



# Rue de la Banque

N° 65 ■ Juin 2018

## Politique monétaire non conventionnelle : quel effet sur le financement des petites et moyennes entreprises ?

**Christophe CAHN**  
Observatoire des Entreprises

**Anne DUQUERROY**  
Service des Analyses microéconomiques

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.

*En réponse à la crise de 2011, la Banque centrale européenne a massivement prêté aux banques de l'Eurosystème tout en étendant la gamme d'actifs qu'elle accepte comme garantie en contrepartie de ces prêts. Ce Rue de la Banque montre qu'en ciblant une classe d'actifs en particulier, l'assouplissement de la politique de garantie a permis d'accroître l'offre de financement privé aux petites et moyennes entreprises françaises, particulièrement à celles ayant une seule banque. La mesure a également permis de réduire les effets de contagion liés aux difficultés financières, sans pour autant inciter à une prise de risque excessive.*

L'accès au financement constitue un enjeu majeur pour la croissance et le développement des petites et moyennes entreprises (PME), en particulier en période de crise. En matière de financement externe, les PME ont quasi exclusivement recours au financement bancaire. Cette dépendance bancaire se caractérise également par un faible nombre de relations bancaires. 80% des PME françaises n'ont ainsi qu'une seule banque. Ces entreprises sont donc particulièrement vulnérables aux chocs bancaires. Maintenir l'accès des PME au crédit en période de crise a été l'un des principaux objectifs des mesures de politique monétaire non conventionnelles déployées par les banques centrales depuis 2008. Dans ce *Rue de la Banque*, nous nous intéressons à l'effet sur l'octroi de crédit aux PME françaises de la politique d'offre de liquidité à long terme de la Banque centrale européenne (BCE) début 2012 (LTRO 2<sup>1</sup>), qui en France a été accompagnée d'une modification des conditions de garantie imposées aux banques pour pouvoir accéder à cette liquidité.

Dans un contexte de crise marqué par une forte diminution de la demande de crédit, isoler et évaluer l'impact de telles mesures d'offre peut s'avérer difficile. Nous présentons la méthodologie utilisée dans notre article (Cahn et al., 2017) qui permet, au sein d'une

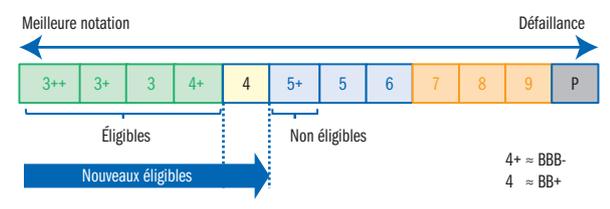
même banque, de mesurer cet effet sur l'évolution des volumes de crédit et de comprendre comment les banques ajustent leur portefeuille de crédit : à qui prêtent-elles ? Privilégient-elles les emprunteurs avec lesquels elles ont une relation bancaire approfondie ? Cela conduit-il à une mauvaise allocation du crédit vers des emprunteurs plus risqués ?

### **Le cadre de collatéral : nouvel outil de la politique monétaire**

Les établissements de crédit de la zone euro peuvent emprunter de la liquidité auprès des banques centrales de l'Eurosystème en contrepartie du dépôt en garantie d'actifs éligibles (*collatéral*). Le cadre permanent de collatéral de la BCE identifie ainsi, dans une liste unique commune à toutes les banques centrales nationales, les actifs acceptés en garantie, sur la base de l'appréciation de leur risque de crédit. Il définit également les décotes qui sont appliquées à la valeur de ce collatéral afin d'en capturer le risque de liquidité.

<sup>1</sup> Deuxième opération de refinancement à long terme ou Long Term Refinancing Operation (LTRO), mise en place en février 2012.

## G1 Échelle de notation Banque de France et élargissement du cadre de collatéral en février 2012



Source : Cahn, Duquerroy et Mullins (2017).

Parmi les actifs éligibles figurent des créances privées<sup>2</sup> dont certains prêts bancaires aux entreprises. L'éligibilité d'un prêt est déterminée par la notation de crédit de l'entreprise emprunteuse, laquelle ne peut correspondre, en temps normal, à une probabilité de défaut à l'horizon d'un an supérieure à 0,4 %. La Banque de France possède son propre système de notation : elle évalue le risque de crédit des entreprises, synthétisé par l'attribution d'une cotation, non publique, mais reconnue et prise en compte par l'Eurosystème pour déterminer l'éligibilité d'une créance privée au collatéral. L'échelle de notation de la Banque de France comporte 12 classes de risque et va de 3++ pour les meilleures entreprises à P pour les entreprises en défaillance (cf. graphique 1).

En réponse aux tensions sur les financements de marché suite à la crise de 2011, le Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème a annoncé, le 8 décembre 2011, la mise en œuvre, fin décembre 2011 et en février 2012, de deux opérations de refinancement à très long terme (LTRO). Au cours de ces opérations, les banques ont pu emprunter en quantité illimitée, à taux fixe<sup>3</sup> et à une maturité de 3 ans, jamais égalée auparavant, à condition de pouvoir déposer en garantie auprès de la BCE des actifs éligibles. Le Conseil des gouverneurs a également donné aux banques centrales nationales qui le souhaitent la possibilité d'élargir, temporairement<sup>4</sup>, le champ des garanties éligibles. Cette mesure s'est traduite en particulier, en France, par l'acceptation d'une nouvelle catégorie de prêts aux entreprises (les « créances privées supplémentaires »).

L'élargissement du cadre de collatéral a ainsi permis aux banques, dans un contexte de forte demande de liquidité banque centrale, d'emprunter plus et à moindre coût. La mesure diminue en effet le coût marginal de refinancement des prêts à certaines entreprises, devenues éligibles, par rapport à celui des prêts octroyés à d'autres entreprises comparables mais restées non éligibles : de manière opérationnelle, les prêts notés 4 dans l'échelle de notation interne Banque de France (notation équivalente à BB+, soit une probabilité de défaut

à un an inférieure à 1 %) ont pu être donnés en garantie auprès de la Banque de France à partir de février 2012 ; les prêts de la catégorie inférieure (notés 5+) sont restés non éligibles.

L'objectif affiché de cette mesure était de garantir un accès au crédit, aux entreprises et en particulier aux PME, dans des circonstances de tensions sur le refinancement bancaire<sup>5</sup>. Il est important d'évaluer si cette mesure a eu les effets escomptés<sup>6</sup>.

### Identifier l'effet du choc d'offre grâce à un groupe témoin

Il n'est pas aisé d'estimer l'efficacité de mesures destinées à soutenir le crédit bancaire aux entreprises car cela suppose de pouvoir différencier l'effet d'offre c'est-à-dire le comportement de la banque en matière d'octroi de crédit, de l'effet de demande c'est-à-dire l'appétence des entreprises pour le financement bancaire. Or, en période de crise la demande de financement diminue naturellement du fait du ralentissement de l'activité économique.

L'approche communément adoptée par la littérature académique est d'utiliser un choc bancaire et de se concentrer exclusivement sur les entreprises ayant plusieurs banques. L'effet d'offre est alors estimé en comparant, pour une même entreprise dont les caractéristiques observables et non observables sont prises en compte, l'ajustement du crédit entre deux (ou plus) de ses banques, l'une touchée par le choc et l'autre non (ou dans une moindre mesure)<sup>7</sup>. Le résultat ne peut donc pas être imputable à la demande de l'entreprise, sous réserve que celle-ci soit identique auprès de chacune

<sup>2</sup> Les créances privées – aux ménages et aux entreprises – représentaient 50 % du collatéral déposé par les banques françaises en 2012, soit 150 milliards d'euros (Bignon et al., 2016).

<sup>3</sup> Procédure d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale (fixed-rate full-allotment procedure – FRFA) mise en place depuis octobre 2008.

<sup>4</sup> Bien qu'annoncé comme « temporaire », aucune date n'a été donnée quant au terme de cette mesure, qui est par ailleurs toujours en cours à la date de la rédaction de cet article.

<sup>5</sup> « [The ECB] will allow banks to use loans as collateral with the Eurosystem, thereby unfreezing a large portion of bank assets. [...] The goal of these measures is to ensure that firms – and especially small and medium-sized enterprises – will receive credit as effectively as possible under the current circumstances » Mario Draghi, 15 décembre 2011.

<sup>6</sup> Mésonnier et al. (2017) s'intéressent à l'effet prix de cette mesure et estiment que les prêts aux entreprises éligibles ont bénéficié d'une réduction relative de leur coût du crédit de 7 points de base par rapport aux entreprises de qualité légèrement supérieure.

<sup>7</sup> Méthodologie de Khwaja et Mian (2008).

de ses banques, ignorant ainsi les phénomènes de spécialisation bancaire (Paravisini *et al.*, 2015). Cette méthode nécessite par définition de se concentrer uniquement sur les entreprises ayant plusieurs banques et néglige donc une part importante de la population, spécialement pour les PME<sup>8</sup>.

Dans Cahn *et al.* (2017), nous tirons parti du mécanisme d'extension du cadre de collatéral à un nouveau groupe de prêts aux entreprises pour identifier l'effet d'un choc d'offre de crédit positif, en particulier pour les entreprises qui ont une seule banque et qui ont été largement ignorées par la littérature<sup>9</sup>.

Nous utilisons pour cela des données individuelles d'entreprises, relatives à leurs encours de crédit bancaire, leurs données comptables ainsi qu'à l'occurrence d'éventuels incidents de paiements sur effets de commerce<sup>10</sup>, pour un échantillon de PME françaises<sup>11</sup>.

En pratique nous comparons l'évolution, avant et après la mesure, du crédit alloué à deux groupes d'entreprises distincts : le groupe d'entreprises nouvellement éligibles (entreprises notées 4 en novembre 2011) et le groupe d'emprunteurs les mieux cotés restés non éligibles (entreprises notées 5+ en novembre 2011). Les entreprises 5+ constituent ainsi un groupe témoin qui nous permet de savoir comment aurait évolué le crédit octroyé aux entreprises 4 en l'absence de réforme<sup>12</sup>.

Nous nous concentrons en particulier sur l'effet de la mesure pour les entreprises ayant une seule banque. Ces dernières diffèrent des entreprises ayant plusieurs banques ; elles sont significativement plus petites, plus jeunes et semblent avoir été plus contraintes financièrement pendant la crise.

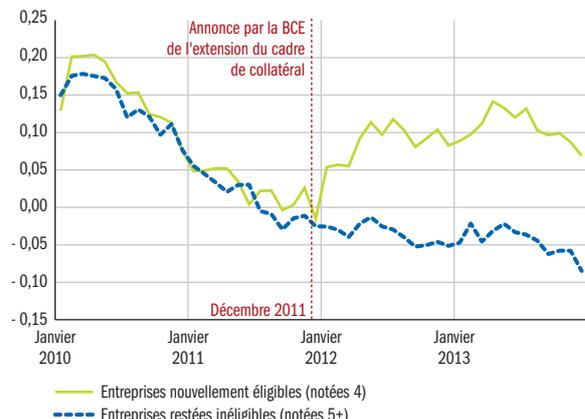
### **Forte croissance du crédit octroyé aux PME nouvellement éligibles**

Le graphique 2 illustre notre principal résultat. Il montre clairement que les crédits des entreprises 4 et 5+ suivent une trajectoire parallèle, en 2010 et 2011, avant la mise en œuvre de la mesure étudiée. Puis, après février 2012, les entreprises qui deviennent éligibles enregistrent une croissance de leur encours de crédit de 8% supérieure à celles restées inéligibles l'année qui suit le choc.

Dans Cahn *et al.* (2017), nous montrons également que cet effet ne provient pas d'une réallocation au sein du portefeuille bancaire au détriment des entreprises non éligibles, limitant les effets d'éviction.

## **G2 Taux de croissance moyen cumulé du crédit bancaire : entreprises nouvellement éligibles suite à la réforme et entreprises restées inéligibles**

(axe des abscisses : années ; axe des ordonnées : taux de croissance moyen cumulé du crédit bancaire)



Note : Ce graphique présente les taux de croissance moyens de l'encours de crédit par rapport à son niveau de 2011, pour deux groupes d'entreprises distincts : les entreprises dont les prêts sont devenus éligibles comme garanties en février 2012 et les entreprises dont les prêts sont restés inéligibles. Les entreprises nouvellement éligibles ont une note de crédit de 4 dans la notation interne de la Banque de France ; les entreprises non éligibles directement comparables ont une note de 5+. L'échantillon est constitué de PME françaises indépendantes n'ayant qu'une seule banque. Source : Cahn, Duquerroy et Mullins (2017).

Cette hausse des ressources disponibles a également des répercussions dans les relations client-fournisseur en réduisant le montant des incidents de paiement sur effets de commerce pour les entreprises éligibles, l'année suivant le choc (-1,5%, en proportion de la dette fournisseurs). Ainsi l'un des bénéfices de la mesure est de réduire de potentiels effets négatifs de contagion comme les défauts en chaîne via les relations de crédit inter-entreprises tels que mis en évidence dans d'autres études (Boissay et Gropp, 2013).

- 8 Par ailleurs, cette solution n'est jamais entièrement satisfaisante car les résultats reflètent toujours les spécificités du couple banque-entreprise et les caractéristiques non observables des banques susceptibles d'influer sur leur exposition au choc.
- 9 Degryse *et al.* (2017) est le seul article qui, à notre connaissance, se penche également sur le cas des entreprises monobancaires.
- 10 Données mensuelles d'encours de crédit issues du Registre de crédit de la Banque de France. Données comptables rapportées au niveau unité légale, issues du Fichier bancaire des entreprises (FIBEN). Données sur les incidents de paiements issues du Fichier central des incidents de paiement (CIPE).
- 11 PME indépendantes, hors secteur agricole, financiers et services de production et de distribution d'eau et d'électricité.
- 12 Nous estimons une « intention de traitement » : les banques peuvent désormais déposer les prêts aux entreprises notées 4 en garantie mais nous n'observons pas la quantité de prêts effectivement nantis.

Enfin les entreprises devenues éligibles sont moins susceptibles de voir leur notation de crédit sévèrement dégradée (baisse de deux crans) que celles du groupe témoin, dans les 2 ans qui suivent la réforme.

## Un effet hétérogène selon les entreprises

Toutes les entreprises mono-bancaires ne sont pas affectées de la même manière. Le tableau 1 montre que l'effet de la mesure, au sein des entreprises nouvellement éligibles, varie selon les caractéristiques des entreprises et de leur relation bancaire.

Au sein des entreprises qui n'ont qu'une banque, celles dont les fondamentaux sont les plus solides bénéficient le plus de la mesure.

Nos estimations indiquent que les entreprises relativement plus risquées (car plus endettées, offrant moins de garanties sous la forme d'actifs tangibles, ou emprunteuses nettes en termes de crédit inter-entreprises) ne connaissent pas de hausse de leur crédit.

Au contraire, les entreprises éligibles qui ont une relation approfondie avec leur banque (relation de longue durée et diversifiée en matière de types de financement) voient leur crédit augmenter de 20% par rapport aux non éligibles. Pour ces emprunteurs, la banque dispose d'informations non directement quantifiables qu'elle est la

seule à pouvoir observer et qu'elle utilise pour sélectionner les entreprises auxquelles elle accorde un crédit. Dans Cahn *et al.* (2017) nous montrons néanmoins que des fondamentaux observables solides sont une condition nécessaire à l'obtention d'un nouveau crédit, une relation bancaire approfondie ne pouvant s'y substituer.

Contrairement à ce qui a pu être observé pour d'autres mesures (Acharya *et al.* 2016 ; Van Bakkum *et al.* 2017), nos résultats ne montrent pas de distorsion dans les incitations des banques conduisant à une prise de risque excessive ou au maintien en vie d'entreprises en difficulté (prêts dit « zombies »).

## Implications en termes de politique économique

Nos travaux montrent comment de nouveaux outils à la portée des banques centrales – cadre de collatéral et offre de liquidité à long terme – peuvent être un levier efficace pour soutenir le financement privé à l'économie réelle en période de crise.

Nous mettons en évidence un lien de cause à effet entre une réduction du coût de refinancement des banques, ciblée sur une classe d'actifs en particulier (prêts aux entreprises), et un accroissement de l'offre de crédit aux PME, sans distorsions vers des emprunteurs excessivement risqués.

La limite de notre approche est que les effets identifiés sont toujours des effets relatifs, en comparaison à un groupe de contrôle. Quantifier l'effet macroéconomique global de la mesure n'est donc pas possible dans ce contexte.

Nos conclusions appellent à porter une attention particulière aux entreprises ayant une seule banque, peu ou pas étudiées jusqu'alors, plus contraintes en période de crise, et qui ont particulièrement bénéficié de cette mesure.

Elles montrent clairement l'importance pour les décideurs politiques de comprendre les contraintes sous lesquelles sont prises les décisions de financement. Dans un contexte de fourniture illimitée de liquidité banque centrale, à taux fixe, le collatéral disponible détermine la capacité des banques à s'endetter. Sans l'élargissement du cadre de collatéral aux créances privées supplémentaires un certain nombre d'entreprises n'auraient pas bénéficié de ces injections de liquidité.

### T1 Effet estimé des mesures de politique monétaire non conventionnelles (LTRO et nouvelles garanties)

(en %)

<b>Entreprises ayant une banque</b>	<b>+ 8,66</b>	<b>(1,9)</b>
Effet additionnel :		
pour les entreprises avec levier élevé	- 8,32	(4,1)
pour les entreprises avec un faible ratio d'actifs tangibles	- 8,08	(3,1)
pour les emprunteurs nets en termes de crédits interentreprises	- 7,00	(4,1)
pour les entreprises à forte croissance (« gazelles »)	+ 11,8	(6,9)
pour les entreprises ayant une relation bancaire longue et diversifiée	+ 12,1	(4,9)
<b>Entreprises ayant plusieurs banques</b>	<b>+ 3,15</b>	<b>(0,16)</b>

Note : Les paramètres sont estimés par moindres carrés ordinaires au sein d'une même banque pour un mois donné, après avoir pris en compte les effets fixes entreprises. Les écarts-types reportés entre parenthèses sont robustes et ajustés d'effets de clusters entreprise.

Source : Cahn, Duquerry et Mullins (2017).

## Bibliographie

### Acharya (V. V.) et Steffen (S.) (2015)

« The “greatest” carry trade ever? Understanding eurozone bank risks », *Journal of Financial Economics*, vol. 115, n° 2, p. 215-236.

### Bignon (V.), Boissay (F.), Cahn (C.) et Harpedanne de Belleville (L.-M.) (2016)

« Les créances privées davantage éligibles au refinancement de l'Eurosystème – Conséquences sur l'offre de crédit aux entreprises », *Bulletin de la Banque de France*, n° 206, juillet-août, p. 19-28.

### Boissay (F.) et Gropp (R.) (2013)

« Payment defaults and interfirm liquidity provision », *Review of Finance*, vol. 17, n°6, p.1853–1894.

### Cahn (C.), Duquerroy (A.) et Mullins (W.) (2017)

« Unconventional monetary policy and bank lending relationships », *Banque de France Working Paper*, n° 659.

### Degryse (H.), De Jonghe (O.), Jakovljević (S.), Mulier (K.) et Schepens (G.) (2016)

« The impact of bank shocks on firm-level outcomes and bank risk-taking », document de travail.

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

« Tracing the impact of bank liquidity shocks : Evidence from an emerging market », *American Economic Review*, vol. 98, n°4, p. 1413-1442.

### Mésonnier (J.-S.), O'Donnell (C.) et Toutain (O.) (2017)

« The interest of being eligible », *Document de travail*, Banque de France, n° 636.

### Paravisini (D.), Rappoport (V.) et Schnabl (P.) (2015)

« Specialization in bank lending : evidence from exporting firms », *NBER Working Paper*, n° 21800.

### Van Bakkum (S.), Gabarro (M.) et Irani (R. M.) (2017)

« Does a larger menu increase appetite? Collateral eligibility and bank risk-taking », document de travail.

#### Éditeur

Banque de France

#### Directeur de la publication

Olivier GARNIER

#### Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

#### Réalisation

Direction de la Communication

Juin 2018

[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)

