponses à l'enquête sur la distribution du crédit ont toutefois fait ressortir une baisse de la demande et un resserrement persistant des conditions d'octroi de crédit.

De fait, la progression des crédits aux SNF s'est modérée à partir du mois de mai 2008 : le retournement des crédits de trésorerie observé à partir du mois d'avril a été suivi de celui des crédits à l'investissement à partir du mois d'août, en lien notamment avec la dégradation des perspectives économiques (cf. graphique 9).

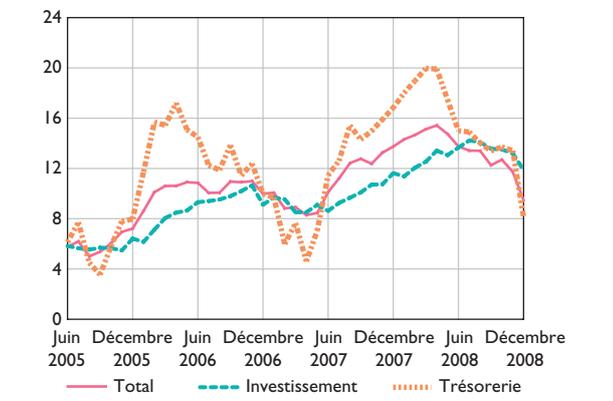
3|2 Repli de la demande des entreprises et resserrement des conditions d'octroi de crédit

Le fléchissement de la demande de crédit des entreprises s'explique tout d'abord, d'après les banques interrogées, par le recul de l'investissement et des opérations de fusion-acquisition (cf. graphique 10), les projets à long terme étant plus fréquemment reportés compte tenu de la dégradation de l'environnement macroéconomique.

Le ralentissement du crédit a également été induit par la plus grande sélectivité dont ont fait preuve les banques dans leur politique de distribution des prêts. À partir du second semestre de l'année 2008, ce durcissement a plus particulièrement concerné les petites et moyennes entreprises (cf. graphique 11).

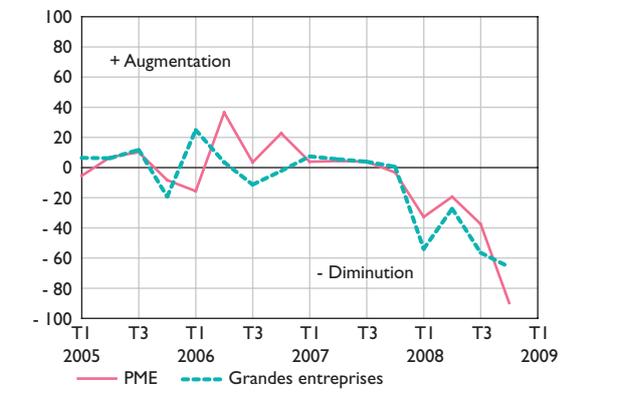
Graphique 9 Crédits aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



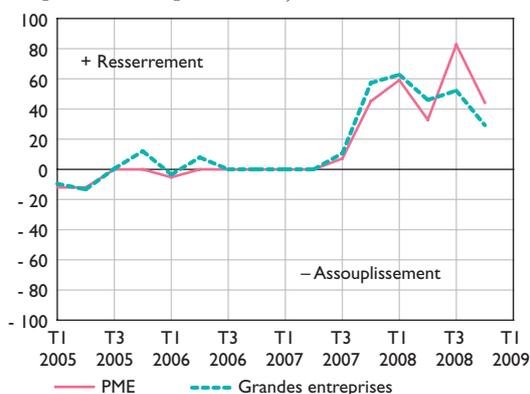
Graphique 10 Évolution de la demande de crédit des entreprises

(Solde pondéré des réponses en %)



Graphique 11 Évolution des critères d'octroi des crédits aux entreprises

(Solde pondéré des réponses en %)

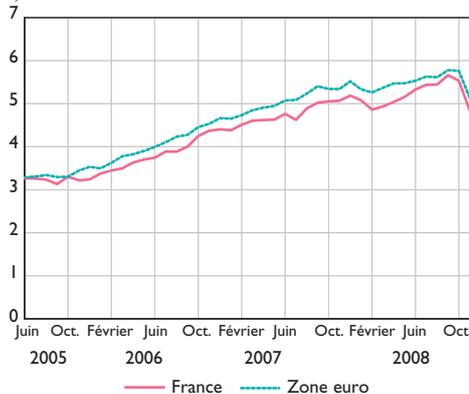


Le resserrement des conditions de crédit engagé au troisième trimestre 2007 s'est notamment traduit, selon les banques, par une augmentation des marges appliquées sur les crédits aux entreprises, tant pour les prêts risqués que pour ceux présentant un risque moyen. Pour ces derniers, cette évolution s'est toutefois atténuée au dernier trimestre 2008 (cf. graphique 12).

Cet ajustement des marges ne semble pas pour autant s'être traduit par un renchérissement excessif des

Graphique 13 Taux des crédits aux entreprises, France et zone euro

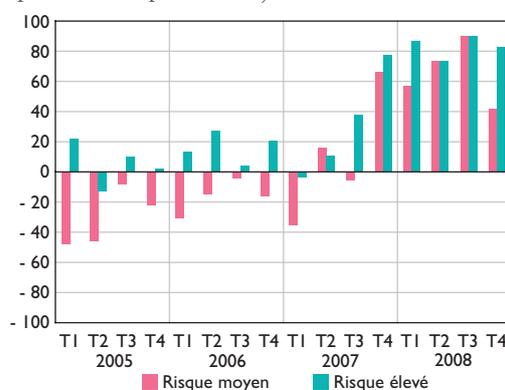
(en %)



taux débiteurs. En effet, sur fond de tensions sur les marchés financiers et d'augmentation des primes de risque, les taux débiteurs ont suivi l'évolution des taux de marché, tant en France que dans la zone euro (cf. graphique 13). En particulier, le taux moyen des crédits à taux variable¹, a répercuté dès le mois de novembre la baisse des taux de marché (EURIBOR 3 mois) dans le sillage de la baisse des taux directeurs de la BCE. La transmission de la baisse du loyer de l'argent aux taux des crédits à taux fixe de durée supérieure à 1 an a été plus progressive (cf. graphique 14).

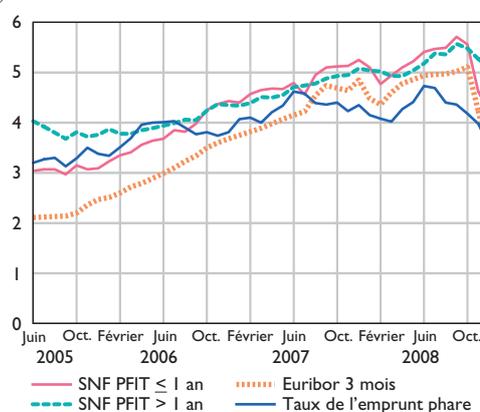
Graphique 12 Évolution des marges bancaires sur les crédits aux entreprises

(Solde pondéré des réponses en %)



Graphique 14 Taux des crédits aux entreprises, taux débiteurs et taux de marché

(en %)



1 Crédits de période de fixation initiale du taux (PFIT) inférieure à un an

3 | 3 L'évolution du crédit en France a également été affectée par les modifications de la structure de financement des entreprises.

La répartition par tranches de durée du financement bancaire des sociétés non financières s'est sensiblement modifiée à partir du second semestre 2007, le développement du crédit à court terme venant suppléer la contraction des financements de marché. Toutefois, la croissance des concours bancaires à court terme a marqué le pas à partir du deuxième trimestre 2008.

Au premier semestre 2008, la dynamique des crédits bancaires a continué d'être alimentée en partie par des substitutions entre modes de financement en raison

des difficultés persistantes rencontrées par les sociétés non financières pour lever des fonds sur les marchés de capitaux. Cette substitution, qui a ponctuellement soutenu la croissance du crédit durant le premier trimestre, s'est cependant atténuée, puis inversée au second semestre. Le flux annuel des émissions nettes de titres de créance des SNF est ainsi redevenu positif à partir du mois de novembre, bénéficiant, dans une certaine mesure, de la normalisation progressive du fonctionnement des marchés (cf. graphique 15).

Dans ce contexte, la contribution des crédits à court et moyen termes à la croissance des concours bancaires accordés aux sociétés non financières a fléchi au second semestre. Elle s'établit à 1,1 point de pourcentage en décembre 2008, après 3,5 points en mars (cf. graphique 16).

