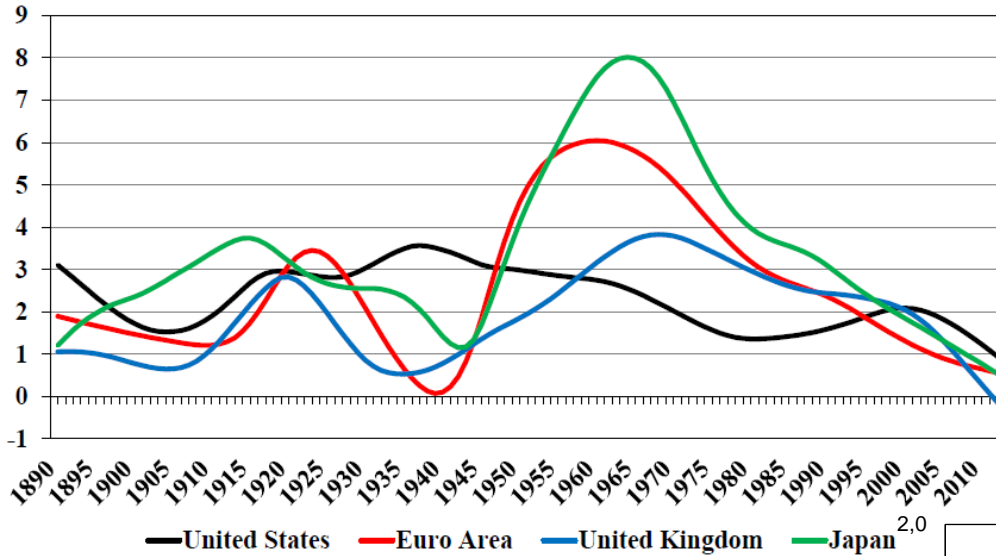




Nos valeurs : l'ouverture, la loyauté, l'engagement, l'esprit d'équipe

# La productivité depuis la crise financière

Taux de croissance annuel de la productivité horaire du travail (%), lissée

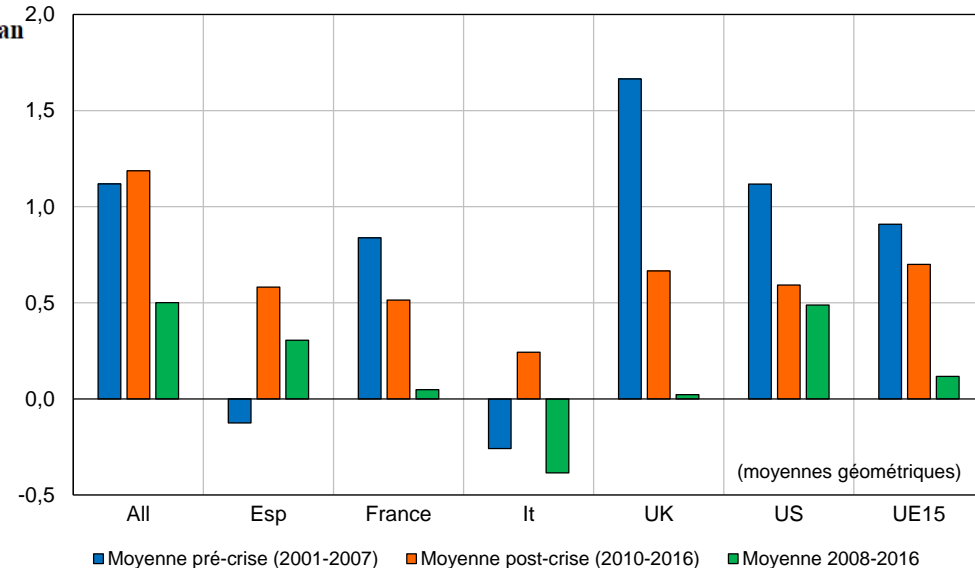


Source : Bergeaud, Cette et Lecat (2014)

► Une tendance déclinante dans la plupart des économies avancées

► Avec une nouvelle baisse marquée depuis la crise financière

PGF moyenne par période



(moyennes géométriques)

TRÉSOR  
DIRECTION GÉNÉRALE

# La productivité depuis la crise financière

- ▶ **Le ralentissement de la productivité depuis la crise est-il conjoncturel ou structurel ?**
  - ◆ *Question fondamentale pour la conduite des politiques monétaires et budgétaires*
  - ◆ *Avec 10 ans de recul, probablement pas conjoncturel*
  
- ▶ **Enfin est-ce une bonne distinction ?**
  - ◆ *Cf. débat sur la stagnation séculaire, à la fois par l'offre et la demande.*
  - ◆ *Effets d'hystérèse.*
  - ◆ *Quel rôle de la crise financière sur le ralentissement de la productivité, et comment en sortir ?*
  
- ▶ **Quel impact des désordres bancaires de la crise sur le crédit aux entreprises ?**
  
- ▶ **Quel impact des restrictions de crédit sur la productivité ?**

# Les mécanismes à l'oeuvre

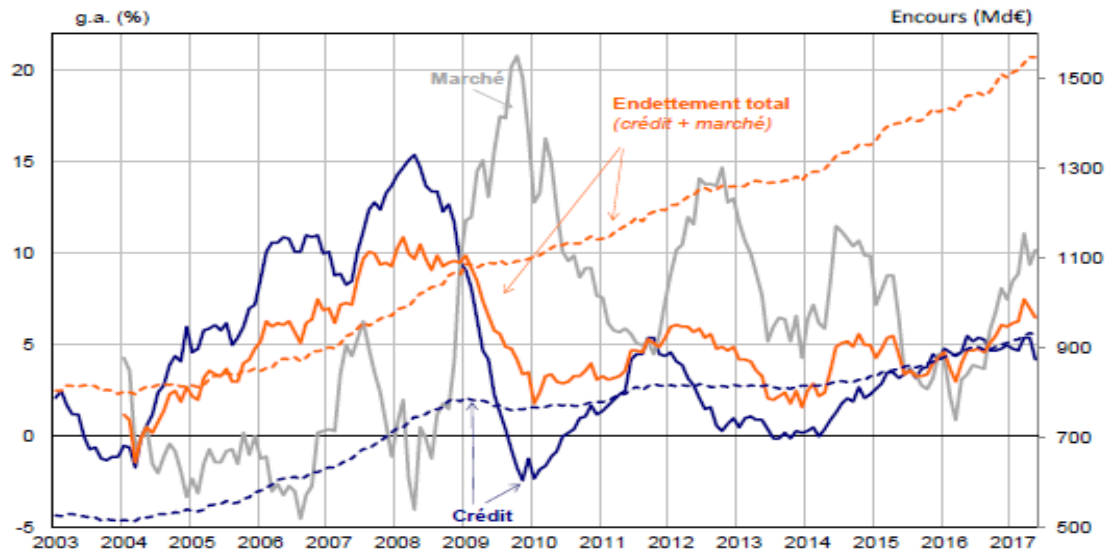
Bid-ask spread sur les actions  
Moyenne mobile (en %) - CASA, BNPP, SG



Source : Reuters

## ► Impact sur le financement des entreprises

## ► Un choc de liquidité bancaire



Source : Banque de France. Champ : France

TRÉSOR  
DIRECTION GÉNÉRALE

# Cahn, Duquerroy & Mullins - Résultats

## ► Quels effets d'une politique monétaire non conventionnelle ciblée?

- ◆ *L'ACC a permis aux entreprises dont la dette devient éligible comme collatéral d'avoir accès à davantage de crédit bancaire.*
- ◆ *Concentré sur les entreprises ayant une seule banque (+7% de croissance de la dette).*
- ◆ *Aussi bien sur la dette de court-terme que de long-terme (sauf pour les entreprises ayant une relation récente avec la banque).*

**=> L'ACC réduit le coût relatif de prêter à ces entreprises.  
Dans quelle mesure ?  
Quelle élasticité-coût de l'offre de prêt ?**



# Cahn, Duquerroy & Mullins – Discussion de l'hypothèse identifiante

- ▶ Différence de différence : entreprises notées 4 vs entreprises notées 5+, avant et après l'*Additional Credit Claims (ACC)*.
- ▶ Hypothèse identifiante : la trajectoire d'encours de crédit des deux types d'entreprises aurait évolué de la même façon sans ACC.
- ▶ Quel effet de l'ACC vs un resserrement vers les crédits les moins risqués ?
- ▶ Plus marginalement, la réduction du seuil de notation des ABS acceptés en collatéral peut aussi avoir des effets favorables sur l'émission de crédits aux entreprises les mieux notées.

Single-bank firms : ACC (rating 4), 5+, 4+, 3



## ► Comment s'effectue la transmission des chocs de liquidité par les banques ?

- ◆ *L'essentiel de l'effet provient des entreprises en relation longue avec la banque. Mais ce statut est peut-être endogène ...*
- ◆ *Uniquement des entreprises avec faible levier, avec du collatéral, plus grandes et plus âgées. Même pour celles qui sont en relation longue avec la banque.*
- ◆ *En faveur des entreprises à forte croissance.*

## ► Quelle usage des prêts supplémentaires ?

- ◆ *Les entreprises traitées ne sont pas plus dégradées que les autres à horizon 1an.*

Est-ce le bon horizon de temps ?

Est-ce suffisant pour exclure complètement le renflouement des zombies ?

Mais le phénomène d'entreprises zombies semble faible en France (Avouyi-Dovi et al., 2016 ; Adalet McGowan et al., 2017).

Les groupes de contrôle et traitement ont-ils la même proba de dégradation ?

- ◆ *Elles font moins défaut. Est-ce tautologique ?*

# Cahn, Duquerroy & Mullins – Remarques et questions

- ▶ **Quelle interprétation d'un effet limité aux entreprises mono-bancaires ?**
  - ◆ *Si toutes les banques sont contraintes, pas de raison d'effet différencié entre les deux groupes d'entreprises.*
  - ◆ *Certaines banques ne seraient pas contraintes ?*
  - ◆ *Traitement des banques autonomes au sein des groupes mutualistes.*
  
- ▶ **Effet sur la prise de risque.**
  - ◆ *L'ACC a peu bénéficié aux jeunes. Mais quel effet sur la part des jeunes entreprises dans le portefeuille de crédit ?*
  
- ▶ **Séparer par type de crédit accordé ?**
  - ◆ *Différents haircuts sur les crédits de long terme et court terme.*
  
- ▶ **Quel effet sur la survie des entreprises ?**



- ▶ **Suggère que les entreprises notées « 4 » étaient rationnées.**
  - ◆ *Résultat différent de celui de Kremp & Sevestre (2012).*
  
- ▶ **Besoin de diversification des sources de financement pour faire face aux crises de liquidité**
  - ◆ *Diversification et non désintermédiation*
  - ◆ *Adéquation des types de financement au type d'entreprises (notamment taille)*
  
- ▶ **Actions publiques en faveur de cette diversification :**
  - ◆ *Réforme du code des assurances (2013) : octroi de prêts*
  - ◆ *Statuts des plateformes de financement participatif (2014)*
  - ◆ *Euro PP : charte (2014) et contrats type (2015)*
  - ◆ *Ouverture progressive de Fiben (2015-2016)*
  - ◆ *Réforme de la masse (2017)*
  - ◆ *Réforme du droit obligataire (2016-2017)*

- ▶ **Quel effet des contraintes de crédit sur la productivité des entreprises ?**
    - ◆ *Les entreprises avec un taux de levier initial supérieur ou une part de la dette à terme pendant la crise supérieure ont connu une baisse de leur PGF plus marquée ensuite.*
    - ◆ *Cela expliquerait plus d'1/3 du ralentissement de la PGF dans l'échantillon.*
  
  - ▶ **Quel rôle des investissements intangibles dans cet effet ?**
    - ◆ *Les entreprises plus vulnérables ont aussi vu une réduction de leur taux d'investissement en intangibles.*
    - ◆ *Et une réduction de leur part d'investissement en intangibles.*
- => Quelle part du ralentissement de PGF cela peut-il expliquer ?**

# Duval, Hong et Timmer – Remarques et questions

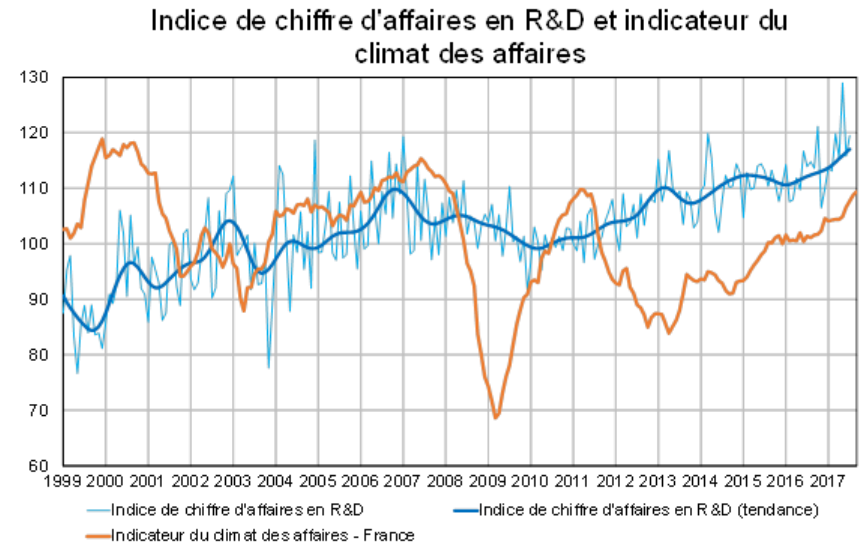
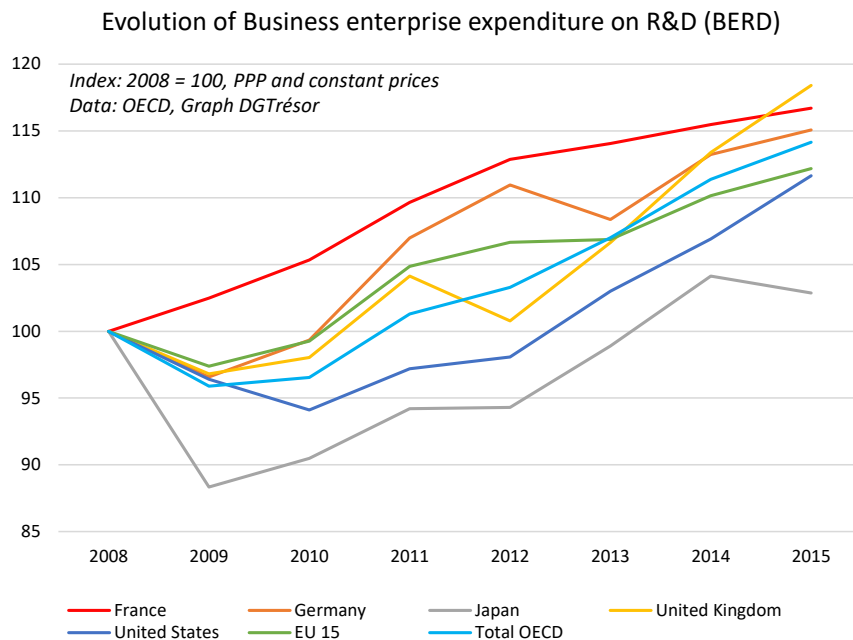
- ▶ **Hypothèse identifiante : Les entreprises vulnérables et non vulnérables auraient connu la même trajectoire de PGF en l'absence de la faillite de Lehman Brothers.**
  - ◆ *Discutable mais renforcé par le test placebo.*
- ▶ **Restreindre l'échantillon aux plus petites entreprises (pas de substitution du crédit bancaire à l'obligataire)**
- ▶ **+ sujet de l'appartenance à un groupe**
  
- ▶ **Productivité, qualité et mark-up mélangés. Baisse de la qualité des entreprises contraintes.**

# Duval, Hong et Timmer – Quelle articulation avec les autres explications du ralentissement de la productivité ?

- ▶ Le papier se concentre sur les effet intra-entreprises.
- ▶ 3 grandes explications [non orthogonales] du ralentissement de la productivité intra-entreprises après la crise
  - ◆ *Les difficultés de financement.*
  - ◆ *Le ralentissement de la croissance de la frontière de la productivité*
  - ◆ *Le ralentissement de la diffusion des innovations*
- ▶ Le ralentissement durable de la productivité, pas facile à relier à un choc exogène négatif de crédit.
  - ◆ *Sauf si elles continuent d'investir moins plusieurs années après, ce que vous trouvez.*
  - ◆ *Effet réduit de 50%, mais encore significatif après 5 ans.*

# Duval, Hong et Timmer – Rôle des intangibles

- ▶ Définition des investissements intangibles dans Orbis?
- ▶ Les investissements en R&D sont-ils cycliques et peuvent-ils amplifier les cycles ?



## ▶ Soutien contra-cyclique aux investissements en R&D

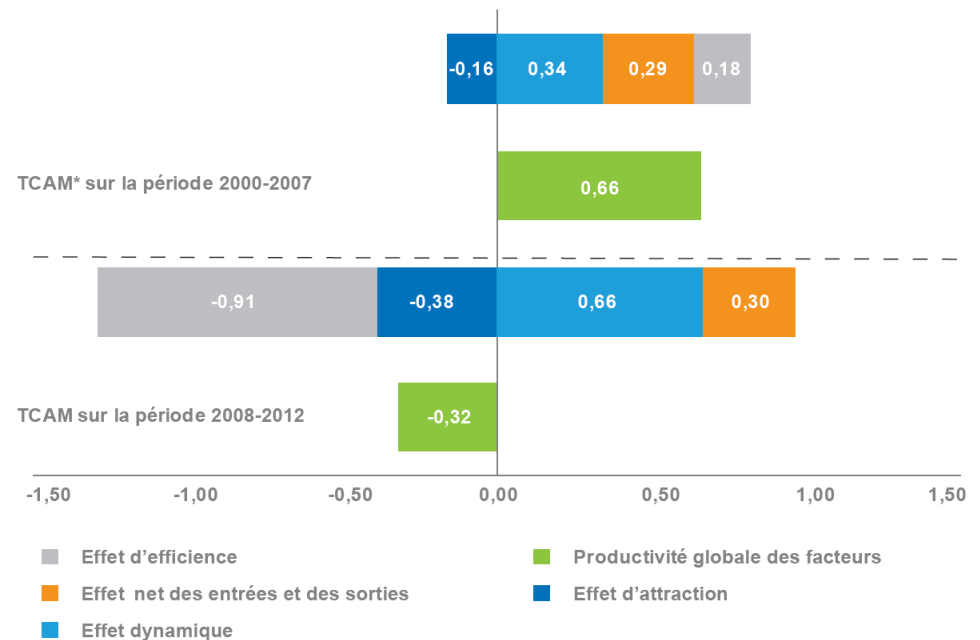
- ◆ *FMI – Fiscal Monitor (2016), Aghion et al. (2012)*

- ◆ *Réforme du Crédit Impôt Recherche de 2008, et remboursement immédiat. Mise en place de BpiFrance en 2012.*

# Duval, Hong et Timmer – Le canal de la réallocation des parts de marché

- ▶ Il y aussi des effets inter-entreprises.
- ▶ L'effet des crises financières sur le dynamisme du tissu productif se partage entre trois arguments :
  - ◆ *Les zombies*
  - ◆ *L'effet « cleansing »*
  - ◆ *L'effet sur la réallocation des parts de marché [via la concurrence par exemple]*

Graphique 2 – Décomposition de l'évolution de la productivité totale des facteurs



Source : France Stratégie. Champ : France

\*TCAM : taux de croissance annuel moyen

Source : Ben Hassine (2017)

# Conclusion - Principaux enjeux pour les politiques publiques – Techno optimisme ou techno pessimisme ?

- ▶ **Résultats des deux papiers**
  - ◆ *Entreprises ont connu des contraintes de crédit pendant la crise*
  - ◆ *Les entreprises contraintes ont vu une baisse de leur productivité.*
- ▶ **Question pour la suite : quel progrès technique à moyen terme ?**
- ▶ **Scénario pessimiste : sortir de cette trappe (demande et offre) et parvenir à relancer l'économie pour basculer dans le scénario « optimiste ».**
- ▶ **Scénario optimiste : adapter la formation aux nouveaux besoins, faciliter la transition sur le marché du travail et s'assurer d'une redistribution équitable des fruits de la croissance.**
- ▶ **Les politiques publiques doivent anticiper les deux scénarios.**



**Nos valeurs : l'ouverture, la loyauté, l'engagement, l'esprit d'équipe**