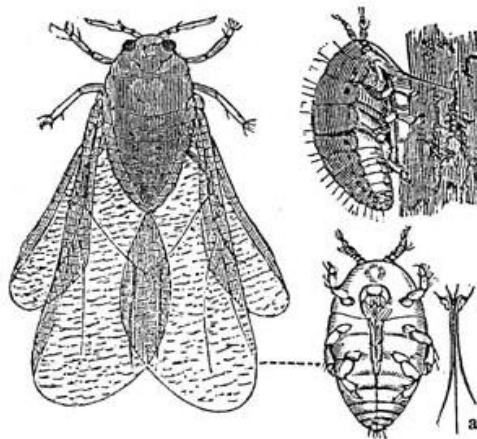


# Crises économiques et prêt en dernier ressort

By [V.Bignon](#) and [C. Jobst](#)

*L'histoire économique et le vin peuvent contribuer à la compréhension de problèmes économiques actuels. Pour en témoigner, ce billet explique comment la crise du vin causée par le phylloxera à la fin du XIXe siècle permet d'identifier l'impact des opérations de prêt en dernier ressort des banques centrales sur le défaut des entreprises pendant une crise. La répartition des succursales de la Banque de France sur le territoire a engendré un accès plus ou moins difficile à la fenêtre d'escompte. Les départements ayant bénéficié d'un accès plus aisé au refinancement ont fait face à une augmentation plus contenue des taux de défaut quand la crise du phylloxera a frappé.*

*Phylloxera, l'insecte presque microscopique qui a détruit les vignobles français*



Source : <https://fr.wikipedia.org/wiki/Phylloxera>

## Qui devrait avoir accès au refinancement de la BC et avec quels actifs déposés en garantie?

Deux rapports et de la Banque des Règlements Internationaux de [2013](#) et [2015](#) montrent des réponses contrastées entre banques centrales. Certaines, comme l'Eurosystème, garantissent l'accès à presque toutes les institutions financières et accepte un panier large d'actifs en garantie obligations ; par exemple des obligations d'entreprises non financières ou des prêts à l'économie. D'autres limitent habituellement leurs opérations à un nombre réduit de contreparties et aux actifs les plus liquides, tels que les bons du Trésor ou les obligations d'État. En temps normal, ces différences importent peu. Cependant, quand la banque centrale est le prêteur en dernier ressort, ces détails sont déterminants.

Dans [un nouvel article](#), nous montrons que le cadre opérationnel de la banque centrale est crucial en temps de crise. Dans un tel contexte, avoir accès au prêt en dernier ressort et posséder les collatéraux exigibles déterminent la survie de nombreuses institutions.

## L'apport de l'histoire pour montrer la causalité

Nous évaluons l'augmentation du taux de défaut causée par une règle d'éligibilité à la BC trop restrictive grâce à une étude historique. L'histoire permet de dissocier les effets sur l'économie des règles d'éligibilité à la BC des autres outils de politique économique concomitamment mobilisés pour lutter contre les crises comme les variations de taux d'intérêt ou une augmentation contra-cyclique de déficit

budgétaire. L'histoire fournit le laboratoire permettant de contourner les difficultés des études sur données actuelles qui définissent mal le contrefactuel. En effet, pour établir la causalité de l'éligibilité sur la stabilisation de l'économie, il faut comparer deux groupes de banques identiques, dont l'un est éligible au refinancement et l'autre non. Or aujourd'hui, l'éligibilité des individus ou des collatéraux est toujours défini en fonction de critères financiers ou économiques, de sorte que les contreparties (et les actifs) non éligibles diffèrent, par définition, des contreparties éligibles au regard de nombreuses caractéristiques économiques ou financières. Ces différences empêchent d'inférer des conclusions sur l'éligibilité d'une comparaison de groupes structurellement différents. .

### **L'impact économique du phylloxera en France au 19<sup>ème</sup> siècle**

Pour établir l'effet causal de l'éligibilité, cette étude convoque une expérience quasi-naturelle: la crise du vin qui a éclaté en France avec l'arrivée du phylloxera en 1863. Inoffensif dans son écologie originelle, cet insecte minuscule a détruit les pieds de vigne quand il s'accrochait à l'un de ceux cultivés en France à l'époque. Il lui suçait en effet la sève, et l'asséchait jusqu'à causer sa mort, détruisant ainsi 40% du vignobles français. Les revenus des viticulteurs ont dès lors beaucoup chuté, passant de 6,4% du PIB en 1862 à 2,75% en 1890. Le choc sur les revenus a été si important qu'il a augmenté à la fois [les taux de criminalité](#) et [les taux de défaut des entreprises non agricoles](#).

Confrontées à cette maladie inédite et inconnue, les autorités fiscales n'ont pas réagi, tandis que la loi interdisait à la Banque de France de refinancer les créances des agriculteurs. Cette perte de revenus ne pouvant être lissée, le choc s'est transmis aux autres secteurs. D'un point de vue scientifique, ceci permet d'exclure l'argument selon lequel la crise est causée par une prise de risque excessive induite par la certitude de l'accès au refinancement de la banque centrale, les agents économiques pariant sur le fait que la banque centrale paierait les pots cassés.

Le refinancement de la banque centrale a en revanche réduit l'importance de la contagion grâce à son réseau de succursale qui était à l'époque une mesure de l'importance de la règle d'éligibilité. En effet, au 19<sup>ème</sup> siècle, la Banque de France mettait en œuvre sa politique monétaire en achetant des dettes à court terme. Dans la langue de l'époque, on parlait d'escompte des effets de commerce ou des lettres de change. Ce contrat de dette forçait la Banque de France à collecter les paiements à maturité et donc à opérer un réseau de succursales pour y employer les garçons de caisse employés au recouvrement des créances.

### **La densité de succursales mesure la facilité d'accès à la fenêtre d'escompte de la BdF**

Le choix d'implantation des succursales a été le produit de l'histoire de la Banque et de sa relation avec le parlement et les autres banques. Il en découle que la densité de succursales a varié substantiellement selon les départements, créant des différences marquées d'accès au prêt en dernier ressort au niveau départemental : les départements ayant plus de succursales disposant d'un accès plus aisé à la fenêtre d'escompte. Nous mettons en relation ces différences en matière d'accès avec la variation du taux de défaut quand la crise économique déclenchée par le phylloxera a touché chaque département. Cette estimation causale du rôle de la facilité d'accès au prêt en dernier ressort a nécessité la collecte d'une base de données administrative qui renseigne le nombre de défauts et le nombre d'entreprises non-financières dans 85 départements, ainsi que des informations locales quant aux règles d'éligibilité et aux services bancaires disponibles.

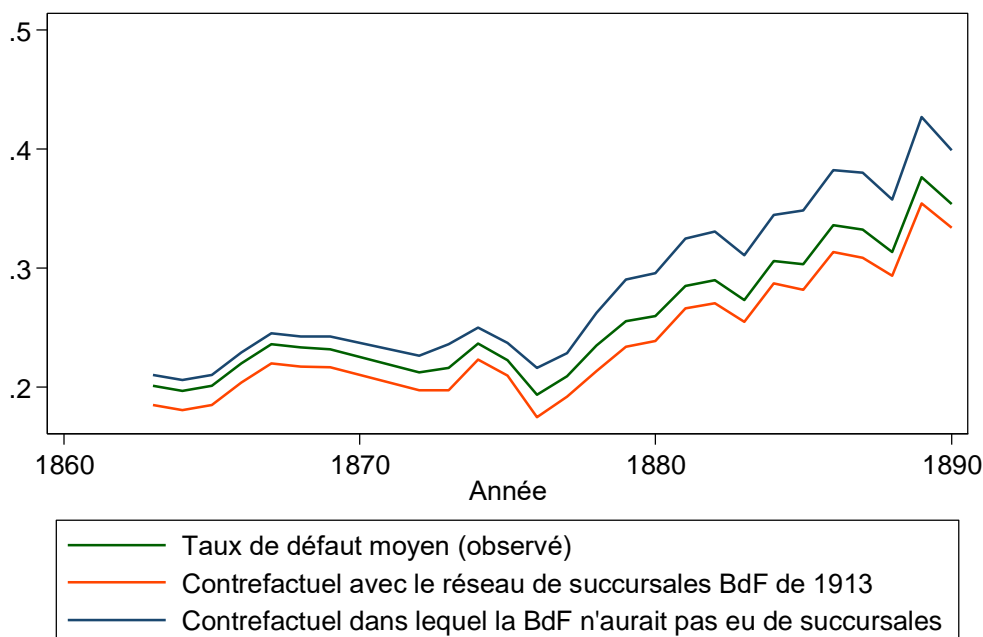
Les crises économiques locales déclenchées par le phylloxera ont les caractéristiques désirées pour tirer les leçons de l'histoire en matière d'éligibilité. L'arrivée de phylloxera est indépendante de la densité de succursales. De plus, comme la crise du phylloxera dépendait de l'importance du vin dans l'économie locale et que le phylloxera n'est pas arrivé au même moment dans tous les départements, nos

estimations minimisent le biais de variables omises. Enfin, le gouvernement n'a pris aucune mesure pour aider les viticulteurs, sauf en finançant la recherche en agronomie.

## L'accès au refinancement de la banque centrale a réduit les taux de défaut des entreprises

*Graphique : Taux de défaut observés des entreprises non agricoles et contrefactuels avec règle d'éligibilité large ou très restrictive, France, 1863-1890.*

Nos résultats montrent qu'un accès plus aisé aux prêts en dernier ressort de la banque centrale a considérablement abaissé les taux de défauts des entreprises non agricoles. Un exercice contrefactuel montre que les défaillances auraient été 10% à 15% plus élevées si la règle d'éligibilité la plus stricte avait été mise en place (ce qui revient à supposer que la Banque de France n'aurait pas eu de succursales). Cet effet de l'éligibilité est obtenu sans nécessiter l'achat de dettes douteuses ou risquées, ce qui a sûrement été favorisé par le cadre de gestion du risque de la Banque de France. Nous pouvons donc exclure que les résultats sont expliqués par un *bail-out*, c'est-à-dire, dans ce contexte, un subventionnement du secteur privé par la Banque de France.



Le graphique compare l'impact contrefactuel d'une règle d'éligibilité restreinte (ligne bleue) ou large (ligne orange) avec l'évolution observée (ligne rouge).  
Source: Bignon et Jobst (2017)

Pour résumer, lorsqu'une crise frappe l'économie, le cadre d'éligibilité des BCs devient soudainement un enjeu crucial, ce qui doit les conduire à adapter leur cadre d'éligibilité si elles ont adopté un cadre très restrictif en temps normal. Notre recherche montre qu'il faut en ce domaine être particulièrement attentif aux détails. S'il est permis de tirer des leçons de l'histoire, cette recherche souligne donc que le cadre opérationnel est une dimension importante de la politique de stabilisation des crises.