



La stratégie de collatéral de politique monétaire à l'épreuve de la crise Covid-19

La politique de collatéral consiste, pour la banque centrale, à définir les conditions d'éligibilité des actifs déposés en garantie par les banques en contrepartie de ses opérations de crédit. Détenir suffisamment de collatéral éligible est donc essentiel au refinancement du secteur bancaire. Pour faire face à la crise de la Covid-19, l'Eurosystème a assoupli temporairement ses règles de collatéral pour faciliter l'accès à ses opérations de refinancement ciblées. Ces mesures seront progressivement retirées à partir de l'été 2022. En agrégé, ces dernières n'ont pas entraîné une dégradation notable de la qualité des actifs déposés à la banque centrale. L'appariement des données de portefeuilles de titres et de crédits du secteur bancaire et leur utilisation en tant que collatéral auprès de l'Eurosystème permet d'estimer que le secteur bancaire dispose, globalement, de marges de manœuvre en matière de collatéral disponible, et d'étudier les déterminants du choix de mobilisation du collatéral.

Béatrice BRUECKNER, Pauline LEZ
Direction de la mise en œuvre de la Politique monétaire

Benoît NGUYEN
Direction des Études monétaires et financières

Codes JEL
E52, E58,
G21,
O16, C58

16 000 milliards d'euros

l'encours de titres éligibles comme garantie auprès de l'Eurosystème au 1^{er} trimestre 2021, en valeur de marché

3 400 milliards d'euros

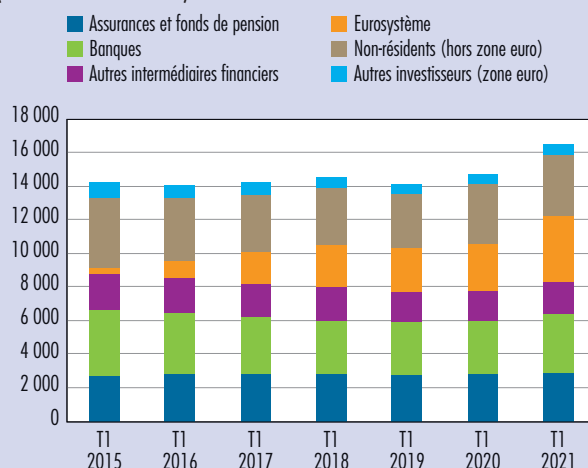
l'encours détenu par les banques commerciales de la zone euro au 1^{er} trimestre 2021, après décote

2 100 milliards d'euros

le montant emprunté par les banques auprès de l'Eurosystème, au 1^{er} trimestre 2021

Détention par secteur investisseur institutionnel des titres éligibles auprès de l'Eurosystème

(en milliards d'euros)



Note : Montants en valeurs de marché. Les détenctions de l'Eurosystème sont dérivées des données publiques de la Banque centrale européenne (BCE).

Sources : BCE, auteurs.



1 Les banques détiennent environ 20 % des titres éligibles auprès de l'Eurosystème

Quel est l'univers de collatéral éligible ?

Pour participer aux opérations de refinancement de l'Eurosystème, les banques de la zone euro doivent déposer en garantie du collatéral, sous la forme de titres – notamment des obligations souveraines¹, des obligations bancaires et d'entreprises, des obligations sécurisées – ou de créances privées, c'est-à-dire des prêts aux ménages et aux entreprises. L'Eurosystème définit des critères d'éligibilité, relatifs aux émetteurs, classes d'actifs et risque de crédit (Bindseil, Corsi, Sahel et Visser, 2017).

L'univers des titres éligibles aux opérations de refinancement de l'Eurosystème représente environ 16 000 milliards d'euros au 1^{er} trimestre 2021, contre 15 000 milliards au 4^e trimestre 2019. Cette augmentation d'environ 1 000 milliards est principalement le reflet de la hausse des émissions de dette depuis le début de la pandémie Covid-19. Cet univers est constitué de titres souverains à hauteur de 65 %, de titres émis par des entreprises et des banques à hauteur de 21 %, et d'obligations sécurisées à hauteur de 15 %. Ce montant évolue en fonction de l'encours et de la valorisation des titres, mais aussi du fait des règles d'éligibilité : des titres peuvent ainsi devenir inéligibles à la suite de dégradations de leur qualité de crédit². Les règles d'éligibilité elles-mêmes varient en fonction des décisions de l'Eurosystème : celles-ci ont par exemple été assouplies pendant la pandémie (cf. encadré 1).

Les banques de la zone euro ne détiennent qu'une fraction de cet univers éligible, ce qui pose la question de la disponibilité de ce collatéral en quantité suffisante dans les bilans bancaires, en particulier dans un contexte de crise, lorsqu'il s'agit de faire face aux chocs de liquidité et d'accéder au refinancement de la banque centrale. Ainsi, pendant la crise de la Covid-19, la demande de refinancement a fortement augmenté, l'encours de prêts à long terme ciblés (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO) passant de 627 milliards d'euros

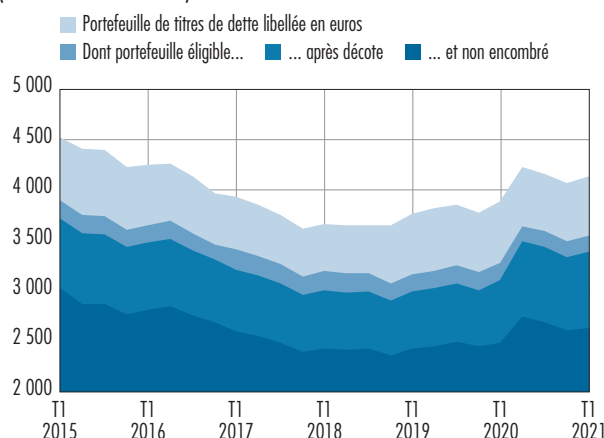
au 4^e trimestre 2019 à environ 2 100 milliards au 1^{er} trimestre 2021.

La détention de collatéral sous forme de titres par les banques de la zone euro

Cette forte augmentation du refinancement s'est-elle accompagnée d'une tension sur le collatéral ? S'agissant du collatéral sous forme de titres, les données sur la détention de titres de la zone euro (*securities holdings statistics by sectors* – SHSS) appariées à la liste des titres éligibles à l'Eurosystème (*eligible assets database* – EADB) permettent d'évaluer le portefeuille de titres éligibles détenus par les banques. Au premier trimestre 2021, le secteur bancaire de la zone euro détenait ainsi environ 3 500 milliards d'euros de titres éligibles en valeur nominale, soit la majeure partie de leur portefeuille de titres de dettes (cf. graphique 1). La dynamique de la détention de titres éligibles reflète en partie la cession de titres aux programmes d'achats de l'Eurosystème entre 2015 et 2020, les banques étant l'un des secteurs net vendeurs les plus importants (Koiijen, Koulischer, Nguyen et Yogo, 2021). Sur la période post-Covid, l'absorption par le secteur bancaire d'une partie des fortes émissions de dettes, notamment publiques, se traduit en revanche par un rebond de leur détention de titres éligibles.

G1 Détention du collatéral titres par les banques de la zone euro

(en milliards d'euros)



Source : BCE (bases de données SHS et CBD2).

1 Titres émis par le gouvernement central.

2 Le système d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (*Eurosystem credit assessment framework* – ECAF) détermine la qualité de crédit minimale acceptée pour le cadre de collatéral. Pour être éligibles, les titres doivent être notés « *investment grade* » (BBB-) par au moins une des quatre agences de notation externes acceptées (S&P, Fitch Ratings, Moody's et DBRS Morningstar). Cf. Banque centrale européenne (BCE), « *Eurosystem credit assessment framework (ECAF)* » (<https://www.ecb.europa.eu/>).



ENCADRÉ 1

L'assouplissement du dispositif de collatéral de l'Eurosystème durant la pandémie

Le cadre de collatéral est régi par deux dispositifs : le cadre permanent de politique monétaire et le cadre temporaire, qui lui-même accorde aux banques centrales nationales une marge de manœuvre pour définir des mesures supplémentaires. La règle générale est que les titres doivent disposer d'une qualité de crédit minimale déterminée par des échelons (CQS – *credit quality steps*), le seuil étant fixé à « CQS3 », qui correspond à la notation BBB– ou équivalent. Les titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* – ABS) doivent être notés par deux agences au moins CQS2 ce qui correspond à la notation A– ou équivalent.

Le 7 avril 2020, l'Eurosystème a annoncé une série de mesures d'assouplissement de son cadre de collatéral pour faire face à la pandémie¹, comme d'autres banques centrales (Buessing-Loercks, King, Mak et Veyrune, 2020) :

- Une réduction temporaire des décotes de 20 % sur l'ensemble du collatéral éligible (titres et créances privées), associée à une réduction supplémentaire permanente des décotes sur les créances privées de l'ordre de 20 %. Ces décisions ont libéré environ 76 milliards d'euros (Mds€) de collatéral le jour de leur mise en œuvre ;
- L'acceptation des obligations gouvernementales grecques en dépit de leur notation dégradée – un encours d'environ 68,5 Mds€ –, dont environ 15 Mds€ directement détenus par les banques de la zone euro ;
- La suppression temporaire du montant minimal de mobilisation des créances privées, qui a permis aux contreparties françaises de mobiliser 4,4 Mds€ de collatéral supplémentaire ;
- La fréquence du reporting des créances privées additionnelles (*additional credit claims* – ACC) a été réduite d'une périodicité mensuelle à une périodicité trimestrielle, et les critères d'acceptation des systèmes d'évaluation internes des banques ont été assouplis ;
- Le relèvement de la limite de concentration sur les titres bancaires non sécurisés de 2,5 % à 10 %, ce qui a généré jusqu'à 160 Mds€ de collatéral supplémentaire théoriquement mobilisable ;
- L'élargissement du cadre ACC, en autorisant l'acceptation des prêts aux entreprises jusqu'en CQS5, ainsi que des prêts bénéficiant d'une garantie d'État sans CQS minimum ;
- L'assouplissement de la notation minimale autorisée jusqu'en CQS5 (contre CQS3 actuellement) pour les titres déjà éligibles. Cette mesure a eu un impact limité, car elle visait à maintenir le montant de titres éligibles en cas de dégradations massives, qui ne se sont pas matérialisées.

Le 24 mars 2022, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé le retrait progressif de ces mesures d'assouplissement, qui débutera le 8 juillet 2022 et devrait arriver à son terme en mars 2024.

¹ Communiqué de presse du 7 avril 2020 (<https://www.ecb.europa.eu/press/>).
Communiqué de presse du 24 mars 2022 (<https://www.ecb.europa.eu/press/>).
BCE (2020), « Improving funding conditions for the real economy during the COVID-19 crisis: the ECB's collateral easing measures », avril (<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/>).



Pour autant, les banques ne peuvent pas emprunter un montant équivalent à celui de leurs titres éligibles détenus, et ce pour deux raisons ³ :

- La première provient du fait qu'**une décote est appliquée par l'Eurosystème** sur la valeur de marché de ces titres, pour protéger la banque centrale du défaut éventuel d'une de ses contreparties de politique monétaire. Les décotes sont fonction de la qualité de crédit d'un titre, de son émetteur, de sa maturité ainsi que de sa liquidité, telle que définie par l'Eurosystème. Depuis avril 2020, les décotes peuvent aller de 0,4 % à 53,2 % ⁴. Au 1^{er} trimestre 2021, la décote moyenne pondérée par les encours était de 4,38 % parmi le collatéral titres déposé auprès de l'Eurosystème (contre 5,8 % pour l'ensemble des titres éligibles EADB). Sur le montant de collatéral titres déposé auprès de l'Eurosystème, l'application de cette décote « consomme » environ 130 milliards d'euros de collatéral ;
- La deuxième est que l'intégralité des titres éligibles détenus par les banques n'est pas nécessairement disponible dans leur bilan : **ces titres peuvent être en partie déjà engagés dans d'autres opérations**, par exemple prêtés via des opérations de repo, déposés pour garantir des appels de marge, ou utilisés comme garanties dans la structuration d'obligations sécurisées (*covered bonds*). Ces titres sont dits « encombrés » et cet encombrement des actifs n'est pas neutre sur le coût de financement et le risque de crédit des banques (Banal-Estañol, Benito, Khametshin et Wei, 2021). D'après les données de l'Autorité bancaire européenne (ABE), environ 25 % du bilan des banques de la zone euro est encombré, avec de grandes disparités selon les pays et dans les sources d'encombrement (Berthonnaud *et al.*, 2021).

Les données de détention de titres permettent de déterminer le collatéral éligible « supplémentaire » (c'est-à-dire non mobilisé auprès de la banque centrale) détenu par le secteur bancaire. Ainsi, au premier trimestre 2021, les

banques de la zone euro disposent de 2 600 milliards d'euros de titres non encombrés ⁵, qui pourraient potentiellement être mobilisés pour couvrir un besoin de refinancement additionnel. Ce collatéral supplémentaire représente une part non négligeable de leur portefeuille éligible (3 550 milliards d'euros ⁶) et de leur portefeuille total de titres de dette (4 150 milliards d'euros), représentés dans le graphique 1. Cette estimation est calculée en utilisant le ratio d'encombrement agrégé pour le secteur bancaire de la zone euro, toutes sources d'encombrement confondues – dont le refinancement à la banque centrale ⁷ – et en faisant l'hypothèse que le portefeuille de titres éligibles est encombré dans les mêmes proportions que le reste du bilan.

2 La réponse de l'Eurosystème à la crise de la Covid-19 n'a pas entraîné de dégradation de la qualité des actifs mobilisés auprès de l'Eurosystème

Les contraintes en collatéral ont augmenté depuis 2020

Le taux d'utilisation du collatéral est un indicateur des contraintes de collatéral pour les banques contreparties aux opérations de politique monétaire. Il est mesuré par le ratio de l'encours de refinancement sur le montant de collatéral mobilisé ou disponible après décote. Une contrepartie est en insuffisance de collatéral quand son taux d'utilisation est supérieur à 100 % (c'est-à-dire que la valeur de son collatéral après décote est inférieure à son encours de crédit auprès de la banque centrale). Le graphique 2 *infra* montre la distribution de différentes contraintes de collatéral en zone euro par secteur bancaire national de la zone euro. Le diagramme *a* montre l'évolution du taux d'utilisation du collatéral titres lorsque l'on compare l'encours de refinancement et le collatéral titres déjà déposé auprès de l'Eurosystème. La médiane dépasse les 100 % en 2020, ce qui signifie que **pour la moitié des secteurs bancaires nationaux, le collatéral titres mobilisé à lui seul n'était pas suffisant pour couvrir le refinancement**.

3 L'Eurosystème établit également pour chaque contrepartie une règle de limite de concentration sur les obligations bancaires non sécurisées qui peuvent être mobilisées dans la limite de 10 % du panier de collatéral total déposé.

4 En incluant les titres de la catégorie CQS5. Cf. « Décision n° 2020-03 du 18 mai 2020 modifiant la décision n° 2020-02 du 20 avril 2020 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de la Banque de France et l'éligibilité des garanties » (<https://publications.banque-france.fr/>).

5 En valeur de marché après décote.

6 En valeur de marché avant décote.

7 Consultable publiquement dans la base de données CBD2, accessible dans le *Statistical Data Warehouse* de l'Eurosystème.



Le diagramme *b* présente le rapport entre le refinancement et le collatéral titres éligible non encombré détenu. Ce graphique donne une indication sur la marge de manœuvre des banques en matière de collatéral titres détenu mais non mobilisé, et montre que **dans un quart des pays de la zone euro, le collatéral titres disponible n'était pas à lui seul suffisant pour couvrir le refinancement à la fin du premier trimestre 2021**.

Pour assurer une collatéralisation suffisante, les banques déposent également du collatéral non négociable, c'est-à-dire des créances privées, en complément du collatéral titres. Le diagramme *c* donne le taux d'utilisation courant, calculé cette fois comme le refinancement divisé par le collatéral total déposé, tous types d'actifs confondus. Au total, **le taux d'utilisation médian atteint 80% au premier trimestre 2021, contre 60% un an auparavant, reflétant l'augmentation des encours de refinancement plus que proportionnelle à la hausse du collatéral mobilisé depuis mars 2020**. En effet, entre le premier trimestre de 2020 et le premier trimestre de 2021, l'encours de refinancement a augmenté de 177% (passant de 658 à 1 822 milliards d'euros) tandis que le collatéral total a augmenté de 62% (passant de 1 636 à 2 656 milliards d'euros).

Pour contrebalancer ces tendances et éviter une pénurie du collatéral, l'Eurosystème a introduit une série de mesures d'assouplissement dès avril 2020, qui sont détaillées dans l'encadré 1. **L'ensemble des mesures Covid-19 a permis de dégager au total 340,4 milliards d'euros de collatéral supplémentaire pour les banques de la zone euro, dont 256,2 ont été mobilisés par des contreparties au premier trimestre de 2021**.

Le choix de mobiliser un titre dépend de sa liquidité et non de sa qualité de crédit

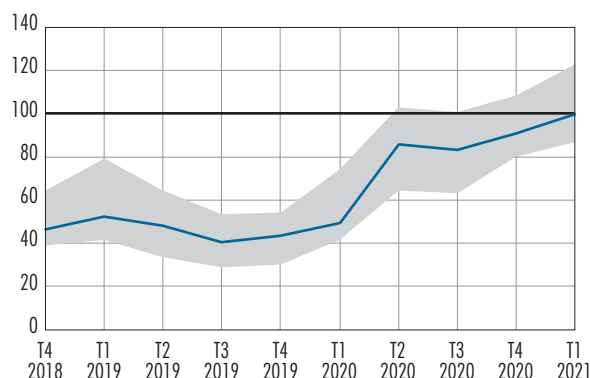
La littérature académique est partagée quant à l'impact du dispositif de collatéral sur la transmission de la politique monétaire et sur la stabilité financière, notamment pendant la crise des dettes souveraines des années 2010.

- À cet égard, une partie de la littérature se montre critique et évoque le risque d'un arbitrage (*carry trade*) (Acharya et Steffen, 2015 ; Fecht, Nyborg, Rocholl et Woschitz, 2016) qui inciterait les banques

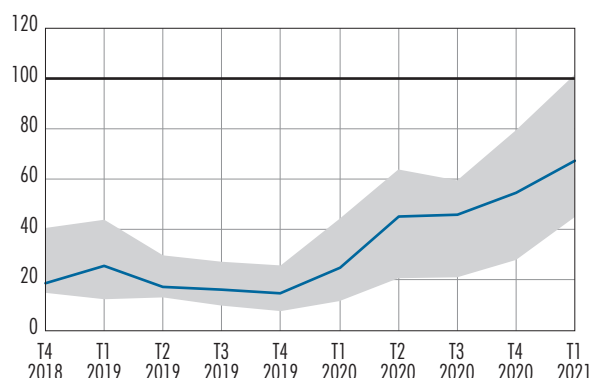
G2 Distribution des contraintes de collatéral

(en %)

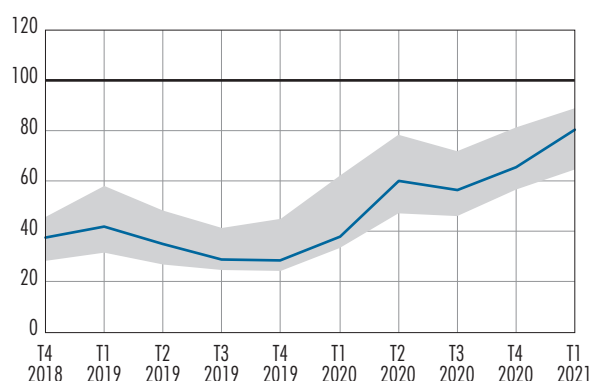
a) Ratio refinancement / collatéral titres déposé



b) Ratio refinancement / collatéral titres éligible détenu non encombré



c) Ratio refinancement / collatéral titres et créances privées déposés



Champ : Secteurs bancaires de chaque juridiction de la zone euro.
Notes : La bande représente les 25^e et 75^e percentiles. La courbe représente la médiane. La ligne noire représente le rapport entre l'encours de crédit des banques auprès de l'Eurosystème et la valeur du collatéral après décote.

Les données d'encombrement sont obtenues de 130 groupes bancaires représentatifs déclarant dans la collecte SHSG (*securities holdings statistics group*). Le ratio moyen pour chaque secteur bancaire national est calculé sur la base de la nationalité de la tête de groupe.

Source : BCE (bases de données SHSS, SHSG et CBD2).



à refinancer des titres risqués à la banque centrale. Dans ce cas de figure, le prêteur en dernier ressort pourrait devenir une source d'instabilité financière, les banques les plus fragiles empruntant contre du collatéral plus risqué pour bénéficier de ce rendement plus élevé (Drechsler, Drechsel, Marques-Ibanez et Schnabl, 2016);

- À l'inverse, le dispositif de collatéral peut jouer un rôle stabilisateur en cas de crise – notamment en continuant d'accepter les dettes publiques (Orphanides, 2017; Lengwiler et Orphanides, 2021) – et participe à la transmission de la politique monétaire (Mésonnier, O'Donnell et Toutain, 2021). L'existence de contraintes en collatéral est de nature à limiter la transmission des mesures d'octroi massif de refinancement banque centrale du type des TLTRO, destinées à éviter la contraction du crédit en période de crise (Andrade, Cahn, Fraisse et Mésonnier, 2019).

Pour contribuer à ce débat, les auteurs du présent *Bulletin* comparent la qualité de crédit du collatéral

éligible détenu à celle du collatéral déposé auprès de l'Eurosystème. La qualité du crédit est évaluée par la note de crédit retenue par l'Eurosystème, celle-ci étant la meilleure note des agences reconnues par l'Eurosystème pour les titres hors titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* – ABS –, pour lesquels est retenue la deuxième meilleure note).

Le graphique 3 montre qu'en général les banques⁸ déposent des titres de qualité relativement similaire à celle des titres qu'elles détiennent (cf. diagramme a). Il n'existe pas, sur la période étudiée, de biais systématique qui soutiendrait l'idée que les banques déposent leur plus mauvais collatéral, en matière de notation de crédit. La série temporelle (cf. diagramme b) ne manifeste pas non plus de dégradation après avril 2020, ce qui suggère que l'assouplissement du cadre de collatéral ne s'est pas accompagné d'une modification du comportement de mobilisation des banques : à l'échelle des secteurs bancaires nationaux, le collatéral déposé auprès de l'Eurosystème est en moyenne de relativement meilleure qualité que le collatéral éligible détenu.

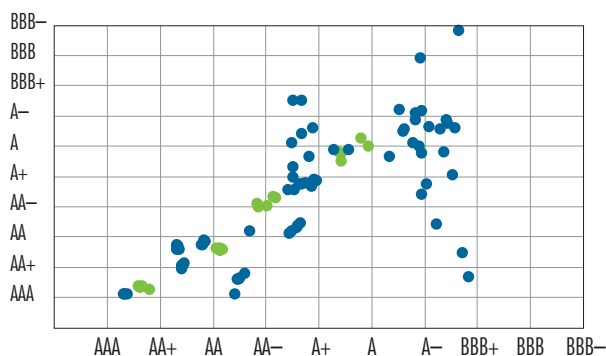
G3 Comparaison de la qualité de crédit du collatéral sous forme de titres déposé et détenu

(en note de crédit)

a) Comparaison par secteur bancaire national

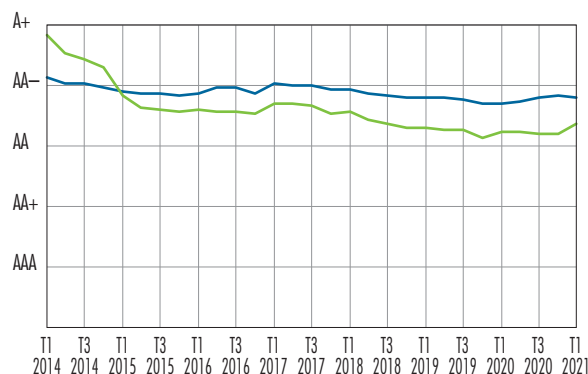
(en abscisses : collatéral sous forme de titres éligible détenu ; en ordonnées : collatéral sous forme de titres mobilisé)

- Pré-mars 2020
- Post-mars 2020



b) Série temporelle, en moyenne pondérée pour la zone euro

- Collatéral sous forme de titres éligible détenu
- Collatéral sous forme de titres mobilisé



Notes : Dans le panel du a), chaque point correspond à un secteur bancaire national à un trimestre donné (3^e trimestre 2013-1^{er} trimestre 2021), les points verts correspondent aux observations à partir du 1^{er} trimestre 2020.

Les points verts restent sur la diagonale indiquant que le collatéral mobilisé par les banques est de même qualité de crédit que le collatéral détenu.

Dans le panel du b), la série temporelle correspond à la moyenne pondérée par les encours pour l'ensemble des secteurs bancaires de la zone euro. Une baisse de la courbe correspond à une amélioration de la qualité de crédit.

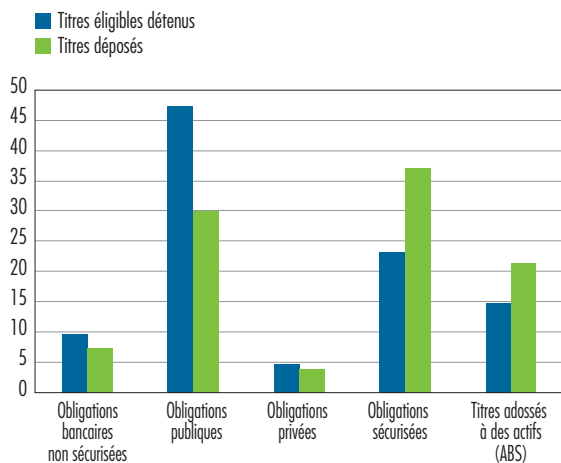
Source : BCE et Eurosystème (bases de données SHSS et EADB).

⁸ Entendues ici comme les secteurs bancaires nationaux tels que déclarés dans la base SHSS (*securities holdings statistics by sectors* de la Banque centrale européenne).



G4 Comparaison de la composition du portefeuille de collatéral sous forme de titres éligible détenu avec le collatéral déposé

(en %, données du 1^{er} trimestre 2021)



Note : ABS, *asset-backed securities*.

Source : BCE et Eurosystem (bases de données SHSS et EADB).

Le graphique 4 en donne un élément d'explication : dans le choix de mobilisation, les banques tendent à surpondérer les ABS et les obligations sécurisées (*covered bonds*), de bonne qualité, mais relativement peu liquides, voire non éligibles en tant que *high quality liquid asset* (HQLA), ceci pour conserver le collatéral HQLA le plus précieux pour respecter les ratios de liquidité imposés aux banques dans le cadre de leur supervision (Grandia, Hänling, Russo et Åberg, 2019). À noter que ces titres sont pour partie autodétenus, c'est-à-dire émis, garantis et détenus par une même banque, et mobilisés par l'établissement en tant que garantie des opérations de crédit de l'Eurosystem. Les banques choisissent en revanche de sous-pondérer les titres publics dans leurs actifs mobilisés. Autrement dit, elles font en partie une transformation de liquidité lorsqu'elles déposent du collatéral à la banque centrale, en déposant des actifs moins liquides en échange de réserves parfaitement liquides, mais ne font pas spécialement de transformation de risque de crédit.

Un exercice économétrique décrit dans l'encadré 2 et en annexe confirme que les banques tendent à déposer davantage leurs titres les moins liquides, c'est-à-dire ceux qui ont moins de valeur au titre des ratios de liquidité (*high-quality liquid assets* – HQLA), mais pas au détriment de leur qualité de crédit. Cela suggère

que les banques mettent en œuvre une stratégie de collatéralisation (ou mise en garantie) qui tient compte non seulement des autres usages du collatéral en dehors de la banque centrale, mais qui vise à éviter des décotes trop importantes. Le biais national reste important dans la mobilisation du collatéral, ce qui s'explique pour partie par la mobilisation des titres autodétenus⁹.

ENCADRÉ 2

Les déterminants du choix de mobilisation du collatéral titres

Les données SHSS (*securities holdings statistics by sectors*) et de mobilisation auprès de l'Eurosystem permettent de modéliser les déterminants du choix de mobilisation du collatéral titres en tant que collatéral, en prenant comme variables explicatives la qualité de crédit, le niveau de décote, la classe de liquidité, le pays de la contrepartie et le type de titre (souverain, obligation d'entreprise, *asset-backed securities* – ABS –, obligations sécurisées ou *covered bonds*)¹.

Il en ressort que la probabilité de mobiliser un titre dépend négativement du risque de crédit, du niveau de la décote appliquée par l'Eurosystem et de l'émission par une entité du secteur public. Ainsi, un titre souverain a moins de chances d'être mobilisé. Le biais national joue positivement : un titre émis par une entité du pays de la banque a davantage de chances d'être mobilisé. En comparant les classes d'actifs, on constate que les obligations – en particulier les obligations souveraines – et les obligations sécurisées ont moins de chance d'être mobilisées que les ABS.

Enfin, la liquidité des titres semble jouer un rôle prépondérant dans le choix de mobilisation. En utilisant les classes de liquidité telles que les définit l'Eurosystem, les titres les moins liquides sont davantage susceptibles d'être mobilisés, et en particulier les ABS. En utilisant la définition prudentielle de la liquidité, les titres qui bénéficient de la meilleure catégorie HQLA (*high-quality liquid assets* de niveau 1) sont moins déposés à la banque centrale, car ils comptent davantage dans les ratios de liquidité².

¹ Pour les résultats économétriques, cf. annexe.

² *Liquidity coverage ratio* (LCR), ratio de liquidité à 30 jours appliqué aux banques depuis 2015.

⁹ Par construction, le pays de l'émetteur et celui de la banque sont identiques.



L'augmentation de la mobilisation des créances privées ne s'est pas accompagnée d'une dégradation de leur qualité de crédit

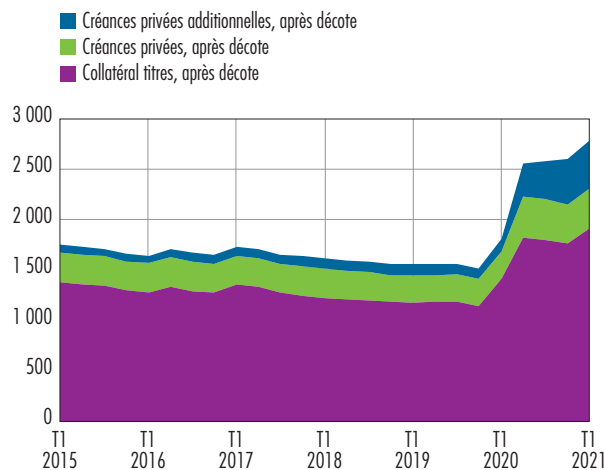
En complément du collatéral titres, une partie du collatéral est amenée sous forme de créances privées. Dans le cadre permanent de politique monétaire, les créances privées en euros aux sociétés non financières et aux entités du secteur public (hors sociétés financières publiques), aux banques multilatérales de développement et aux organisations internationales sont éligibles en tant que collatéral¹⁰. Ces créances doivent disposer d'une qualité de crédit correspondant à une probabilité de défaut à un an maximale de 0,4%. Depuis 2011, les banques centrales nationales peuvent également accepter temporairement des créances privées additionnelles de qualité de crédit moindre (*additional credit claims* – ACC)¹¹. Dans ce cadre temporaire, les prêts aux entreprises non financières ayant une probabilité de défaut à un an allant jusqu'à 1,5% peuvent être acceptés, ainsi que des prêts immobiliers et des prêts à la consommation. Durant la pandémie, la plupart des banques centrales nationales de la zone euro ont créé ou étendu leur dispositif ACC et une majorité d'entre elles a accepté les prêts bénéficiant d'une garantie d'État, sans limite de probabilité de défaut du débiteur¹².

Le graphique 5 compare les montants déposés sous forme de créances privées ou de titres. Le besoin additionnel de collatéral a été en grande partie couvert par du collatéral titres (+ 59% entre décembre 2019 et juin 2020) et par des ACC (+ 196% sur la même période), notamment sous forme de prêts garantis par les États.

Déterminer si la qualité de crédit des créances privées déposées est conforme ou non à celle des créances privées détenues au bilan des banques est moins aisé que pour le collatéral titres, du fait de l'absence de données granulaires exhaustives comme pour le collatéral

G5 Composition du collatéral déposé auprès de l'Eurosystème : collatéral titres et créances privées

(en milliards d'euros)



Sources : BCE, Banque de France.

titres. Néanmoins, la base de données AnaCredit de l'Eurosystème – qui regroupe les registres de crédit des pays de la zone euro – permet d'étendre l'analyse aux créances des entreprises non financières¹³.

En prenant comme mesure du risque de crédit la probabilité de défaut à un an du débiteur, pour chaque crédit, on peut calculer pour chaque banque déclarant des créances mobilisées auprès de l'Eurosystème dans la base AnaCredit la moyenne pondérée de cette probabilité de défaut pour trois populations de prêts : i) le total ; ii) les prêts non encombrés ; et iii) les prêts déclarés encombrés à la banque centrale. Cette mesure est toutefois imparfaite, du fait des garanties attachées à certains crédits.

Au niveau agrégé, l'analyse confirme que les banques ne mobilisent pas prioritairement les crédits éligibles les plus risqués auprès de l'Eurosystème. Le graphique 6 *infra* présente la médiane de ces mesures pour l'ensemble de la zone euro.

10 Cf. BCE (2020), « Que sont les dispositifs relatifs aux créances privées supplémentaires (*additional credit claims*, ACC) ? » (<https://www.ecb.europa.eu/>)

11 Avant la pandémie, huit banques centrales avaient mis en place un cadre ACC (dans les pays suivants : Autriche, Chypre, Espagne, France, Grèce, Irlande, Italie et Portugal). Ces cadres ACC sont propres à chaque juridiction et les critères d'éligibilité correspondants peuvent varier dans la zone euro. (<https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/>)

12 Selon les juridictions, la garantie d'État varie entre 70% et 90% du montant du prêt (Anderson, Papadia et Véron, 2020).

13 La base AnaCredit enregistre pour l'ensemble des banques de la zone euro leur portefeuille de crédits accordés aux entités juridiques dotées de personnalité morale ; elle ne couvre pas les crédits aux particuliers.

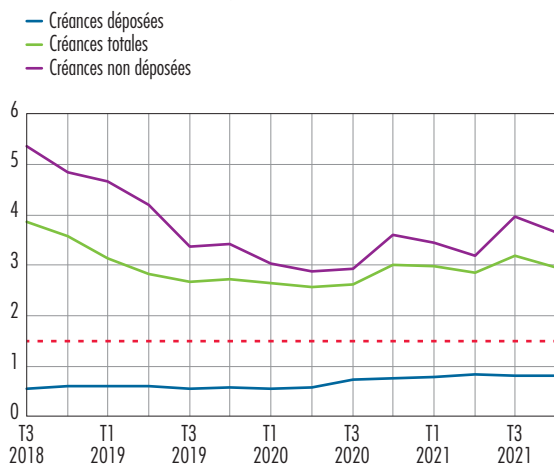


- La médiane des créances privées déposées à l'Eurosystème, proche du seuil des 0,4% de probabilité de défaut avant la pandémie, a augmenté mais reste nettement au-dessous du seuil maximal de probabilité de défaut de 1,5%. Autrement dit, la création ou l'extension des dispositifs ACC ne se sont pas traduites par la mobilisation exclusive des prêts les plus risqués ;
- L'augmentation de la probabilité de défaut des créances privées mobilisées depuis la crise Covid évolue de concert avec celle des prêts totaux et des prêts non encombrés ;
- Enfin, l'augmentation de la probabilité de défaut reflète également la mobilisation des prêts bénéficiant de garanties publiques durant la pandémie, acceptés sans limite de probabilité de défaut.

En conclusion, l'exploitation des données de portefeuille de titres des banques est porteuse d'enseignements pour la conduite opérationnelle de la politique monétaire de l'Eurosystème. La disponibilité du collatéral titres dans les portefeuilles des contreparties de politique monétaire a quelque peu diminué au cours des dernières années, notamment depuis la mise en place des programmes d'achats de l'Eurosystème. Néanmoins, au 1^{er} trimestre 2021, le secteur bancaire agrégé de la zone euro détient 3 400 milliards d'euros de titres éligibles, après décote, dont on estime qu'environ 2 600 sont non encombrés (ou disponibles), contre environ 1 900 déposés à la banque centrale. Ce collatéral supplémentaire est réparti de manière très hétérogène au sein des pays de la zone euro et parmi les banques, certaines dépendant principalement du collatéral non négociable (les créances privées) pour couvrir leur besoin de refinancement auprès de la banque centrale.

G6 Comparaison de la probabilité de défaut du portefeuille de crédit des banques et des créances privées déposées auprès de l'Eurosystème

(données trimestrielles, en %)



Champ : Échantillon de prêts hors crédits aux particuliers, hors lignes de crédit et crédits sur carte bancaire pour les banques de la zone euro rapportant une mobilisation de prêts auprès de la banque centrale.

Note : La probabilité de défaut est obtenue en calculant la moyenne pondérée de la probabilité de défaut des débiteurs, par les encours de prêts. La ligne rouge pointillée représente la probabilité de défaut maximale de 1,5% dans le cadre des créances privées additionnelles (hors prêts bénéficiant de garanties publiques).

Source : Eurosystème, base AnaCredit.

La qualité de crédit d'un titre n'est pas le principal critère déterminant dans le choix de mobilisation, contrairement à sa liquidité, comme le montre ce *Bulletin*. Ainsi, les contreparties de politique monétaire déposent auprès de la banque centrale du collatéral d'une qualité de crédit relativement similaire à celle qu'elles détiennent. En revanche, elles ont tendance à déposer davantage d'actifs peu ou pas liquides (ABS et créances privées) et moins d'actifs très liquides (notamment les titres HQLA). Ces comportements pourraient être liés aux contraintes prudentielles relatives aux ratios de liquidité, qui créent un besoin accru en actifs liquides.

Pendant la crise de la Covid-19, la hausse massive du refinancement a nécessité une mobilisation accrue du collatéral. Ainsi, des mesures d'assouplissement ont été introduites en avril 2020 pour éviter une pénurie de collatéral et continuer à assurer l'accès des banques au refinancement de l'Eurosystème. Les contreparties ont notamment mobilisé du collatéral titres et des créances privées pour couvrir leurs besoins accrus de refinancement. Cependant la hausse du collatéral disponible a été moins que proportionnelle à celle du refinancement, renforçant les contraintes de collatéral des banques.



À moyen terme, plusieurs facteurs vont affecter la mobilisation du collatéral des contreparties de politique monétaire : i) le retrait progressif des mesures d'assouplissement du collatéral prises au printemps 2020 réduira, toutes choses égales par ailleurs, le collatéral mobilisable par les banques ; ii) l'arrivée à échéance de

l'opération de refinancement TLTRO III.4 en juin 2023 puis des opérations suivantes réduira mécaniquement l'encours de refinancement ; iii) l'arrêt du dispositif ACC¹⁴ programmé d'ici mars 2024 va restreindre la possibilité de mobiliser les créances privées.

¹⁴ Cf. BCE (2020), art. cit. (<https://www.ecb.europa.eu/>)



Bibliographie

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

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

Anderson (J.), Papadia (F.) et Véron (N.) (2020)

« Government-guaranteed bank lending: beyond the headline numbers », *Bruegel Blog*, juillet.

Andrade (P.), Cahn (C.), Fraisse (H.) et Mésonnier (J.-S.) (2019)

« Can the provision of long-term liquidity help to avoid a credit crunch? Evidence from the Eurosystem’s LTRO », *Journal of the European Economic Association*, vol. 17, n° 4, p. 1070-1106.

Banal-Estañol (A.), Benito (E.), Khametshin (D.) et Wei (J.) (2021)

« Asset encumbrance and bank risk: theory and first evidence from public disclosures in Europe », *Banco de España Working Paper*, n° 2131.

Banque centrale européenne (2020)

« Que sont les dispositifs relatifs aux créances privées supplémentaires (*additional credit claims*, ACC)? », mai. [Consulter le document](#)

Berthonnaud (P.) *et al.* (2021)

« Asset encumbrance in euro area banks: analysing trends, drivers and prediction properties for individual bank crises », *Occasional Paper Series*, n° 261, Banque centrale européenne, août.

Bindseil (U.), Corsi (M.), Sahel (B.) et Visser (A.) (2017)

« The Eurosystem collateral framework explained », *Occasional Paper Series*, n° 189, mai.

Buessing-Loercks (M.), King (D.), Mak (I.) et Veyrune (R.) (2020)

« Expanding the central bank’s collateral framework in times of stress », *Special Series on COVID-19*, Fonds monétaire international, juillet.

Drechsler (I.), Drechsel (T.), Marques-Ibanez (D.) et Schnabl (P.) (2016)

« Who borrows from the lender of last resort? », *The Journal of Finance*, vol. 71, n° 5, mai, p. 1933-1974.

Fecht (F.), Nyborg (K.), Rocholl (J.) et Woschitz (J.) (2016)

« Collateral, central bank repos, and systemic arbitrage », *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, n° 16-66, Swiss Finance Institute (SFI).

Grandia (R.), Hänling (P.), Russo (M. L.) et Åberg (P.) (2019)

« Availability of high-quality liquid assets and monetary policy operations: an analysis for the euro area », *Occasional Paper Series*, n° 218, Banque centrale européenne, février.

Koijen (R.), Koulischer (F.), Nguyen (B.) et Yogo (M.) (2021)

« Inspecting the mechanism of quantitative easing in the Euro area », *Journal of Financial Economics*, vol. 140, n° 1, p. 1-20.

Lengwiler (Y.) et Orphanides (A.) (2021)

« Collateral framework: liquidity premia and multiple equilibria », *IMFS Working Paper Series*, n° 157, Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS – centre de sciences économiques et juridiques de l’université de Francfort).

Mésonnier (J.-S.), O’Donnell (C.) et Toutain (O.) (2021)

« The interest of being eligible », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 54, n° 2-3, p. 425-458.

Orphanides (A.) (2017)

« ECB monetary policy and euro area governance: collateral eligibility criteria for sovereign debt », dans E. Gnan et D. Masciandaro (éd.), *New Challenges in Central Banking: Monetary Policy Governance and Macroeconomic Issues*, SUERF Conference Proceedings, p. 13-28.



Annexe

Les déterminants du choix de mobilisation des collatéraux : exercice quantitatif

Cet exercice formalise les déterminants du choix de mobilisation du collatéral titres. Nous utilisons les données de détention SHSS et observons pour chaque titre sa détention et sa mobilisation auprès de l'Eurosystème par chaque secteur bancaire dans chaque juridiction, sur la période courant du 4^e trimestre 2013 au 1^{er} trimestre 2021, à fréquence trimestrielle.

Nous estimons le modèle Logit suivant :

$$I_{s,i,t} \text{ pledged} = \alpha_{it} + \beta \chi X_{i,t} + \gamma_{s,t} + \epsilon_{s,i,t}$$

La variable de gauche est une indicatrice qui prend la valeur 1 lorsque le titre i est mobilisé par le secteur bancaire S au trimestre t , $X_{i,t}$ un vecteur de caractéristiques du titre (son rating, sa décote, sa catégorie, etc.) et $\gamma_{s,t}$ un effet fixe capturant les comportements de mobilisation spécifiques à chaque secteur bancaire à chaque date.

Estimation d'un modèle Logit

Variable dépendante	Indicatrice : Mobilisation				
	Modèle	(1)	(2)	(3)	(4)
Variables					
Note de crédit (1 = AAA)		- 0,0570*** (0,0044)	- 0,0187*** (0,0052)	- 0,0148*** (0,0044)	0,0623*** (0,0055)
Décote BCE (en %)		- 0,0294*** (0,0015)	- 0,0340*** (0,0016)	- 0,0360*** (0,0019)	- 0,0304*** (0,0018)
Indicatrice : titre public		- 0,4073*** (0,0261)	- 0,2080*** (0,0326)		
Indicatrice : Biais domestique		0,8276*** (0,0315)	0,8105*** (0,0330)	0,7876*** (0,0329)	0,7919*** (0,0318)
Type de titre : Obligation			- 1,315*** (0,0377)		
Type de titre : Obligation sécurisée			- 1,187*** (0,0527)		
Type de titre : Tbill/MTN/CP/CD			- 1,159*** (0,0421)		
Classe de liquidité : L1B				0,6159*** (0,0396)	
Classe de liquidité : L1C				0,4825*** (0,0361)	
Classe de liquidité : L1D				0,5061*** (0,0542)	
Classe de liquidité : L1E				1,698*** (0,0570)	
Indicatrice : HQLA Niveau 1					- 0,3198*** (0,0223)
Effets fixes :					
Secteur bancaire – trimestre		Oui	Oui	Oui	Oui
Pays émetteur – trimestre		Oui	Oui	Oui	Oui
Statistiques :					
Observations		1 080 187	1 080 187	1 080 187	685 683
Pseudo-R ²		0,11349	0,12117	0,12315	0,11496

Notes : Écarts-types entre parenthèses.

Niveau de significativité : *** valeur-p ≤ 0,01 ; ** 0,01 < valeur-p ≤ 0,05 ; * 0,05 < valeur-p ≤ 0,1.

R² mesure le pouvoir explicatif du modèle. Compris entre 0 et 1, il croît avec la qualité de l'ajustement. Le R² ajusté permet de comparer des modèles n'ayant pas le même nombre de variables explicatives et/ou d'observations.

Source : Banque de France.



Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Alexandre Capony

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

