



Les opérations de refinancement à très long terme de l'Eurosystème ont-elles permis d'éviter un resserrement du crédit dans la zone euro ?

Philippe ANDRADE

Jean-Stéphane MÉSONNIER

Direction des Études monétaires
et financières

Christophe CAHN

Direction des Entreprises

Henri FRAISSE

Autorité de Contrôle prudentiel
et de Résolution, direction des Études

Cette lettre présente le résultat de travaux de recherche menés à la Banque de France. Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.

Les deux opérations de refinancement à plus long terme de trois ans (LTRO en anglais) conduites par l'Eurosystème en décembre 2011 et en février 2012 ont donné lieu à un afflux massif de liquidités à destination du système bancaire de la zone euro. Les auteurs exploitent une riche base de données de crédits bancaires aux entreprises pour analyser les effets en France de ces opérations exceptionnelles. Il apparaît que : (1) les LTRO ont bien eu un impact positif sur l'offre de crédit bancaire ; (2) la transmission du stimulus monétaire a été plus forte au cours de la première opération, alors que les banques participantes étaient plus contraintes financièrement ; (3) la possibilité offerte aux banques de substituer un financement à long terme à un financement à court terme a été un facteur clé du succès des LTRO ; (4) les entreprises les plus importantes ont davantage bénéficié de cette offre accrue de prêts ; (5) les LTRO ne semblent pas avoir encouragé une prise de risque excessive par le financement d'entreprises particulièrement fragiles.

Les LTRO de l'Eurosystème de 2011-2012 et le crédit bancaire en France

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé le 8 décembre 2011 sa décision de mettre en œuvre deux opérations de refinancement à très long terme (LTRO) caractérisées par une échéance allongée à trois ans à titre exceptionnel et la possibilité d'un remboursement anticipé au bout d'un an.

Les LTRO 3 ans de l'Eurosystème constituent un choc positif de liquidités d'une ampleur considérable qui a bénéficié au système bancaire de la zone euro. Ces opérations ont été annoncées au début de décembre 2011 et ont été réalisées en deux temps,

à la fin du mois de décembre et au début de février 2012. La première opération a fourni 489 milliards d'euros de liquidités à 523 banques alors que la seconde a apporté 530 milliards d'euros à 800 banques. L'injection totale de liquidités a eu pour effet d'accroître la taille du bilan de l'Eurosystème de plus d'un cinquième, ce qui représente 80 % de la base monétaire dans la zone euro, ou 20 % du crédit bancaire aux entreprises européennes ou encore près de 11 % du PIB nominal de la zone. En outre, ces facilités ont été octroyées sur un horizon de trois ans à un taux d'intérêt particulièrement avantageux en comparaison des conditions de financement rencontrées par les banques sur les marchés financiers au cours de cette période.

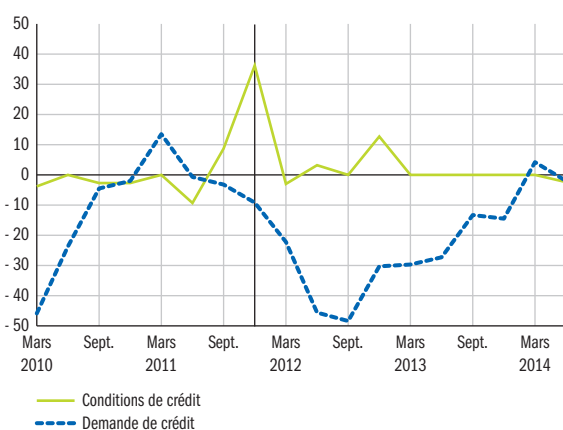
L'annonce du 8 décembre 2011 a été motivée par la volonté d'assurer au secteur bancaire un accès aux liquidités plus performant et de soutenir l'octroi de crédit aux ménages et aux entreprises non financières. Ces mesures ont eu lieu dans le contexte d'une intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro au cours de la seconde moitié de 2011, entraînant un ralentissement significatif de l'activité.

Si les perspectives concernant la dynamique du crédit et de l'activité étaient plus pessimistes s'agissant des pays de la périphérie – alors en proie à un stress accru de marché –, des signes de tensions et la crainte d'un resserrement du crédit se sont propagés à l'ensemble de la zone euro. Ainsi, les écarts de taux obligataires payés par les banques françaises, une mesure standard des contraintes de financement pesant sur les banques, ont atteint des niveaux historiquement élevés dans la seconde moitié de l'année 2011.

L'information tirée des résultats de l'enquête mensuelle de l'Eurosystème auprès des banques sur la distribution du crédit (ou *Bank Lending Survey* – BLS) révèle que ce choc négatif de financement s'est traduit par des conditions plus strictes d'octroi de crédit auprès de la clientèle bancaire (graphique 1).

La hausse observée sur le dernier trimestre 2011 de l'indicateur BLS relatif aux conditions de crédit donne une indication d'une contraction rapide de l'offre de crédit. De manière notable, les banques prêteuses font

G1 Indices d'offre et de demande de crédit bancaire aux entreprises (enquête BLS France)



Note : la ligne verticale signale le trimestre de mise en oeuvre des LTRO à 3 ans (décembre 2011). Une hausse de l'indice des conditions de crédit correspond à un durcissement de l'offre, une hausse de l'indice de demande à un accroissement de la demande adressée aux banques.

état également d'un recul marqué de la demande de crédit émanant des entreprises non financières au cours de 2012. Ces observations soulignent la nécessité de tenir compte de manière adéquate des effets de demande lorsqu'on cherche à donner une évaluation causale de l'impact des mesures de la BCE sur l'offre de crédit au cours de cette période.

Évaluation du mécanisme de transmission des LTRO à l'offre de crédit aux entreprises

L'article de recherche (Andrade, Cahn, Fraise, Mésonnier, 2015) sur lequel repose cette lettre cherche à évaluer la capacité des LTRO à 3 ans de l'Eurosystème (sur 2011-2012) à stimuler l'offre de crédit aux entreprises en allégeant les contraintes financières rencontrées par les banques durant cet épisode crucial de la crise de la zone euro.

Cette étude est menée à partir d'une base de données originale sur la France, combinant des informations sur les relations banque-entreprise et sur les bilans de banques et d'entreprises non financières¹. Notre échantillon couvre les activités de 24 groupes bancaires représentant plus de 89 % des encours de crédits bancaires aux entreprises à l'automne 2011. Il inclut près de 1,4 million de relations bancaires, impliquant près de 1,2 million d'entreprises dont 211 000 sont multibancaisées.

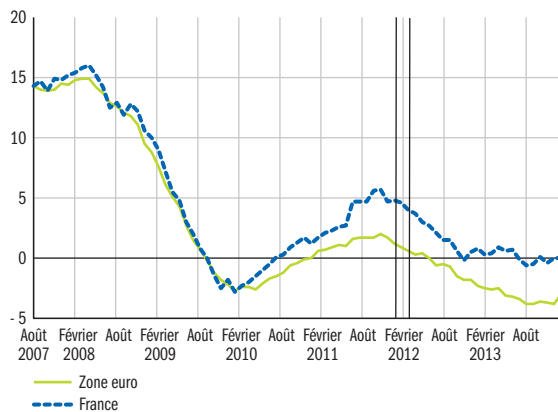
L'approche utilisée s'appuie sur un ensemble de régressions « en coupe » : nous estimons une relation statistique reliant le taux de croissance du crédit d'une banque à une entreprise sur les douze mois entourant la mesure (de septembre 2011 à septembre 2012) au montant emprunté par la banque concernée via les LTRO, ainsi qu'à un certain nombre de variables explicatives jugées pertinentes (taille de la banque, ratio de capital, etc.).

Comme mentionné précédemment, les LTRO ont eu lieu dans un moment de crise des dettes souveraines dans la zone euro, ce qui a pu contribuer à dégrader les perspectives économiques de cette région. Dans ce contexte, la demande de la part des entreprises s'est affaiblie, même dans les principales économies de la zone euro comme la France. Ainsi, le risque associé aux crédits déjà octroyés a pu augmenter en 2012,

¹ La France est un cas d'étude particulièrement intéressant dans la mesure où le financement des entreprises est largement intermédié par les banques et parce qu'il s'agit de la deuxième économie de la zone euro.

G2 Croissance du crédit bancaire aux entreprises, France et zone euro

(taux de croissance en %)



Note : les deux lignes verticales signalent les dates des deux LTRO à 3 ans.
Sources : Banque de France, BCE.

entraînant une hausse du coût du financement externe pour les entreprises et donc limitant leur demande de crédit. En conséquence, il est important de tenir compte de manière adéquate de la demande adressée par les entreprises aux banques dans l'évaluation des effets des LTRO. La simple observation de l'évolution des agrégats de crédit au niveau macroéconomique, qui ne permet pas de faire la part de ces effets négatifs de demande, peut conduire à tort au diagnostic d'une inefficacité de cette mesure (cf. graphique 2).

L'utilisation des données granulaires du registre français de crédit (Centrale des risques) tenu par la Banque de France permet au contraire, dans notre étude, de dissocier les effets d'offre et les effets de demande. Ce registre renseigne sur les expositions des établissements de crédit en France aux entreprises non financières opérant en France. Avec un seuil de déclaration de l'exposition de 25 000 euros, il fournit un échantillon quasi exhaustif des relations domestiques banque-entreprise. L'étude se focalise délibérément sur l'échantillon des entreprises multibancarisées avant l'annonce des LTRO. Intuitivement, la démarche d'estimation consiste à comparer le crédit offert à une même entreprise par deux banques qui n'ont pas emprunté le même montant *via* les LTRO (suivant la méthodologie de Khwaja et Mian, 2008). L'effet « d'offre » des LTRO sur le crédit est donc mesuré en corrigeant le montant de crédit distribué des caractéristiques des entreprises susceptibles de jouer sur leur demande de crédit, ou sur le risque qu'elles pourraient présenter.

Hors contraintes de collatéral, les banques n'ont pas eu de limites sur la quantité de liquidité empruntée auprès de

l'Eurosystème². Cette latitude pose un problème majeur d'identification des effets. Les banques empruntant aux LTRO un plus gros montant peuvent être celles qui sont les plus en difficulté, et donc les plus enclines à réduire leur distribution de crédit. Il est à noter que ce biais conduirait à sous-estimer la transmission des LTRO aux crédits distribués. Pour corriger ce biais au maximum, il est donc nécessaire de considérer précisément les caractéristiques des banques qui ont pu expliquer à la fois leur propension à utiliser les LTRO et à octroyer de nouveaux crédits. Pour ce faire, les régressions ont été enrichies d'indicateurs de bilans bancaires (taille, ratio de capital *Tier 1* sur actifs, part des actifs interbancaires, des dépôts clientèle, du passif interbancaire, etc.).

Résultats

Le principal résultat est que les banques ont bien utilisé les liquidités obtenues *via* les LTRO pour prêter davantage aux entreprises non financières. En moyenne, une banque empruntant un montant brut d'un milliard d'euros aux LTRO a augmenté son offre nette de crédit aux entreprises de 95 millions d'euros entre septembre 2011 et septembre 2012 (par rapport à la quantité qu'elle aurait offerte sans les LTRO)³.

La richesse des données a permis par ailleurs de mettre à jour d'autres effets pertinents en termes de conclusions de politique économique.

Tout d'abord, nous trouvons que seule la LTRO de décembre 2011 s'est significativement transmise à l'offre de prêts aux entreprises. Cette première LTRO a précédé le discours de Mario Draghi, président de la BCE, qui le 9 février 2012, a assuré les banques de l'absence de « stigma » susceptible d'être entraîné par la participation à ce type d'opérations. Cette déclaration a encouragé un plus grand nombre de banques à participer à la seconde LTRO, en février 2012. Ces banques, qui étaient en moyenne mieux capitalisées que les banques ayant emprunté à la première LTRO, ont alors participé à l'opération de façon opportuniste, pour profiter d'une

² La seule limite était relative à leur accès au collatéral éligible aux opérations de financement de l'Eurosystème.

³ La transmission n'a pas de raison d'être de un pour un a priori, ne serait-ce que parce que les emprunts bruts des banques auprès de l'Eurosystème ne se traduisent pas nécessairement par une augmentation de leur bilan. En effet, les banques ont massivement substitué cette source stable et bon marché de financement à d'autres sources, plus volatiles ou plus chères. C'est le renforcement de leur bilan qui en résulte qui crée les conditions d'une offre de prêts accrue.

ressource au coût particulièrement attractif, et alors que leur accès aux financements de marché était peu contraint. Ce résultat suggère qu'un choc positif de financement imposé par la banque centrale a un effet plus fort sur la distribution de crédit des banques quand celles-ci sont financièrement plus contraintes *ex ante*.

En deuxième lieu, nous trouvons que la fourniture de liquidités à des horizons plus lointains que ceux considérés habituellement a joué un rôle important dans le succès de l'opération. L'Eurosystème a servi la totalité des demandes d'emprunt des banques à son guichet depuis que la crise des *subprime* s'est intensifiée en octobre 2008. Néanmoins, avant décembre 2011, l'échéance de ces prêts était relativement courte, entre une semaine et six mois⁴. Les LTRO de 2011 et 2012 ont présenté l'originalité de fournir des liquidités à un horizon de trois ans, ce qui a permis de réduire substantiellement l'incertitude des banques quant à leur capacité à résister à un futur stress de financement. Nous distinguons donc dans l'analyse l'effet d'un accroissement des liquidités fournies par l'Eurosystème aux banques (toutes échéances confondues) de celui d'un allongement de l'échéance de ces prêts. Nous trouvons que la possibilité offerte aux banques d'allonger l'échéance de leurs emprunts à la banque centrale a expliqué l'essentiel de la stimulation de l'offre de prêts aux entreprises par la première LTRO.

En troisième lieu, nous examinons si les effets des LTRO en termes d'offre de prêts bancaires aux entreprises diffèrent selon les caractéristiques des entreprises. Nous évaluons tout d'abord l'effet de la première LTRO selon la taille des entreprises clientes des banques, mesurée à l'aune de leur endettement bancaire total pré-LTRO. Nous trouvons que la mesure a principalement bénéficié aux entreprises relativement grandes – celles qui sont dans le dernier décile de la distribution. Pour les entreprises situées dans le dernier centile de cette distribution⁵, l'effet de la première LTRO a été trois fois et demie plus important que pour l'entreprise moyenne.

L'étude s'intéresse également aux effets différenciés des LTRO selon d'autres critères que la taille des entreprises. Nous trouvons notamment que les banques faisant appel davantage aux LTRO ont eu moins tendance à accroître leur exposition aux entreprises avec lesquelles elles avaient une relation de long terme (c'est-à-dire supérieure à 3 ans). Elles ont par ailleurs davantage augmenté leur crédit aux entreprises les plus profitables. L'hypothèse que cette injection de liquidité aurait eu pour effet de maintenir artificiellement en activité des entreprises fragiles semble donc pouvoir être écartée. Globalement, les entreprises

bénéficiant d'une bonne note de crédit (rendant leur dette bancaire éligible comme collatéral aux opérations de refinancement auprès de l'Eurosystème) n'ont pas reçu plus de prêts que les autres. Néanmoins, on peut noter que les firmes présentant une qualité de crédit intermédiaire, et donc insuffisante pour qu'elles soient éligibles au cadre du collatéral de l'Eurosystème avant janvier 2012, qui ont été concernées par l'élargissement ultérieur de ce cadre (au titre du programme *Additional Credit Claims* de février 2012) ont davantage bénéficié de l'effet de la transmission des liquidités empruntés par leurs banques *via* les LTRO. Ce dernier résultat suggère qu'une partie des banques françaises ayant emprunté *via* la première LTRO faisaient face à des contraintes de collatéral que le programme ACC est venu atténuer.

Conclusion

Une évaluation robuste des effets des LTRO suggère que lorsque l'économie connaît une phase de récession, les banques centrales peuvent soutenir la distribution de crédit à l'économie réelle en allouant des liquidités importantes aux banques à moyen terme. Cette conclusion contraste avec le jugement traditionnel porté sur les opérations d'assouplissement quantitatif selon lequel elles deviendraient inutiles dès lors que l'économie s'approcherait d'une situation de « trappe à liquidité »⁶.

Au cours de la période récente, le débat autour de l'efficacité des politiques d'assouplissement quantitatif a connu un renouveau alors que les principales banques centrales se trouvaient confrontées dans leur action à des taux nominaux proches de zéro. Des contributions théoriques récentes (cf. Gertler et Kiyotaki, 2010) ont en effet souligné qu'un canal de transmission spécifique, le canal bancaire, pouvait être utilisé efficacement dans le cadre d'une politique d'assouplissement quantitatif. Selon ces auteurs, des injections de monnaie banque centrale dans les bilans bancaires peuvent augmenter la distribution du crédit, dès lors qu'elles réduisent les frictions que peuvent rencontrer les banques dans leur accès au financement externe. Notre étude constitue une validation empirique de ces théories.

⁴ Deux opérations à un an furent exceptionnellement lancées en juin puis en décembre 2009. Les prêts accordés furent donc entièrement remboursés dès la fin 2010.

⁵ Ces entreprises représentent environ 60 % du crédit bancaire total accordé aux institutions non financières en France.

⁶ Keynes en 1936 et Samuelson en 1948 portent d'ailleurs un tel jugement.

Bibliographie

Andrade (P.), Cahn (C.), Fraise (H.) et Mésonnier (J.-S.) (2015)

« *Can the Provision of Long-Term Liquidity Help to Avoid a Credit Crunch? Evidence from the Eurosystem's LTRO* », [Banque de France Working Paper, n° 540, mars.](#)

Gertler (M.) et Kiyotaki (N.) (2010)

« *Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis* », chap. 11, p. 547-599, in Friedman (B. M.) et Woodford (M.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, Elsevier.

Khwaja (A. I.) et Mian (A.) (2008)

« *Tracing the Impact of Bank Liquidity Shocks: Evidence from an Emerging Market* », *American Economic Review*, vol. 98, p. 1413-1442.

Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

Réalisation

Direction de la Communication

Septembre 2015

www.banque-france.fr