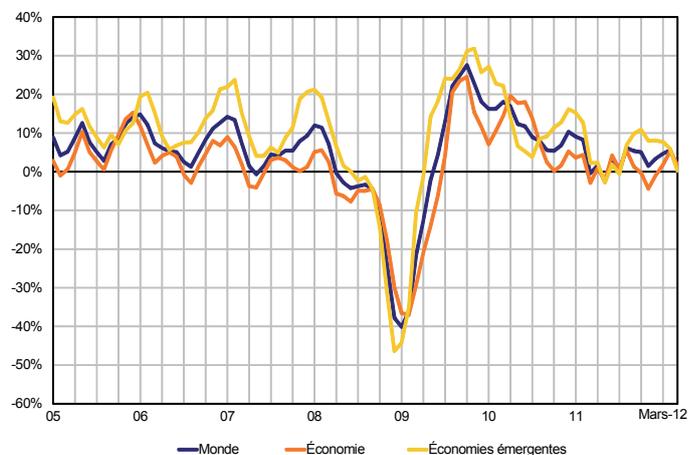


## Le financement du commerce international lors de la crise de 2008 : constats et perspectives

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances et du Ministère du Commerce Extérieur.

- Le financement du commerce international, qui facilite plus 80 % des flux commerciaux de marchandises, est un élément central du bon fonctionnement du commerce mondial caractérisé par des chaînes de production fragmentées au niveau international.
- En 2009, les volumes d'échanges commerciaux ont, pour la première fois depuis 1982, décliné suite à la crise économique et financière. Outre la baisse de l'activité mondiale, une des explications avancées pour rendre compte de cette contraction est la moindre disponibilité des instruments de financement du commerce. Cette réduction du financement du commerce était elle-même la conséquence de l'assèchement de la liquidité mondiale sur les marchés financiers et de l'augmentation brutale de l'aversion pour le risque qu'ont connu les marchés entre fin 2008 et début 2009.
- En cas de forte hausse de l'aversion pour le risque, les activités de financement du commerce, pourtant traditionnellement jugées peu risquées, sont particulièrement discriminées du fait qu'elles engagent des parties situées dans différents pays, et qu'elles sont très souvent des transactions de court terme (inférieure à 90 jours) libellées en dollar sur lesquelles les charges en capital imposées aux banques sont élevées. Cette situation peut justifier une intervention publique ciblée et coordonnée internationalement.
- En réponse à la crise financière de 2008, plusieurs initiatives ont ainsi été lancées afin d'atténuer l'insuffisance de financement du commerce. Lors du G20 de Londres (avril 2009), il a été décidé de mobiliser 250 Mds USD de financements publics (sous forme de garanties ou mécanismes assurantiels) au travers des Banques Multilatérales de Développement (BMD) ou des agences de crédits à l'export.
- Dans les pays développés, un soutien temporaire, *via* des assurances et garanties ou des lignes de crédit, des agences de crédit à l'exportation a permis de réduire l'insuffisance du crédit sur les échanges commerciaux.
- D'autres mesures, plus structurelles, ont été prises récemment pour améliorer le financement du commerce international courant, et pourraient être complétées à l'avenir par des réformes au niveau communautaire ou d'ordre institutionnel dans les pays en développement.

Volume d'importations de marchandise, variations trimestrielles annualisées



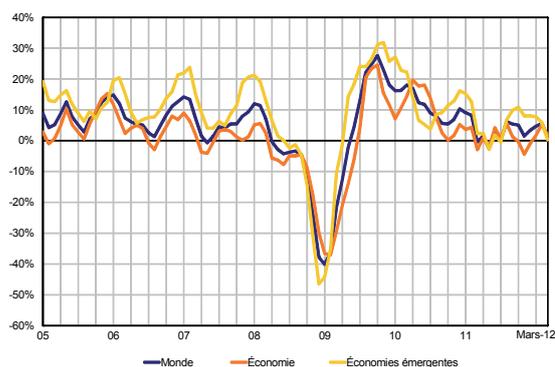
Source : CBP.

# 1. Le financement du commerce est un canal de transmission des crises financières à l'économie réelle *via* son impact sur les échanges commerciaux

## 1.1 Le financement des activités d'import-export est un outil indispensable au bon fonctionnement du commerce international

Entre le troisième trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, les volumes d'échanges commerciaux ont chuté suite à la crise économique et financière (graphique 1). Outre le choc de demande dû à la baisse de l'activité mondiale, une des explications avancées pour rendre compte de cet effondrement a été le rôle joué par la moindre disponibilité des instruments de financement du commerce. Cette réduction du financement du commerce a été la conséquence de l'assèchement de la liquidité mondiale sur les marchés financiers et de l'augmentation brutale de l'aversion pour le risque qu'ont connus les marchés entre fin 2008 et début 2009.

Graphique 1 : volume d'importations de marchandise, variations trimestrielles annualisées



Source : CBP.

Tableau 1 : décomposition du financement du commerce international

|   |   |   |                            |
|---|---|---|----------------------------|
| Paiement au comptant<br>19 %-22 %   | Financement bancaire<br>35 %-40 %<br>5,5-6,4 Tr\$ | Inter firme   |                            |
|   |   | Couvert par des assurances de l'Union de Berne<br>1,25-1,5 Tr\$ | Inter firme sans assurance |
| Échanges mondiaux de marchandises 15,9 Tr\$ (Estimation Banque Mondiale 2009) |   |   |                            |

Source : Enquêtes FMI/BAFT.

## 1.2 Les données d'enquête disponibles confirment une baisse substantielle du nombre de transactions et un renchérissement du coût du financement du commerce lors des crises financières

Une des limitations majeures de l'étude du financement du commerce est la faible disponibilité des données portant sur ce type d'instruments financiers (encadré 2). Cependant, les rares données existantes, principalement issues d'enquêtes ponctuelles, indiquent clairement une baisse significative du nombre de transactions du financement du commerce en période de crise. La baisse du financement peut résulter de la baisse des transactions commerciales, ou l'inverse. Par exemple, lors de la crise asiatique de 1997-1998, le financement bancaire du commerce en Corée et en Indonésie aurait baissé de respectivement 50 % et 80 %<sup>2</sup>. De même, le Brésil

Les instruments financiers utilisés par les exportateurs et importateurs sont nombreux (voir l'encadré 1) : transactions inter-firmes *via* comptes ouverts, lettres de crédit ou crédits documentaires, assurances, crédits fournisseurs, factoring... Les principaux acteurs de ce marché sont d'une part les entreprises elles-mêmes (*via* des transactions liées à des opérations de trésorerie), les banques privées ainsi que les assureurs et d'autre part des agences publiques ou semi-publiques telles que les agences de crédit export ou les banques régionales de développement. Ce financement prend, en général, la forme d'instruments à court terme, considérés comme peu risqués, recouvrables et remboursés à leur valeur nominale. Ce type de transactions est en quasi-totalité libellé en dollars, sauf en Europe où une partie substantielle est libellée en euros. Une distinction existe cependant entre le financement du commerce de court terme, principalement destiné aux échanges de matières premières, de biens intermédiaires ou de consommation, et le financement de moyen terme, destiné au financement de projets ou d'échanges de biens d'équipement. Le financement du commerce représenterait, en 2008, un marché de l'ordre de 12-13 Tr \$ (voir Tableau 1) par an qui couvrirait ainsi 80 % des flux commerciaux internationaux (15,9 Tr \$)<sup>1</sup>.

Le commerce international étant une source substantielle de croissance pour de nombreuses économies, et en particulier pour les économies émergentes, toute barrière au développement du commerce peut avoir un impact négatif sur la croissance mondiale. *A fortiori*, le phénomène de fragmentation des chaînes de production au niveau international, dont le commerce mondial a fait l'expérience depuis les années 1990, a sans aucun doute renforcé cette interdépendance et une perturbation localisée sur un échelon de la chaîne de production est susceptible d'avoir un impact démultiplié sur les flux commerciaux totaux.

et l'Argentine auraient connu des réductions de l'ordre de 30 % à 40 % de ce type de financement lors de la crise de 2000-2001<sup>3</sup>.

Concernant la crise de 2008-2009, des données plus fines, issues de sources diverses, sont disponibles<sup>4</sup>. À partir de données Dealogic, Chauffour et Farole (2009) observent que le financement structuré de moyen/long terme du commerce se serait contracté de 40 % sur un an au quatrième trimestre 2008. Les données de la Society for Worldwide Financial Telecommunication (SWIFT)<sup>5</sup> indiquent une baisse de 4,8 % des messages portant sur le financement à court terme du commerce (ces données couvrent les lettres de recouvrement et les remises pour crédit sous réserve d'encaissement et les crédits documentaires). Les données récoltées par les différentes enquêtes (Tableau 2) menées conjointement par le FMI et l'Association of Bankers for Finance and Trade (BAFT) et réalisées auprès de banques privées

- (1) Marc Auboin, (2009), "Boosting the availability of trade finance in the current crisis: Background analysis for a substantial G20 package". CEPR Insight n°35, juin.
- (2) Auboin, M., & Meier-Ewert, M. (2008), "Improving the Availability of Trade Finance during Financial Crises", Geneva: WTO.
- (3) Allen, M. (2003), "Trade Finance in Financial Crises: Assessment of Key Issues (December 9)", Policy Development and Review Department, International Monetary Fund.
- (4) Chauffour et Farole, (2009), Pour une analyse approfondie de ces différentes données voir : "Trade Finance in CrisisMarket Adjustment or Market Failure?", Banque Mondiale.
- (5) Sous forme de coopérative bancaire, SWIFT fournit des services de messagerie standardisée de transfert interbancaire et des interfaces à plus de 7 800 institutions dans plus de 205 pays. Ses principaux clients sont des banques, des sociétés de courtage, des organisations de compensation et des bourses d'échanges partout dans le monde. SWIFT réalise l'équivalent d'un acte notarial sur l'ensemble des transactions effectuées et ce, quel qu'en soit le montant.

internationales montrent que jusqu'au quatrième trimestre 2008 le financement bancaire du commerce a tenu bon alors même que le commerce lui-même s'effondrait. Ce n'est qu'à partir de début 2009 que le financement du commerce *via* les banques s'est

raréfié au moment même où les échanges commerciaux connaissent leur baisse la plus importante (-32 % entre octobre 2008 et janvier 2009).

### Encadré 1 : Une typologie des instruments de financement du commerce

| Catégories                                 | Produit  | Description  |
|--|--|--|
| <b>Financement inter-firme</b>             | Transaction sur compte ouvert (ou compte-client) avec paiement différé | Un contrat est établi entre un exportateur et un importateur sans tiers et sans arrangement de gestion du risque. L'une des deux parties (généralement l'exportateur) offre un crédit à l'autre en acceptant un paiement différé (en général de 30 à 90 jours).  |
| <b>Financement bancaire traditionnel</b>   | Crédits pour des investissements en capital                            | Financement à moyen terme des moyens de production (ex financement des machines).  |
|  | Crédit pour financer le capital circulant                              | Financement de court terme pour couvrir les coûts au jour le jour incluant le paiement des fournisseurs, de la production, des coûts de transport... Aussi utilisé pour couvrir les risques de retard de paiement, des fluctuations du change...   |
|  | Financement pré-export   | Similaire au financement des dépenses courantes mais la banque prend un intérêt dans le bien transporté et un droit de recevoir un paiement directement de la part de l'importateur. Typiquement utilisé pour les matières premières.  |
| <b>Mécanisme de paiements et liquidité</b> | Lettre de crédit ou crédit documentaire                                | Le crédit documentaire (souvent appelé <i>letter of credit</i> ou L/C en anglais) est l'engagement d'une banque de payer un montant défini au fournisseur d'une marchandise ou d'un service, contre la remise, dans un délai déterminé, de documents énumérés qui prouvent que les marchandises ont été expédiées ou que les prestations ou services ont été effectués. L'objet de ces documents est de justifier l'exécution correcte des obligations de l'exportateur. Ces documents seront ensuite transmis par la banque à l'acheteur contre remboursement, pour que ce dernier puisse prendre possession de la marchandise. |
|  | Crédit fournisseur   | Le crédit fournisseur est un financement qui permet à l'acheteur de bénéficier de délais de paiement pour ses importations de biens ou de services. C'est un crédit accordé par le vendeur dont la banque escompte les effets représentatifs du crédit, au fur et à mesure des expéditions.  |
|  | Crédit acheteur  | Financement à terme pour fournir un paiement en liquide au fournisseur   |
|  | <i>Countertrade</i>  | Fournit de la liquidité (en particulier un accès au marché de change et donc particulièrement important dans les économies émergentes) pour faciliter un échange de marchandises équivalentes (troc, rachat, contre-achat)   |
|  | <i>Factoring et forfaiting</i>   | Le factoring est un service financier qui propose d'acheter à un vendeur ses factures ou créances compte-client avec un discount et assume le risque de non-paiement. Le forfaiting est similaire au factoring mais s'adresse aux vendeurs de bien de capital ou de matières premières dont les cycles de crédits sont longs.  |
| <b>Management du risque</b>                | Garantie de restitution d'acompte                                      | C'est un titre (une assurance) fourni à l'acheteur quand le vendeur réclame une mobilisation de créance, c'est généralement un montant du même ordre, remboursable sur demande.  |
|  | Garantie d'exécution   | Assurance fournie à l'acheteur, remboursable/exigible en cas d'échec du vendeur (compense les coûts de financement, nouvel appel d'offre, etc...)  |
|  | <i>Refund garanties</i>  | Assurance fournie à l'acheteur quand l'acheteur doit faire un paiement pendant la phase de production du vendeur, exigible en cas de non-livraison du bien.  |
|  | <i>Hedging</i>   | Assurance ( <i>via</i> un instrument financier émis par une banque) pour compenser un risque de marché, incluant le risque de change, de taux, et de prix des matières premières.  |
| <b>Garantie/assurance export</b>           | Assurance export   | Assurance pour les exportateurs contre toutes sortes de risques : non-paiement, fluctuations du taux de change, risque politique, etc, ...   |
|  | Garantie export  | Instrument pour protéger les banques qui fournissent des instruments de financement du commerce. Facilite le financement de certaines entreprises exportatrices par les banques (par exemple, des PME qui auraient un <i>track-record</i> insuffisant).  |

Tableau 2 : exportations de biens et financement du commerce, évolution (en %)

|                                | T4 2008 vs TA 2007 |                         | Jan. 2009 vs Oct. 2008 |                         | T4 2009 vs TA 2008 |                         | T4 2009 vs TA 2008 |                         |
|--------------------------------|--------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------|-------------------------|--------------------|-------------------------|
|                                | Export de biens    | Financement du commerce | Export de biens        | Financement du commerce | Export de biens    | Financement du commerce | Export de biens    | Financement du commerce |
| Pays industriels               | -12,4              | 2,4                     | -31,0                  | -9,2                    | -13,5              | -9,1                    | 2,6                | 0,4                     |
| Afrique Sub-Saharienne         | -11,2              | 1,4                     | -43,2                  | -8,1                    | -13,2              | -3,0                    | 4,9                | 6,5                     |
| Europe émergente               | -14,9              | 4,3                     | -33,0                  | -11,1                   | -11,8              | -10,4                   | 9,2                | 0,7                     |
| Europe centrale /Asie centrale | -8,1               | -4,3                    | -54,5                  | -13,2                   | -30,6              | -7,8                    | -3,4               | 0,2                     |
| Asie émergente, Chine et Inde  | -0,4               | 9,1                     | -29,0                  | -9,7                    | -18,0              | 0,0                     | 3,8                | 6,1                     |
| Asie en développement          |                    | 4,2                     | -8,8                   | -9,1                    | 0,8                | -3,8                    | 10,1               | 1,8                     |
| Moyen Orient et Maghreb        |                    | 2,2                     | -20,4                  | -5,3                    | 1,4                | -5,3                    | 11,1               | 4,4                     |
| Amérique Latine                | -10,4              | 4,8                     | -37,4                  | -9,5                    | 10,4               | -13,7                   | 1,9                | 2,2                     |
| <b>Global</b>                  | <b>-10,3</b>       | <b>3,4</b>              | <b>-32,2</b>           | <b>-11,1</b>            | <b>14,7</b>        | <b>-7,5</b>             | <b>2,9</b>         | <b>2,2</b>              |

Source : FMI/BAFT-IFSA Trade Finance Surveys (mars 2009, juillet 2009 et Mars 2010).

Note : l'échantillon interrogé change d'une enquête à l'autre.

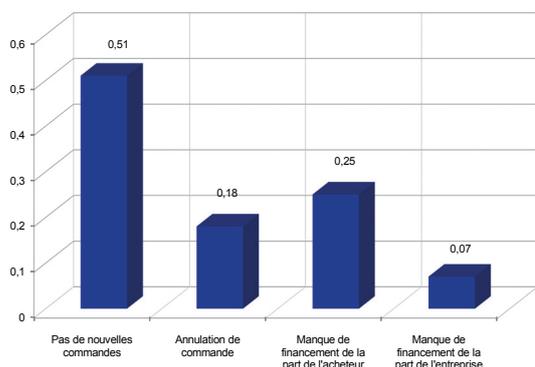
Dans deux enquêtes de la Banque Mondiale, une auprès d'acheteurs et de vendeurs mondiaux et l'autre spécifique aux pays en développement, les entreprises interrogées estiment que la baisse des flux d'échange observée sur la période T3 2008 - T2 2009 s'explique pour un tiers par la moindre disponibilité du financement du commerce (graphique 2). Les données sur les opérations

d'assurance fournies par l'Union de Berne, l'organisation internationale regroupant les acteurs privés et publics de l'assurance du crédit export, montrent qu'au dernier trimestre 2008, les nouveaux engagements d'assurance ont augmenté dans les pays industrialisés mais diminué de manière importante dans les économies émergentes et en développement<sup>6</sup>. Enfin, l'étude de la

(6) Cette différence de réaction de l'assurance dans les pays développés et les pays en développement s'explique notamment par le rôle joué par les agences de crédit à l'exportation (voir partie 5).

Banque Mondiale dans les pays en développement indique que la contrainte de financement la plus forte, en particulier pour les PME, n'était pas l'accès aux lettres de crédits mais le financement pré-export.

Graphique 2 : qu'est ce qui explique la chute de vos exportations ?



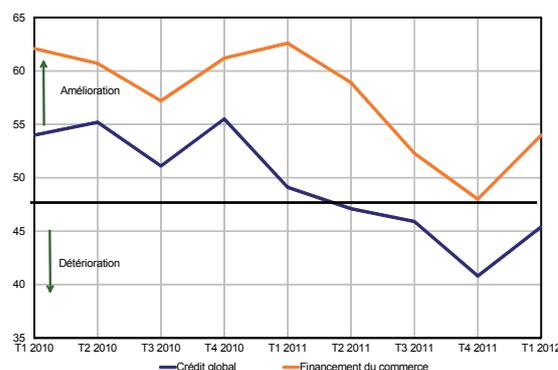
Source : Enquête de la Banque mondiale 2009. Nombre de participants : 190.

**L'augmentation du coût de ce financement observé pendant la crise financière, confirme qu'une partie de la baisse observée du volume vient de la raréfaction de l'offre de ces financements.** À partir d'anecdotes directement recueillies auprès de praticiens du financement export, en 2008, le coût des lettres de crédits à 90 jours aurait été d'environ 300-400 points de base au-dessus du LIBOR, soit 2 à 3 fois supérieur à ce qu'il était une année auparavant<sup>7</sup>. Ces augmentations de prix

sont confirmées par l'enquête FMI/BAFT (Banker Association for Trade Finance) qui révèle une augmentation générale du coût des instruments de financement du commerce relativement aux coûts de financement des banques.

Depuis le premier trimestre 2010, l'Institute for International Finance a lancé une enquête trimestrielle auprès des banques implantées dans les économies émergentes sur les évolutions des conditions des marchés du crédit incluant un volet sur le financement du commerce international. Ces données montrent que l'offre de financement du commerce est plutôt résiliente depuis 2010 même si les conditions d'octroi de ce type de financement se sont légèrement durcies au dernier trimestre 2011 (graphique 3).

Graphique 3 : indice de diffusion - condition d'offre de financement (50 = breakeven)



Source : Institute for International Finance.

## Encadré 2 : Des données peu nombreuses souvent issues d'enquêtes ponctuelles

Les données sur le financement bancaire du commerce sont peu nombreuses et ne sont pas publiées de manière continue. La principale raison est que ces données portent sur des transactions qui ne sont pas effectuées sur des marchés organisés et qui impliquent différentes institutions dont la relation est souvent couverte par le secret bancaire. Les données sur le financement inter-entreprises du commerce sont encore plus dures à se procurer du fait des liens, entre entreprises, complexes et individuels attachés à ce type de transaction.

Après les crises asiatiques de 1997 et jusqu'à 2004, une série de statistiques sur le financement du commerce dérivant des données de balance de paiement et des données de la BRI a été compilée par une initiative jointe de quatre organisations internationales (FMI, Banque Mondiale, BRI et OCDE). Cet effort fut finalement abandonné du fait d'un rapport coût-qualité jugé trop peu satisfaisant.

Les données aujourd'hui disponibles proviennent essentiellement :

- (i.) **Des enquêtes réalisées auprès de banques commerciales de économies développées et émergentes commanditées par le FMI et la Banker Association for Trade Finance (BAFT)**<sup>a</sup>. Il existe actuellement 4 enquêtes ponctuelles qui ont été réalisées entre décembre 2008 et fin 2009. Les questionnaires envoyés sont d'ordre qualitatif et demandent aux banques d'évaluer les évolutions sur leur activité de financement du commerce au moment du questionnaire relativement à l'année précédente ainsi que leurs anticipations sur l'année suivante.
- (ii.) **Des enquêtes de la Chambre Internationale de Commerce**<sup>b</sup>, auprès de 122 banques dans 59 pays. La Chambre de Commerce Internationale participe également à l'élaboration d'une base de données à long terme sur les taux de défaut des crédits documentaires et autres instruments de financement du commerce offerts par les banques dans la perspective d'améliorer le cadre réglementaire propre à ces produits financiers.
- (iii.) **Des enquêtes ponctuelles de la Banque Mondiale**. En 2009, la Banque Mondiale a mené une enquête auprès de 60 acheteurs et fournisseurs mondiaux incluant des questions sur leur difficulté d'accès au financement du commerce<sup>c</sup>. Deux autres études de la Banque Mondiale, menées auprès de 400 entreprises et 80 banques dans des pays en développement, ont aussi permis d'aborder ces questions<sup>d</sup>.
- (iv.) **De la base de données de la Bern Union** qui regroupe principalement des données sur les volumes de contrats d'assurance de crédit export auxquels l'une des institutions membres a participé dans plus de 40 pays<sup>e</sup>.
- (v.) **Depuis le premier semestre 2010, l'Institute for International Finance** publie trimestriellement une enquête sur les conditions du marché du crédit, et notamment sur le financement du commerce international, des banques situées dans les pays en développement. Cette source de données périodiques est ainsi utile pour appréhender les évolutions récentes de la disponibilité du financement du commerce dans les économies émergentes.

La rareté des données sur le financement du commerce international est un obstacle à la conduite d'une analyse rigoureuse de cette activité financière. Ainsi, il serait opportun de dégager des moyens pour récolter et construire des séries empiriques plus fines, régulières et sur longue période.

- a. Voir par exemple IMF-BAFT (2009), "IMF-BAFT Trade Finance Survey: A Survey Among Banks Assessing the Current Trade Finance Environment".
- b. ICC. (2009), "Rethinking Trade Finance 2009: An ICC Global Survey", ICC Banking Commission Market, 31 March et IFC Ltd. (2009), "Strategic Assessment of Trade Finance in Emerging Markets (March 2, 2009)", International Trade Department, The World Bank.
- c. Arvis, J-F, Shakya, M. (2009), "Integration of Less Developed Countries in Global Supply Chains: A Global Buyers' and Producers' Perspective", World Bank. Mimeo.
- d. Malouche, Mariem (2009), "Trade and Trade Finance developments in 14 Developing Countries post-September 2008", World Bank.
- e. Cette base de données n'est pas publique mais a été fournie à la Banque Mondiale et une analyse des données est faite par Chauffour, Saborowsky et Soylemezoglu (2010), "Should Developing Countries Establish Export Credit Agencies?" World Bank working paper.

(7) Chauffour et Farole, (2009), "Trade Finance in CrisisMarket Adjustment or Market Failure?", Banque Mondiale.

### 1.3 La littérature empirique confirme l'existence d'un impact de la rarefaction des financements du commerce sur les échanges en période de crise financière

Deux facteurs peuvent expliquer l'effondrement des volumes d'échanges commerciaux en 2008-2009 : (i.) l'effet mécanique lié à la baisse de la demande dans les pays industriels et au net ralentissement de l'activité dans l'ensemble des économies émergentes et en développement ; (ii.) l'effet du choc financier (assèchement de la liquidité mondiale, montée brutale de l'aversion pour le risque et crise bancaire généralisée) qui s'est traduit par des restrictions d'offre de financement du commerce. Du fait du manque de données mesurant directement la disponibilité du financement des échanges commerciaux, la plupart des études empiriques sur le sujet ont dû utiliser des indicateurs indirects et des méthodes économétriques spécifiques pour mesurer l'impact la rarefaction du financement lors des périodes de crise financière.

#### 1.3.1 Les études transversales sur plusieurs pays

Iacovone et Zavacka (2009), en se fondant sur la méthode de Rajan et Zingales (1998)<sup>8</sup>, utilisent des données par secteur sur la période 1980-2006 pour 21 pays avec un niveau de désagrégation sectorielle équivalant à 81 industries. Ils trouvent que les entreprises exportatrices des secteurs d'activité les plus dépendants aux financements externes sont celles qui voient le taux d'évolution de leurs exportations le plus diminuer en période de crise financière. En outre, d'après leurs résultats, ces chocs de financement sont bien additionnels et indépendants des chocs de demande qui accompagnent une crise bancaire. Une extension intéressante de l'étude est que l'impact des crises financières n'est pas le même suivant les sources de financement du commerce : les entreprises qui financent leurs exportations *via* du financement inter-firme souffrent relativement moins que les firmes qui utilisent des financements bancaires. De même, les entreprises qui ont une part importante de leur actif composée d'actifs tangibles (et donc collatéralisables) souffrent relativement moins en période de crise.

En utilisant une méthodologie différente, reposant sur une équation standard du commerce international<sup>9</sup>, Thomas<sup>10</sup> (2009) et Ronci<sup>11</sup> (2004), trouvent eux aussi un impact significatif des crises financières sur l'explication des variations des flux d'importation et d'exportation dans les économies émergentes. Après

avoir isolé l'effet des chocs de demande, il apparaît qu'une économie émergente souffrant à la fois d'une crise bancaire domestique et d'un arrêt brutal de flux de capitaux verrait ses importations réduites d'entre 5 % et 10 % et ses exportations de légèrement moins.

Enfin, une étude de l'OCDE<sup>12</sup>, réalisée à partir de données trimestrielles sur 43 pays couvrant la période T1 2005 - T1 2009 et utilisant une estimation en panel dynamique, estime qu'un peu moins d'un tiers de l'effondrement des échanges entre le T2 2008 et le T1 2009 peut être attribué à la moindre disponibilité du financement du commerce. Selon cette étude, outre cet impact du financement, 36 % de l'effondrement des échanges serait expliqué par la chute de la demande et le reste par d'autres facteurs non-explicités dans l'étude.

#### 1.3.2 Les études pays

En reprenant la même méthodologie que Iacovone et Zavacka (2009), Bricogne, Fontagné, Gaulier, Taglioni et Viacard<sup>13</sup> (2009), s'intéressent au cas des **entreprises exportatrices françaises** durant la crise de 2008-2009. Ils utilisent des données mensuelles d'entreprises exportatrices françaises désagrégées par produit et par destination (le niveau de désagrégation est extrêmement fin : plus de 10 000 catégories de produits). Ils trouvent eux aussi que les firmes les moins dépendantes au financement externe sont celles qui ont le moins souffert pendant la crise de 2008-2009 relativement à celles appartenant à des secteurs dont la finance externe représente une part importante de leur financement total<sup>14</sup>.

À l'inverse, dans un article portant sur les **États-Unis**, Levchenko, Lewis et Tesar<sup>15</sup> (2009), en utilisant des données de même nature, ne trouvent pas d'impact significatif du financement du commerce sur les exportations américaines durant la crise. Mais la mesure de la dépendance au crédit retenu par ces auteurs est ambiguë<sup>16</sup>.

Dans un document de travail du NBER<sup>17</sup>, Amiti et Weinstein (2010) utilisent des **données japonaises** reliant les entreprises avec leur banque sur la période 1990-2010. Cette base de données leur permet notamment de dépasser les problèmes d'identification et d'endogénéité liés à ce type d'étude. À partir de leur modèle économétrique, ils trouvent que sur la période comprise entre mars 2008 et mars 2009, sur les 19 % de baisse des exportations japonaises, 6 points peuvent être attribués au choc financier subi par les banques partenaires des entreprises exportatrices, soit environ un tiers de la réduction totale. Les auteurs trouvent également qu'une dégradation de la santé financière des banques a des

- 
- (8) Dans un article de référence, "Financial dependence and growth", Rajan et Zingales développent une méthodologie économétrique, de "difference-in-difference", permettant de capter l'effet du développement financier sur la croissance. Le principal écueil de ce type d'étude était le problème d'endogénéité inhérent à la relation entre développement financier et croissance. En exploitant des données par industries et non seulement par pays, et en utilisant un indicateur du degré de dépendance aux financements externes, Rajan et Zingales réussissent à surmonter ce problème d'identification.
  - (9) Une équation reliant les volumes d'importation et d'exportation à une variable de prix relatifs et de revenus relatifs permettant de calculer des élasticités prix et revenu des échanges commerciaux. Voir par exemple, (2008), "Exchange Rates and Trade Balance Adjustment in Emerging Market Economies" in Exchange Rate Analysis in Support of IMF Surveillance.
  - (10) Alun Thomas, (2009), "Financial Crises and Emerging Market Trade", IMF staff position note.
  - (11) Ronci, Marcio, (2004), "Trade Finance and Trade Flows: Panel Data Evidence from 10 Crises," IMF Working Paper.
  - (12) Jane Korinek, Jean Le Cocquic, Patricia Sourdin, (2010), "The Availability and Cost of Short-Term Trade Finance and its Impact on Trade", OCDE Trade Policy Working Paper n°98.
  - (13) Bricogne, Fontagné, Gaulier, Taglioni et Viacard, (2009), "Firms and the Global Crisis : French Exports in the Turmoil" Document de travail de la Banque de France.
  - (14) En outre, ils observent, qu'après avoir contrôlé par différents facteurs, les entreprises ont subi la crise de manière homogène quelle que soit leur taille mais que le secteur de spécialisation de l'entreprise a été un facteur déterminant (les entreprises exportant des biens d'équipements étant celles qui ont le plus souffert).
  - (15) Levchenko, Lewis et Tesar (2009), "The Collapse of International Trade During the 2008-2009 Crisis: In Search of the Smoking Gun".
  - (16) Une des différences avec l'article de Bricogne et al. (2009) est que les auteurs choisissent comme variable représentative de la dépendance au financement du commerce le ratio d'acomptes à recevoir sur les ventes, ce qui est un indicateur possible du financement du commerce mais plutôt du financement intra firme. Bricogne et al. (2009) utilisent eux un indicateur de dépendance au financement externe (charge financière sur chiffre d'affaire) peut-être plus à même d'approximer le financement du commerce dans sa composante bancaire. Cette différence de résultat entre les deux articles serait cohérente avec l'étude de Iacovone et al. (2009) qui trouve que les entreprises exportatrices qui utilisent davantage de financement intra-firme souffrent plus en période de crise financière que celles qui sont plus dépendantes au financement bancaire.
  - (17) Amiti, Mary and David Weinstein, (2009), "Exports and Financial Shocks", NBER Working Paper no. 15556, December.

conséquences beaucoup plus aiguës sur les exportations que sur les ventes domestiques, ce qui implique que les chocs financiers

affectent différemment les exportations que les ventes domestiques.

## 2. Quelles mesures contra-cycliques peuvent être mises en place pour soutenir le financement du commerce en période de crise ?

### 2.1 Une intervention publique ciblée sur le soutien au financement du commerce en cas de crise de liquidité est justifiée par des inefficiences de marchés spécifiques

La nécessité d'une intervention publique spécifique pour atténuer l'impact d'une moindre disponibilité du financement du commerce, notamment bancaire, n'est *a priori* pas évidente. En effet, lors d'une crise financière, l'ensemble des financements à l'économie sont touchés et des mesures visant à soutenir le crédit dans son ensemble pourraient être plus opportunes.

Le financement du commerce est un type de financement peu risqué, à court terme et recouvrable. Ces instruments étant souvent des créances garanties par ou adossées à des marchandises, leur performance est typiquement bonne, et leurs risques de convertibilité ou de transfert plutôt faibles. En effet, ce type de financement est considéré comme moins risqué que d'autres crédits transfrontaliers de court ou moyen terme : historiquement, les pays qui font face à des difficultés de paiement ne suspendent pas leurs paiements de crédits liés au financement du commerce.

Pourtant, certaines inefficiences de marché spécifiques à ces produits financiers semblent négativement affecter leur disponibilité relative en période de crise<sup>18</sup> :

- D'une part, le fait que le financement du commerce engage des acteurs situés dans des pays différents tend à défavoriser ce type de transaction : en période de forte augmentation d'aversion pour le risque, les institutions financières imposent des limites quantitatives strictes sur leur exposition étrangère sans discrimination sur le type d'instrument ou leur niveau de risque réel. D'autre part, le fait que le financement du commerce soit, dans sa grande majorité, un financement de court terme (souvent des crédits renouvelables de 30 à 180 jours) implique que, dans une période de stress financier, qui oblige les banques à rapidement réduire la taille de leur bilan, ce type de transactions est le premier à être coupé, une nouvelle fois sans aucune différenciation quant au risque réel attaché à ces instruments.
- Parallèlement, il semblerait que le traitement du financement du commerce dans la régulation prudentielle internationale (accords de Bâle) ne prenne qu'imparfaitement en compte les spécificités de ce type d'instruments financiers<sup>19</sup>. Selon Auboin (2010), la pondération attribuée aux prêts à court terme destinés au financement du commerce serait sur-calibrée relativement au faible risque réel inhérent à cette activité. Cette pondération des actifs par des critères de risque mal adaptés et la pro-cyclicalité du mécanisme des ratios de solvabilité auraient un impact négatif sur la disponibilité du financement du commerce, en particulier dans les pays en développement et en période de crise. Certaines avancées importantes ont été réalisées sur ce point ces derniers mois (voir *infra* partie II.3).

Par ailleurs, le phénomène de fragmentation des chaînes de production au niveau international, qui s'est développé depuis les années 1990, notamment en Asie (Encadré 3), renforce la vulnérabilité des échanges commerciaux à un arrêt du financement du commerce. Une perturbation du financement du commerce à un certain échelon de la chaîne de production, qui empêcherait un exportateur de fournir sa part de

la valeur ajoutée, est susceptible d'avoir un effet multiplicateur sur les flux commerciaux de l'ensemble de la chaîne. La complexification de ces chaînes de production et l'accroissement des échanges Nord-Sud *via* ce type d'arrangement implique donc une plus grande nécessité de conserver des circuits de financement stables et résilients en période de crise.

### 2.2 En cas de crise de liquidité, les autorités peuvent mettre en place des dispositifs de soutien au financement du commerce, essentiellement *via* les agences de crédit export et les banques multilatérales de développement

Outre les mesures d'assouplissement monétaire permettant de soutenir le crédit dans son ensemble, il semble que certaines mesures spécifiques au financement du commerce international soient opportunes en temps de crise de liquidité. En particulier, l'étude des crises des économies émergentes et de la crise de 2008-2009 a permis de dégager certaines recommandations de politiques économiques à mettre en place afin d'atténuer l'impact négatif du moindre financement du commerce sur les échanges commerciaux en période de crise financière :

- Dans les pays développés, l'action des agences de crédit à l'exportation a permis d'atténuer l'impact négatif de la rareté du financement du commerce sur les échanges commerciaux. En soutenant aussi bien le financement inter-firme ou bancaire, *via* des assurances ou garanties, qu'en se substituant au financement de marché, *via* de nouvelles lignes de crédit, ces agences ont permis de soutenir les flux commerciaux. Leurs actions sont donc à encourager et un soutien rapidement mis en œuvre, temporaire et exceptionnel, jusqu'à ce que les circuits de financement traditionnels se remettent à fonctionner normalement, apparaît comme une mesure contra-cyclique favorable au maintien des échanges mondiaux. Cette aide publique est évidemment conditionnée à la contrainte de financement des États, mais le risque limité inhérent au type de transactions financières que les agences de crédit export garantissent ou auxquelles elles se substituent et la taille modérée des interventions requises sont des facteurs favorables.
- Dans les économies émergentes et en développement, ces agences de crédit-export sont en général peu développées ou même inexistantes. Au vu des difficultés d'ordre institutionnel à mettre en place des agences de crédit à l'exportation efficaces, l'action des banques régionales de développement dans les pays où les marchés financiers sont le moins développés semble plus opportune. Les institutions internationales encouragent cette forme d'intervention depuis les crises asiatiques de 1997-1998 et reconnaissent l'efficacité d'une coopération régionale permettant de diminuer la dépendance des entreprises de ces pays aux grandes banques privées des pays industriels. Aujourd'hui, toutes les Banques multilatérales de développement sont dotées d'un fonds de garantie destiné au soutien des financements à l'exportation.
- Enfin, dans certaines économies émergentes, les difficultés de financement en monnaie étrangère rencontrées par les banques ou les importateurs domestiques ont pu être atténuées grâce à l'action de banques centrales riches en réserves étrangères. En 2008, les banques centrales brésilienne, coréenne,

(18) Pour une analyse approfondie de ces inefficiences de marché voir : Chauffour et Farole (2009), "Trade Finance in Crisis : Market Adjustment or Market Failure?", Banque Mondiale.

(19) Marc Auboin (2010), "International regulation and treatment of trade finance: what are the issues?" WTO *working paper*.

sud-africaine, indienne et indonésienne ont par exemple fourni à leurs banques, *via* des opérations en pension livrée (*repurchase agreement*), des dollars, leur permettant,

entre autre, de poursuivre certaines de leurs activités de financement du commerce.

### Encadré 3 : Impact du « *deleveraging* » des banques européennes, des difficultés d'accès au dollar et de la réglementation bancaire sur le financement du commerce en Asie

Certaines grandes banques de la zone euro se sont spécialisées sur le secteur du financement du commerce en Asie depuis la fin des années 1990 (aussi bien sur le financement de court terme que le financement de projet). Les difficultés de ces banques sur leur marché domestique liées à la crise en zone euro, les problèmes importants de financement en dollar qu'elles connaissent depuis 2008 et qui se sont exacerbés à l'automne 2011 (moins de financement de fonds monétaires américains), comme les nouvelles exigences en capital imposées par les réformes financières en cours, les poussent à se recentrer sur leurs activités domestiques et donc à réduire leurs activités en Asie, notamment sur le financement du commerce. Les données consolidées de la BRI, qui reprennent l'ensemble des engagements des banques françaises, confirment cette réduction rapide de l'exposition à la région asiatique. Entre mars et décembre 2011, l'exposition des banques françaises à la région asiatique a diminué de plus de 50 Mds USD.

Au regard de l'importance du commerce dans cette zone géographique et en particulier de l'interdépendance commerciale des économies asiatiques, un arrêt brutal du financement du commerce aurait potentiellement des conséquences réelles fortement négatives. Pour autant, malgré le désengagement important des banques européennes observé depuis le premier trimestre 2011, l'offre de financement du commerce est restée à des niveaux suffisants pour ne pas générer des dérèglements importants des flux commerciaux (même si elle a connu une légère phase de durcissement au T4-2011, voir graphique 5).

La substitution des banques asiatiques, notamment japonaises et hongkongaises, australiennes et britanniques aux banques françaises sur ce segment explique le maintien d'une offre de financement satisfaisante dans la région. Ces banques ont eu les moyens de prendre le relais sur ce segment du marché asiatique. Cependant, les banques locales qui se sont substituées aux banques européennes n'ont pas de dépôts en dollars et si la solidité de leur bilan leur permet actuellement un accès satisfaisant à la liquidité en dollar, elles restent vulnérables à d'éventuelles tensions sur les marchés de financement internationaux.

La banque régionale de développement asiatique, l'*Asian Development Bank* (ADB), a par ailleurs permis *via* son programme de soutien au financement du commerce de maintenir une offre de financement suffisante là aussi en se substituant parfois directement aux banques européennes. L'ADB a, par exemple, réalisé des transactions d'une valeur totale de 3,5 Mds USD en 2011 pour des opérations impliquant pour plus de 40 % d'entre elles des échanges entre pays du Sud.

Concernant le financement de projet, les banques publiques ou semi publiques japonaises, chinoises ou coréennes, disposant de fonds très importants, prennent également le relais des banques européennes sur ce secteur d'activité.

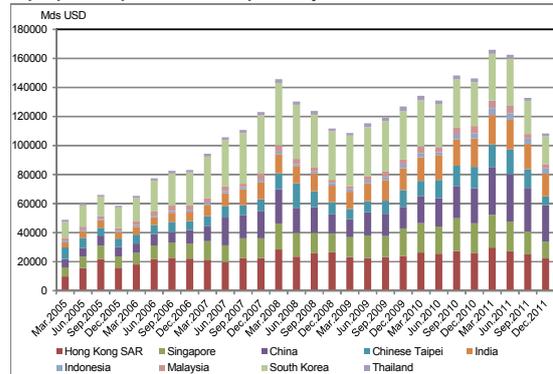
La poursuite dans les années à venir du processus de réduction des bilans des banques de la zone euro comme la volatilité des marchés de financement en dollars constituera sans aucun doute un risque pour le financement du commerce dans cette région du monde. Une vigilance accrue des institutions multilatérales comme régionales sera donc nécessaire pour éviter une raréfaction du financement du commerce.

#### 2.3 Des mesures structurelles permettraient de faciliter l'offre du financement du commerce en période de crise

Outre les mesures de soutien ponctuelles recommandées en cas de crise de liquidité, la littérature sur le financement du commerce a dégagé certains axes de travail qui permettraient, par des réformes structurelles, de faciliter la disponibilité du commerce en période de crise financière :

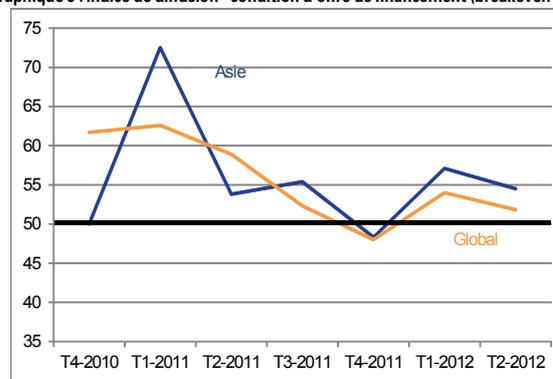
- **À court et moyen terme, des mesures pourraient être prises, au niveau communautaire, pour faciliter l'offre du financement du commerce en période de crise.** En particulier, dans le cadre de la discussion en cours au niveau communautaire sur la révision de la communication sur le crédit à l'export court-terme, les États-membres et la Commission étudient l'opportunité d'introduire un dispositif contra-cyclique qui permettrait aux États d'intervenir pour financer le commerce courant en cas de crise, notamment *via* leur agences de crédit à l'exportation.

Graphique 4 : exposition des banques françaises en Asie, données consolidées



Source : Banque des Règlements Internationaux.

Graphique 5 : indice de diffusion - condition d'offre de financement (breakeven = 50)



Source : Institute for International Finance.

- **Une amélioration du cadre institutionnel dans les économies émergentes.** Le développement des marchés de capitaux et l'amélioration du cadre juridique dans les économies émergentes et en développement devraient permettre de minimiser l'impact négatif d'une crise financière internationale sur la disponibilité du financement du commerce dans ces pays. Le développement de marchés financiers domestiques permettrait de dépasser certaines limites propres à un financement en grande partie assuré par des grandes banques étrangères, en évitant notamment la discrimination systématique dont souffrent les transactions de financement du commerce dans les économies émergentes et en développement en période de crise alors même que celles-ci restent des opérations peu risquées.
- **Enfin, la réflexion sur le traitement des instruments de financement du commerce dans la réglementation bancaire internationale doit être poursuivie.** Selon les banques elles-mêmes et certaines institutions internationales<sup>20</sup> (OMC et la Chambre de Commerce Internationale), la discri-

mination de ce type d'instrument sous les règles prudentielles de Bâle II pèserait sur la disponibilité de ce financement lors des crises financières. Les négociations internationales sur le nouveau corpus de règles prudentielles (Bâle III) devraient prendre en compte les spécificités du financement du commerce de manière à assurer une régulation la plus efficace possible. Certaines avancées sur ce thème ont été réalisées ces derniers mois<sup>21</sup> dans le cadre des règles actuelles (Bâle II). En effet, sous la présidence française du G20, le comité de Bâle a assoupli le cadre prudentiel appliqué aux financements bancaires des opérations de commerce courant (90 à 115 jours) en exigeant un capital équivalent à la durée de l'échéance commerciale (soit une réduction d'environ 30 %

du capital requis). Par ailleurs, le comité de Bâle a accepté de dissocier la notation des entités non souveraines de celle des entités souveraines pour éviter que des financements à l'export soient refusés à des entités non-souveraines (dont la notation est pourtant jugée satisfaisante) à cause de la notation dégradée de l'entité souveraine. Au-delà de ces améliorations dans le cadre des règles de Bâle II, des problèmes, notamment liés au traitement hors-bilan de certains produits financiers liés au financement du commerce, apparaissent dans Bâle III. Le débat entre les praticiens du financement du commerce et les autorités prudentielles doit donc être maintenu pour formuler des règles bien adaptées aux spécificités de ce type de transactions.

**Arthur SODE**

(20) Marc Auboin (2010), "International regulation and treatment of trade finance: what are the issues?". WTO *working paper*.

(21) (2011), "The treatment of bank finance under the Basel capital framework", the Basel Committee on banking Supervision, octobre.

**Éditeur :**

Ministère de l'Économie  
et des Finances et Ministère du  
Commerce Extérieur

Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la Publication :**

Claire Waysand

**Rédacteur en chef :**

Jean-Philippe Vincent  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtrésor.gouv.fr

**Mise en page :**

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050

**Derniers numéros parus**

■ **Novembre 2012**

**n°107.** Chômage partiel, activité partielle, *Kurzarbeit* : quelles différences entre les dispositifs publics français et allemand ?

Perrine Fréhaut

**Octobre 2012**

**n°106.** Les autorités monétaires doivent-elles réagir aux variations du prix du pétrole ?

Violaine Faubert

**Septembre 2012**

**n°105.** Quelles leçons tirer aujourd'hui de la crise des années 1990 en Suède ?

Guillaume Chabert, Laurent Clavel

**Juillet 2012**

**n°104.** La situation économique mondiale à l'été 2012 : un redémarrage fragile

Sylvain Baillehache, Pierre Lissot

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>