



Qui est responsable de l'assouplissement des conditions d'octroi de crédits avant la crise : la politique monétaire ou l'excès d'épargne ?

Adrian PENALVER
Direction des Études monétaires
et financières

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.

Ce Rue de la Banque confronte deux explications concurrentes du net assouplissement des conditions d'octroi de crédits et des primes de risque observé avant la crise : l'assouplissement des politiques monétaires et la hausse – voire l'excès – de l'épargne mondiale (le fameux « savings glut » de B. Bernanke). Les résultats de la modélisation montrent que seul l'excès d'épargne est susceptible d'expliquer le comportement d'avant-crise.

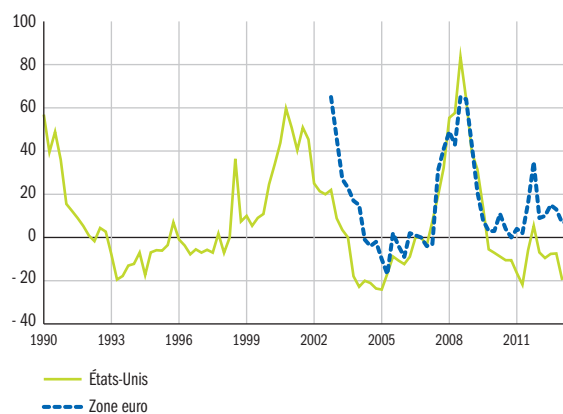
La crise financière mondiale qui a débuté à l'été 2007 et s'est intensifiée en 2008 a déclenché le ralentissement économique le plus profond depuis la Grande Dépression. Pourquoi cela s'est-il produit ¹ ?

Il n'existe évidemment pas de réponse simple ou unique. Mais il est fondamental de rappeler que, dans les années précédant la crise, les grandes banques occidentales prêtaient à des conditions plus souples à des emprunteurs moins solvables. Leurs bilans étaient donc plus vulnérables lorsque la crise s'est déclenchée (cf. la hausse des crédits *subprime* aux États-Unis et également la flambée de l'immobilier résidentiel en Espagne et en Irlande). Dans le secteur des entreprises, les contrats de prêt ont également été assortis de conditions moins strictes, les normes d'octroi ont été assouplies et les *spreads* de crédit réduits.

Le graphique 1 illustre le solde net des participants à l'enquête ayant déclaré un durcissement des normes d'octroi de crédits aux États-Unis et dans la zone euro ². Les données américaines font clairement apparaître que les conditions d'octroi suivent des cycles ; cependant, la période du milieu des années deux mille s'est caractérisée par une souplesse exceptionnelle.

G1 Solde net des participants ayant déclaré un durcissement des conditions de crédit

(en pourcentage de déclarants)



Source : Enquête Senior Loan Officer de la Réserve fédérale, enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire.

- 1 La présente note résume les travaux de Penalver (2014).
- 2 Sources : Enquête Senior Loan Officer de la Réserve fédérale, enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire (commençant au 1^{er} trimestre 2003).

Le graphique 2, qui s'attache à la zone euro, montre que la rémunération pour la prise de risque a diminué alors même que les conditions d'octroi s'assouplissaient³.

Deux écoles de pensée s'affrontent quant aux raisons de cette évolution, avec des implications différentes pour la conduite de la politique monétaire et des politiques macroprudentielles.

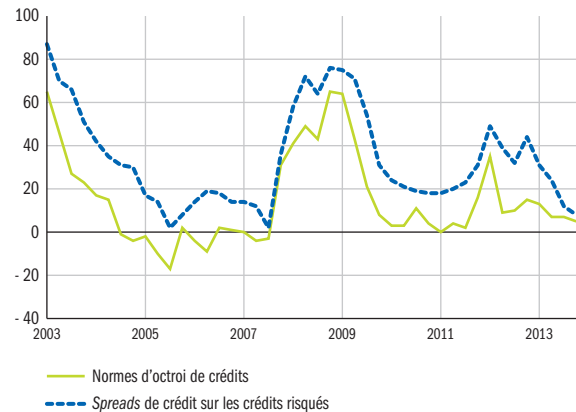
Selon Borio et Zhu (2011), les banques ont pris davantage de risques avec des *spreads* de crédit plus bas en raison de la faiblesse des taux d'intérêt officiels. Le « canal de la prise de risque » de la politique monétaire fonctionne par le biais d'un certain nombre d'effets étroitement imbriqués. De faibles taux sans risque augmentent les prix des actifs : les garanties paraissent ainsi avoir une valeur plus élevée et permettent de récupérer des montants plus importants en cas de défaillance. De plus, la baisse du risque de défaut contribue à faire diminuer la volatilité du prix des actifs et donc le niveau de risque apparent des portefeuilles (mesuré par exemple par des indicateurs courants tels que la valeur exposée au risque). Les *spreads* de crédit sont éliminés. Les gestionnaires d'actifs, notamment ceux qui doivent respecter des objectifs de rendement nominal, sont incités à réaliser des investissements de plus en plus risqués dans une « quête de rendement ».

Selon Ben Bernanke, alors président de la Réserve fédérale (2010), ce n'est pas la politique monétaire qui était en cause, mais la hausse de l'offre d'épargne mondiale. L'accroissement de la demande en réserves de change, notamment en Asie, a créé un « excès d'épargne » au niveau mondial. Les banques centrales des pays émergents ont acheté des emprunts publics auprès d'investisseurs privés, qui ont alors dû trouver d'autres utilisations pour leurs fonds et se sont mis « en quête d'emprunteurs marginaux ». Ils ont trouvé des candidats à l'emprunt sur le marché de l'immobilier, dont certains s'étaient déjà vu refuser des crédits en raison d'un risque élevé de défaut. Cependant, dans un contexte de baisse des taux d'emprunt et de hausse des prix des actifs, ces emprunteurs semblaient présenter un meilleur risque de crédit que précédemment.

Le canal de la prise de risque a reçu un soutien empirique significatif. Jiménez, Ongena, Peydro et Saurina (2008) ont utilisé les données du registre espagnol des crédits sur la période 1984-2006 et ont constaté une hausse statistiquement significative du risque de crédit des nouveaux prêts lorsque les taux directeurs étaient faibles au moment de l'octroi du prêt. De plus, si les taux d'intérêt augmentaient par la suite, alors le taux de défaillance de ces prêts plus risqués était sensiblement plus élevé.

G2 Rémunération des prêts à risque et conditions d'octroi des crédits en zone euro

(en pourcentage de déclarants)



Source : Enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire.

Par ailleurs, Merrouche et Nier (2014) ne constatent pas d'effet de la politique monétaire sur la prise de risque des banques lorsque les entrées de capitaux et les caractéristiques de la supervision sont prises en compte.

Comme les données ne permettent pas de tirer de conclusions, Penalver (2014) construit un modèle théorique de gestion du risque de crédit afin de comparer ces hypothèses sur une base cohérente.

Ce modèle décrit le comportement d'une banque qui intermédie des fonds entre déposants et emprunteurs. Les emprunteurs contractent un prêt pour créer une entreprise. Les bénéfices de l'entreprise présentent une composante aléatoire persistante et peuvent être positifs ou négatifs. Point crucial, on suppose que le démarrage d'une entreprise est coûteux (un restaurant doit installer une cuisine, acheter des tables et des chaises, faire de la publicité, etc.) comme l'est sa liquidation (indemnités de licenciement, liquidation du stock en dessous de sa valeur, etc.). Ces coûts affectent naturellement les décisions de créer ou de liquider une entreprise. C'est ainsi qu'un entrepreneur essaiera de surmonter une période de faibles pertes s'il existe une probabilité suffisante de retour à la rentabilité.

Le modèle prend également comme hypothèse que les emprunteurs ont une responsabilité limitée. Si les pertes de l'entreprise sont trop élevées, les emprunteurs ont l'option de se déclarer en faillite et en défaut. Même si la faillite est coûteuse, c'est la moins mauvaise solution

³ Source : enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire.

dans des circonstances extrêmes. Si les emprunteurs sont défaillants, c'est la banque qui doit clôturer le projet et on suppose qu'elle est moins efficiente que ne le serait l'emprunteur. Par conséquent, la banque subit une perte en cas de défaut.

La banque est confrontée à la difficulté suivante : les emprunteurs qui subissent des pertes, parient sur un retour à la rentabilité et espèrent éviter de payer les coûts de cessation d'activité, sont ceux qui risquent le plus de faire faillite ultérieurement et de lui faire subir des pertes à son tour. La banque a donc intérêt à essayer d'influencer la décision de cessation d'activité. Elle peut y parvenir en fixant un seuil de cessation, selon ses propres critères, dans une clause du contrat de prêt. Si la rentabilité passe en dessous de ce seuil, alors la banque a le droit d'exiger le remboursement immédiat.

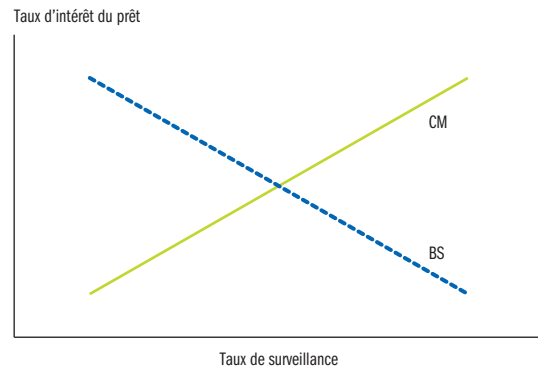
Il serait facile de faire jouer cette clause si la banque connaissait toujours les bénéfices de chaque entreprise. Le modèle prend l'hypothèse suivante : la banque doit payer un coût de surveillance pour connaître la situation de l'entreprise et elle ne peut faire jouer la clause que si la surveillance révèle que les bénéfices de l'entreprise sont effectivement inférieurs au seuil de rentabilité.

Enfin, le modèle suppose que les entrepreneurs qui ne produisent pas actuellement sont des épargnants qui déposent leur richesse à la banque.

Tous ces ingrédients se combinent pour influencer les conditions du prêt de la banque. L'objectif de la banque consiste à maximiser ses bénéfices en choisissant le taux d'intérêt et le degré de surveillance des prêts, sous la contrainte d'équilibrer les dépôts et les prêts. Le degré de la surveillance peut être égal à zéro (aucune surveillance), à un (surveillance permanente) ou à toute probabilité entre les deux.

Afin de comprendre cet arbitrage essentiel pour la banque, il est utile d'analyser la décision de continuation de l'activité de l'entreprise. Si la banque n'effectue aucune surveillance, l'emprunteur choisit seul de continuer ou de cesser son activité. Si la banque effectue une surveillance permanente, alors c'est à elle que revient ce choix. Si la banque effectue une surveillance avec une certaine probabilité (à moitié par exemple), le contrôle de la décision de continuation est réparti entre les deux parties. Plus le contrôle exercé par la banque est important, moins le contrat a de valeur pour l'emprunteur et donc plus le taux d'intérêt qu'il est prêt à payer est faible. L'arbitrage essentiel peut donc se formuler ainsi : plus la surveillance de la banque est forte, plus le risque

G3 Interaction des principales forces influençant l'offre de crédit des banques et la demande de prêt des entreprises



de crédit est faible mais plus le taux d'intérêt qu'elle peut demander est faible également.

Le graphique 3 illustre l'interaction des principales forces influençant l'offre de crédit des banques et la demande de prêt des entreprises. La droite de la gestion du crédit (CM) montre la relation positive entre le taux de surveillance et le taux d'intérêt du prêt. Lorsque les taux d'intérêt sont plus élevés, le taux de défaut est également plus élevé parce que les bénéfices nets sont plus faibles. Quel que soit le coût de la surveillance, la banque voudra donc la renforcer.

La droite du bilan (BS) montre la relation négative entre le taux de surveillance et le taux d'intérêt du prêt. Elle représente des combinaisons de modalités du contrat pour lesquelles l'emprunteur marginal est indifférent. Plus le taux de surveillance est élevé, moins le prêt est attrayant pour un emprunteur potentiel et donc moins le taux d'intérêt permettant au volume des emprunteurs d'être égal au volume des déposants peut être élevé. En d'autres termes, un degré plus élevé de surveillance réduit la demande de crédit, obligeant la banque à baisser le taux d'intérêt de ses prêts. Le point d'équilibre se situe à l'intersection des deux droites.

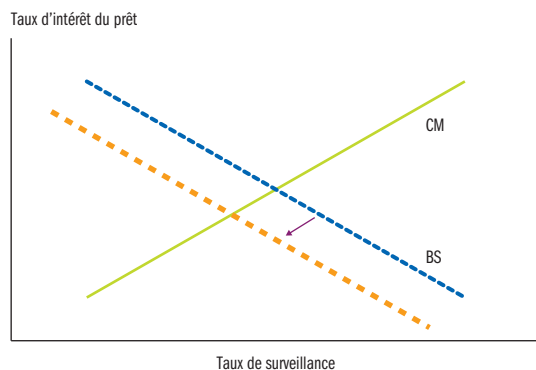
Examinons maintenant les prévisions du modèle quant aux effets d'un choc d'épargne mondial et d'un choc de politique monétaire sur les normes d'octroi de crédit et les *spreads* de crédit ⁴.

Dans le modèle :

- le choc d'épargne mondial est modélisé comme une hausse exogène des dépôts ;

⁴ Cette section résume les résultats techniques de l'étude.

G4 Effet d'une offre exogène de dépôts



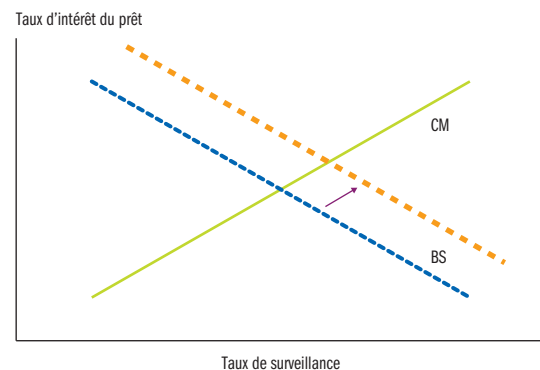
■ le choc de politique monétaire est modélisé comme une réduction du taux exogène des dépôts.

Le graphique 4 illustre l'effet d'une offre exogène de dépôts provenant de l'extérieur de l'économie. Cela ne modifie pas la relation entre les taux d'intérêt du prêt et le risque de défaut et donc l'incitation à effectuer une surveillance : la ligne CM est donc inchangée. En revanche, l'offre supplémentaire de dépôts perturbe le bilan puisque la banque se retrouve avec un montant de dépôts plus élevé que le montant de prêts accordés.

Le nouvel emprunteur marginal aura un projet moins rentable et ne peut être incité à emprunter que par des conditions plus souples (représentées par un glissement vers l'intérieur de la ligne BS). La compensation de cette hausse de l'épargne ne peut être réalisée que par une diminution du taux d'intérêt du prêt. Mais cette baisse des taux fait diminuer le risque de défaut (représenté par la ligne CM) : la combinaison la plus rentable pour la banque consiste donc à réduire également le taux de surveillance. Non seulement la banque réalise des économies sur les coûts de surveillance, mais elle réussit également à réduire sa perte sur la marge. Globalement, le choc de l'excès d'épargne va de pair avec une baisse des conditions d'octroi de crédits et une diminution des marges sur les prêts.

En revanche, comme l'illustre le graphique 5, une baisse du taux des dépôts entraîne une progression du taux de surveillance et une hausse des taux d'intérêt sur les

G5 Effet d'un assouplissement de politique monétaire



prêts. Comment cela se produit-il ? Comme pour le choc sur les dépôts extérieurs, la droite CM n'est pas affectée puisque la relation entre les taux d'intérêt et le défaut est inchangée. Mais cette fois, la courbe BS glisse à droite : le nouveau point d'équilibre nécessite donc des taux d'intérêt *plus élevés* et une surveillance *renforcée*.

Pourquoi la courbe BS glisse-t-elle à droite ? Quand le taux de dépôt diminue, l'incitation à devenir déposant baisse tandis que l'incitation à devenir emprunteur augmente, ce qui entraîne une demande excédentaire de prêts. Afin de rééquilibrer le bilan sans offre extérieure supplémentaire de dépôts, la banque doit resserrer les conditions du crédit, ce qui déplace la courbe BS à droite. Plus les taux d'intérêt augmentent, plus le risque de défaut s'accroît, incitant donc la banque à renforcer la surveillance. Globalement, un choc de politique monétaire ne permet pas, à lui seul, de reproduire le comportement d'avant la crise.

Penalver (2014) a présenté un modèle de conditions d'octroi de crédits dans lequel une banque détermine le degré de surveillance des crédits en équilibrant les effets sur ses bénéfices d'une diminution du risque de défaut et d'une baisse du taux d'intérêt d'équilibre. S'il y a une hausse exogène des dépôts, les conditions du crédit s'assouplissent et les marges sur les prêts diminuent. En revanche, une baisse du taux d'intérêt sur les dépôts entraîne un durcissement des conditions du crédit. Cette analyse suggère que seule l'hypothèse de l'excès d'épargne est susceptible d'expliquer le comportement précédant la crise. La politique monétaire est innocente.

Bibliographie

Bernanke (B.) (2010)

« *Monetary policy and the housing bubble* », discours prononcé lors de la réunion annuelle de l'American Economic Association, Atlanta, Georgie.

Borio (C.) et Zhu (H.) (2011)

« *Capital regulation, risk-taking and monetary policy : a missing link in the transmission mechanism?* », *Journal of Financial Stability*, vol. 8, n° 4, p. 236-251.

Jiménez (G.), Ongena (S.), Peydró (J-L.) et Saurina (J.) (2008)

« *Hazardous times for monetary policy : what do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?* », Banco de España, Documentos de Trabajo, n° 0833.

Merrouche (O.) et Nier (E.) (2014)

« *The global financial crisis – what drove the build-up?* », *CEPR Discussion Paper*, n° 10015, juin 2014.

Penalver (A.) (2014)

« *Pre-crisis credit standards : monetary policy or the savings glut?* », Banque de France, [Working Paper, n° 519](#).

Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

Réalisation

Direction de la Communication

Mai 2016

www.banque-france.fr