

Vue d'ensemble sur la liquidité

[...]

LA LIQUIDITÉ DANS LE « NOUVEAU » MONDE DE LA FINANCE TITRISÉE

Les changements profonds observés sur les marchés de capitaux ces dix dernières années ont modifié les contours de la notion de liquidité. Aujourd'hui, la liquidité et le crédit sont créés en grande partie en dehors du système bancaire. Parallèlement à la fourniture de liquidité par le biais de l'intermédiation bancaire classique se développe une deuxième composante qui dépend du montant des lignes de crédits que les intermédiaires financiers sont disposés à accorder à leurs contreparties. Par conséquent, la dépendance des intervenants de marché vis-à-vis de la liquidité de marché s'est accrue, une interaction étroite s'est développée entre la liquidité, la valorisation des actifs titrisés et la solvabilité, de nouveaux vecteurs de contagion sont apparus et, enfin, l'incertitude exerce une incidence sans précédent sur la liquidité de marché et de financement.

Une dépendance accrue vis-à-vis de la liquidité de marché

La titrisation renforce la liquidité tout en étant tributaire. D'une part, elle renforce la liquidité des créances sous-jacentes en les transformant en titres négociables. D'autre part, le financement d'un grand nombre d'opérateurs engagés dans le processus de titrisation dépend de façon cruciale du maintien permanent de la liquidité de marché.

Cela s'est vérifié tout particulièrement pour les conduits d'émission et les véhicules d'investissement structurés (SIV) dont la conception repose sur l'hypothèse d'une liquidité continue (ces entités tirent en effet profit, dans leur activité de transformation, des écarts de rendement entre les échéances).

Les banques elles-mêmes ont cessé d'être de simples fournisseurs de liquidité, elles en sont également devenues les utilisatrices. De toute évidence, nombre d'intervenants, dont les courtiers et les *hedge funds*, sont tributaires de la liquidité fournie par les banques. Mais les banques elles-mêmes, en particulier les banques d'investissement, dépendent en permanence des émissions de titres pour satisfaire leurs besoins de financement. La liquidité de marché exerce également une incidence à l'actif de leurs bilans dans la mesure où elles souhaitent se livrer à une gestion active de leurs portefeuilles.

Pour tous les intervenants de marché, la couverture dynamique des risques implique normalement l'achat et la cession en continu de titres à court et long termes. L'illiquidité des marchés peut donc avoir des répercussions considérables sur la solvabilité si elle empêche une gestion normale de positions risquées.

Source : Extrait de la Revue de la Stabilité financière de la Banque de France, n° 11, février 2008. Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante : www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2008/ve_0208.pdf

Intéraction entre la liquidité, la valorisation des actifs titrisés et la solvabilité

L'une des différences majeures entre « l'ancien » et le « nouveau » monde de la finance réside dans l'interaction dynamique entre la liquidité et la solvabilité au travers du processus de valorisation des actifs titrisés.

À tout moment, les prix des actifs dépendent à la fois des flux de revenus anticipés qu'ils génèrent et de la liquidité sous-jacente du marché sur lequel ils sont négociés. En temps normal, quand la liquidité est abondante, les fondamentaux sont déterminants.

Toutefois, en période de crise, le prix d'un actif reflète davantage le degré de pénurie de liquidité que les flux de revenus intrinsèques anticipés de cet actif. La liquidité globale de marché va donc déterminer le niveau du prix de chaque titre.

Avec la valorisation en valeur de marché, les modifications des prix des actifs apparaissent rapidement au bilan et ont une incidence immédiate sur la situation nette de tous les acteurs du système financier. De la sorte, en période de crise, les variations erratiques de la liquidité se traduisent immédiatement par des modifications de l'assise en fonds propres des banques et des intermédiaires financiers. Les chocs de liquidité peuvent se transformer en chocs de solvabilité, indépendamment de toute « vague de retraits massifs », la valeur de marché des actifs d'une institution baissant fortement à la suite d'un assèchement de la liquidité.

Ces modifications de l'assise en fonds propres des banques peuvent alors réduire et bloquer leur accès aux financements si elles sont perçues comme une menace pour leur solvabilité finale.

Nouveaux vecteurs de contagion

La liquidité de marché exerce une incidence sur tous les intervenants. Elle peut constituer un puissant vecteur de contagion quand ses fluctuations déclenchent des mouvements à caractère discret des prix des actifs, suivis d'une expansion — ou d'une contraction — brutale des fonds propres des institutions financières, et enfin, dans une réaction en boucle, d'une augmentation — ou d'une diminution — de leur capacité à fournir de la liquidité au marché.

Adrian et Shin ¹ montrent que cet effet de contagion est amplifié quand les institutions financières gèrent activement leurs bilans. L'effet de levier tend à être procyclique, ce qui accroît l'amplitude des chocs subis par le système financier. En outre, à l'inverse du modèle de « dominos » dans lequel la contagion financière se propage lentement par l'intermédiaire de la dépréciation des actifs, la valorisation en valeur de marché provoque une réaction immédiate des intervenants aux variations de prix et une transmission rapide des chocs aux autres intermédiaires financiers.

¹ Cf. Adrian (T.) et Shin (H.S.) (2008) : « Liquidité et contagion financière », Revue de la Stabilité financière de la Banque de France, n° 11, février

Une incidence plus forte de l'incertitude

Suivant la distinction classique établie par Knight, l'incertitude, par opposition au risque, peut être définie comme une situation où aucune distribution de probabilité ne peut être attachée à l'ensemble sous-jacent de résultats et de risques.

L'incertitude peut affecter la liquidité par deux canaux : son incidence sur l'information et son influence sur la dynamique de marché.

La liquidité dépend de l'information. Sur des marchés « parfaits » et complets, où les intervenants ont accès à toute l'information disponible à un instant donné et qui offrent une vaste gamme de titres contingents, il n'existe pas de problème de liquidité. Les actifs peuvent être négociés sur le marché à leur valeur « fondamentale » : toute institution solvable trouvera sans difficulté les financements dont elle a besoin et les risques pourront toujours être évalués et cédés aux agents les mieux à même de les supporter.

Toutefois, les marchés sont imparfaits. Il existe des asymétries d'information, les emprunteurs (émetteurs des titres) étant mieux au fait des risques que les prêteurs (acheteurs de titres).

Les intervenants de marché peuvent donc être peu enclins à effectuer des transactions sur des actifs dont les caractéristiques et le comportement dans un contexte économique changeant sont difficiles à évaluer. En période de tensions, lorsque l'incertitude augmente, la liquidité de marché peut s'assécher brutalement avec la disparition de toute activité sur le marché secondaire. « *La liquidité de marché est inversement proportionnelle au niveau de l'asymétrie d'information observée parmi les agents économiques ; comme Akerlof l'a démontré dans sa célèbre analyse du marché des voitures d'occasion, un marché peut complètement disparaître (forme la plus extrême d'illiquidité) si l'information est suffisamment asymétrique*² ».

Les banques sont bien armées pour éliminer et réduire l'asymétrie d'information grâce aux relations permanentes qu'elles entretiennent avec leurs clients et leurs emprunteurs. En revanche, l'asymétrie d'information est particulièrement répandue de nos jours sur les marchés titrisés et dans l'univers de la finance structurée.

Tout d'abord, l'innovation crée elle-même une incertitude sur la valorisation des actifs. La plus grande partie des instruments financiers structurés ne font pas réellement l'objet d'échanges sur les marchés secondaires. Ils sont construits afin de correspondre précisément aux caractéristiques et au profil de risque recherchés par les investisseurs.

Leur valorisation repose donc généralement sur une combinaison de modèles de valorisation du risque de crédit et de dérivés négociés sur des marchés peu liquides. La « valorisation en valeur de marché » se résume en fait très souvent à la « valorisation en fonction d'un modèle ». En raison de la complexité des modèles, il est plus difficile pour les investisseurs de comprendre les propriétés intrinsèques des actifs et de mesurer les variations de leur valeur en réponse aux chocs. Par ailleurs, plus le produit est récent, plus les séries chronologiques utilisées pour mesurer les corrélations historiques et quantifier les risques sont insuffisantes et plus sa valorisation est incertaine.

Ensuite, avec la « valorisation en valeur de marché », toute incertitude sur la valeur des actifs se transforme immédiatement en incertitude sur la solvabilité des institutions financières. Cela amplifie leurs problèmes de liquidité. Enfin, la liquidité dépend de la capacité et de la volonté

² Cf. Bini Smaghi (L.) (2007) : «Remarks at the Euro50-Natixis breakfast seminar», Washington DC, 21 octobre

des intervenants de marché à prendre des risques les uns vis-à-vis des autres : la solidité des bilans des agents déterminera leur crédibilité en tant que contrepartie et donc leur capacité à effectuer des transactions et à fournir de la liquidité. Mais il est extrêmement difficile d'évaluer la solvabilité d'un agent dans un contexte d'incertitude accrue quant à la valeur de son actif net.

Les problèmes d'incertitude et d'asymétrie d'information ont pu être « masqués », dans une certaine mesure, par le processus de notation. Les intervenants ont pu se fonder sur la perception erronée que les produits structurés obéissaient à des distributions de probabilités de défaut et à des sensibilités aux chocs comparables à celles de titres plus classiques. En d'autres termes, la notation a transformé l'incertitude en « risque simple ». Même si les agences de notation étaient complètement transparentes en ce qui concerne leur méthodologie, il en est toutefois résulté un profond malentendu quant à la portée et à la véritable signification des notations s'appliquant aux produits structurés, qui a peut-être été favorisé par l'utilisation d'un système de mesure identique pour les produits structurés et les titres classiques.

Au-delà de l'information, l'incertitude affecte également la dynamique de marché. Un mécanisme essentiel assurant la liquidité de marché est l'existence d'investisseurs informés prêts à prendre des risques en achetant (ou en vendant) des actifs qu'ils trouvent sous-évalués (ou surévalués), ce qui permet d'éviter que le déséquilibre induit par un marché « à sens unique » ne donne lieu à une spirale de volatilité excessive et de faible liquidité. Toutefois, ce mécanisme repose sur la capacité des investisseurs à valoriser les actifs avec suffisamment de confiance et de certitude. Si l'incertitude relative à la valorisation est trop élevée, les investisseurs resteront dans l'expectative, alimentant ainsi le tarissement de la liquidité au cours d'un processus cumulé de contraction du marché et de destruction de valeur. L'incertitude risque ainsi d'empêcher l'émergence d'un prix d'équilibre pour les titres complexes. Plus l'incertitude est élevée, plus le processus d'ajustement est long et plus le risque de sur-réaction est important, avec des dommages considérables pour le système financier.

Qu'est-il arrivé à la liquidité? Le point de vue d'un banquier central

[...]

« 1/ QUELS SONT LES ENJEUX ACTUELS ?

Le concept de liquidité recouvre trois dimensions, qu'il convient de distinguer :

- la liquidité des actifs est la facilité avec laquelle ils peuvent être rapidement convertis en numéraire sans perte de valeur ;
- plus spécifiquement, la liquidité du marché traduit la capacité d'acheter ou de vendre sur un marché un important stock d'actifs sans influence notable sur leur prix et leur volatilité ;
- plus globalement, d'un point de vue monétaire, la liquidité qualifie la quantité d'actifs liquides nécessaire pour qu'une économie se développe de façon optimale et évite deux dangers opposés, à savoir la formation d'une bulle spéculative et une insuffisance du crédit.

1/1 La liquidité du point de vue d'une banque centrale

La mise en œuvre de la politique monétaire des banques centrales s'articule autour de trois éléments principaux :

- évaluer la quantité effective de monnaie compatible avec la croissance maximale soutenable ;
- influencer les taux de marché grâce au pilotage des taux d'intérêt à court terme ;
- surveiller la santé des contreparties financières.

En fait, il faut que les banques centrales disposent d'un marché monétaire liquide et profond pour qu'il leur soit possible de mettre en œuvre leur politique monétaire de manière efficace et d'atteindre leur principal objectif : le maintien de la stabilité des prix. À cet égard, permettez-moi de dissiper une ambiguïté que j'ai pu relever dans de nombreux commentaires : les injections de liquidité réalisées par les banques centrales depuis le début de la crise n'ont pas eu pour objectif de sauver des institutions financières spécifiques. Elles étaient destinées à l'ensemble du marché monétaire, pour lui permettre de fonctionner correctement et d'assurer une répartition appropriée des ressources de financement en période de crise.

Source : Extrait de l'allocation d'ouverture de Jean-Paul Redouin, sous-gouverneur de la Banque de France, devant l'Association des Marchés de taux en euros, 10 avril 2008. Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante : www.banque-france.fr/fr/institut/telechar/discours/2008/disc20080410.pdf

1/2 Quelques remarques supplémentaires concernant la liquidité

Il y a à peine un an, de nombreuses études étaient consacrées à l'excès de liquidité et s'interrogeaient sur les raisons d'une telle abondance et sur les déséquilibres potentiels induits par cette situation sur les marchés de capitaux, en particulier à propos du niveau des primes de risque. Ces questions restent au cœur de nos préoccupations actuelles, mais l'attention est désormais centrée sur la liquidité des marchés et des actifs.

Entre-temps, nous avons découvert que la liquidité n'est pas acquise ; elle peut brusquement disparaître, et pour plusieurs mois. Le compartiment des billets de trésorerie adossés à des actifs (asset-backed commercial paper – ABCP) aux États-Unis constitue un exemple frappant de la soudaine perturbation de mécanismes de marché considérés jusque-là comme particulièrement robustes. Autre révélation, ces assèchements soudains de la liquidité sont même susceptibles d'affecter le cœur du système financier, notamment le marché interbancaire.

Comment de telles évolutions sont-elles possibles ? Quels sont les facteurs qui les sous-tendent ?

2/ QU'EST-IL ARRIVÉ À LA LIQUIDITÉ ?

2/1 Qu'est-il arrivé aux actifs ?

L'un des principaux facteurs à l'origine de la crise a été la baisse forte et brutale de la **valeur des actifs utilisés en garantie**. Par contagion, un facteur aggravant est apparu : les actifs non performants ont fait disparaître la circulation de quantités considérables d'actifs, dont certains étaient de bonne qualité. De ce fait, l'illiquidité s'est répandue au cours des derniers mois d'un marché à un autre et d'un pays à un autre.

Trois remarques simples permettent d'illustrer ce propos :

- Premièrement, la prolifération des structures hors bilan engagées dans **la transformation d'échéances** a constitué un facteur supplémentaire de déstabilisation des marchés. Ces structures, dépourvues des « coussins de sécurité » que procurent les fonds propres, se sont trouvées dans l'incapacité de détenir des actifs illiquides longs lorsque les investisseurs ont décidé de ne pas renouveler les financements accordés à court terme à ces structures, ce qui a provoqué une vague de ventes forcées et donc une baisse des prix.
- Deuxième observation : les canaux de fourniture de liquidité dépendant des actifs titrisés et structurés sont, de par leur nature même, fragiles : ils s'appuient sur des instruments innovants, dépourvus de marchés secondaires profonds et robustes. L'opacité et la complexité des produits ont constitué des obstacles importants à l'apparition de tels marchés secondaires et à l'existence de prix de marché observables.
- Enfin, en utilisant des instruments financiers à fort effet de levier, les émetteurs ont accru la probabilité d'occurrence d'une situation d'illiquidité sur le marché, tout en donnant aux investisseurs une impression trompeuse de liquidité abondante.

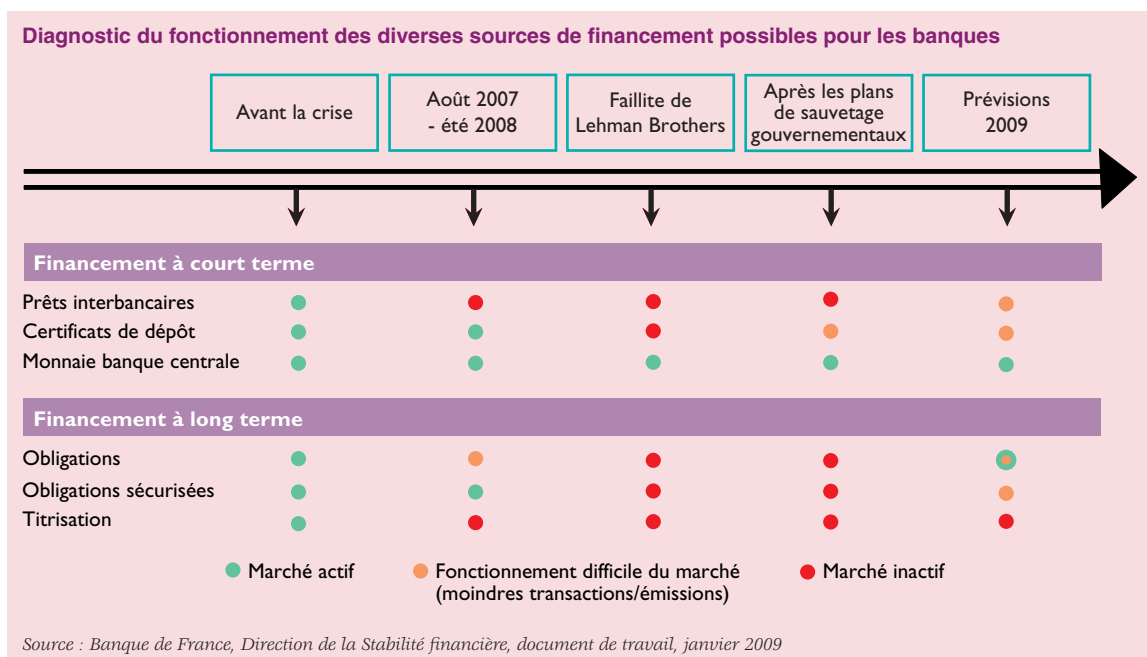
2|2 Qu'est-il arrivé au marché monétaire ?

Le marché monétaire est aujourd'hui confronté à un véritable bouleversement, qui peut être analysé de différents points de vue. Premièrement, le bouleversement se produit au niveau des **échéances** : sur les horizons les plus courts (inférieurs à une semaine), la liquidité est abondante. Il est également possible de se procurer de la liquidité sur des durées supérieures à 1 ou 2 ans. Mais entre ces deux échéances, on constate un assèchement de la liquidité (à 1 mois, 3 mois et 6 mois), la seule entité fournissant de la liquidité sur ces horizons à moyen terme étant en fait la banque centrale.

[...]

Le bouleversement se manifeste également au niveau des acteurs : certains prêtent seulement à très court terme, d'autres se concentrent sur les échéances plus longues, ce qui fait apparaître une spécialisation des acteurs en fonction des échéances. En outre, les sociétés non financières parviennent actuellement à se procurer des fonds plus facilement et, en ce qui concerne les financements à long terme, à un coût parfois moindre que leurs banques, ce qui constitue une situation relativement paradoxale.

Enfin, le bouleversement est **géographique** : la circulation transfrontière de la liquidité entre banques de la zone euro s'est interrompue. Par exemple, les banques allemandes avaient coutume de prêter des montants importants aux banques françaises, alors qu'à présent elles ont tendance à thésauriser la liquidité de sorte que les banques hexagonales doivent davantage recourir à la banque centrale pour financer leurs besoins de liquidité. Dans un certain sens, les frontières sont réapparues sur le marché monétaire de la zone euro, avec pour résultat une courbe des taux perturbée.



2/3 Le rôle des banques en tant que fournisseurs et gestionnaires de liquidité

Dans un cadre d'intermédiation financière traditionnel, les banques fournissent de la liquidité à l'ensemble de l'économie par le biais d'opérations inscrites à leur bilan, en créant une situation de non-adossement de leurs actifs et de leurs passifs. Cette activité de transformation des échéances est possible car les banques sont censées être mieux à même que leurs déposants d'effectuer la sélection et le suivi des prêts et des emprunteurs et la diversification de leur portefeuille d'actifs ; de ce fait, les banques sont en mesure de réduire les asymétries d'information sur les marchés du crédit.

L'intermédiation bancaire permet ainsi d'assouplir les contraintes de crédit qui pèsent sur les agents non financiers.

Au cours des dernières décennies, le système financier a développé une approche plus efficace de la gestion de la liquidité. Grâce aux innovations financières, les banques sont passées d'un modèle originate-to-hold (octroi et détention du crédit) à un modèle originate-to-distribute (octroi puis cession du crédit) et se reposent davantage sur les financements de marché. Cela a permis un assouplissement supplémentaire des contraintes de crédit dans l'économie, la croissance des prêts pouvant être partiellement déconnectée de celle des dépôts bancaires. Cependant, les institutions financières ont probablement été trop confiantes dans leurs techniques de gestion actif/passif, qui sont devenues de plus en plus sophistiquées. En période de crise, les institutions financières ont rencontré plus de difficultés que prévu à ajuster rapidement leur gestion actif/passif. Il existe donc probablement une limite à l'optimisation de cette gestion et c'est une leçon à retenir pour le futur.

La tendance récente à la réintermédiation montre que les banques sont, et resteront probablement, un fournisseur de liquidité essentiel pour l'ensemble de l'économie.

Elles en ont la capacité grâce à leur accès direct à la monnaie centrale. Cet accès n'est accordé qu'aux banques, car celles-ci satisfont à des exigences spécifiques, contrairement aux fonds communs de placement et aux organismes non réglementés tels que les hedge funds. Les banques respectent des exigences minimales en matière de fonds propres, de liquidité et de diffusion d'informations concernant leurs expositions et leurs positions. Ces contraintes réglementaires contrebalancent leur capacité à transformer les échéances et leur politique d'optimisation de la gestion actif/passif. Les récentes actions du Système fédéral de réserve ont montré qu'un accès élargi à la monnaie centrale n'est possible qu'en échange d'une surveillance plus poussée afin de garantir l'intégrité du système financier ».

[...]

L'action des banques centrales

Extrait du discours de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France, « Réflexion sur la crise », Nice, 21 octobre 2008

Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante : www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2008/disc20081020.pdf

[...]

« Les problèmes de liquidité restent cruciaux à ce stade de la crise. Le retour à la normale sur les marchés interbancaires est amorcé mais il reste encore du chemin à parcourir. Les banques centrales ont mobilisé pour ce faire une puissance de frappe considérable.

Les actions prises dans les derniers jours marquent l'aboutissement d'un processus à l'œuvre depuis plus d'un an. Les banques centrales ont ajusté leurs cadres opérationnels selon quatre axes :

- premièrement, **la maturité de leurs facilités a été allongée**, pour aider à débloquer le marché monétaire au-delà du compartiment de court terme ;
- deuxièmement, **la gamme des contreparties éligibles a été élargie** pour permettre une diffusion maximale de la liquidité dans le système ;
- troisièmement, **le périmètre du collatéral admissible au refinancement a été étendu** ;
- enfin, **une coordination internationale** extrêmement étroite entre autorités monétaires assure que les actions prises par chacune s'inscrit dans une stratégie d'ensemble cohérente, tout en tenant compte des spécificités propres à chaque zone.

Ces mesures exceptionnelles devraient contribuer fortement à restaurer la confiance et à normaliser le fonctionnement des marchés monétaires. Au total, **conjuguées à la baisse coordonnée des taux directeurs du 8 octobre**, elles permettent désormais aux banques européennes de se refinancer à court terme à un taux qui est inférieur de 120 points de base à celui qui prévalait il y a encore dix jours. »

[...]

La réponse apportée par les banques centrales au déclenchement de la crise a été particulièrement rapide. En effet, dès le 9 août 2007, les tensions observées sur le marché interbancaire monétaire ont conduit l'Eurosystème à fournir pendant quelques jours des liquidités en quantité illimitée au jour le jour (opérations exceptionnelles de réglage fin). Quelques jours plus tard, la Fed a étendu la maturité maximale de sa facilité d'emprunt permanente de 1 jour à 30 jours, garantissant ainsi aux banques disposant de collatéral un accès à la monnaie banque centrale dans un contexte de défiance croissante entre participants. En outre, l'Eurosystème, en raison du raccourcissement de la maturité des échanges interbancaires (en période d'incertitudes les banques qui continuent à s'échanger de la liquidité ont tendance à raccourcir la maturité de leurs opérations) a introduit dès le mois d'août 2007 des opérations de refinancement de moyen terme supplémentaires.

La fin de l'année 2007 a vu un renforcement de la collaboration entre banques centrales face à l'intensification de la crise et aux difficultés rencontrées par les banques à se refinancer en dollar américain. Le 12 décembre 2007, les banques centrales américaines, de la zone euro et de Suisse ont annoncé l'introduction de mesures spécifiques permettant notamment un financement de moyen terme (1 mois) en dollar américain. Des montages similaires avaient été mis en œuvre pendant quelques jours en septembre 2001. Ces mesures spécifiques sont encore en place en 2009.

Il s'agit d'une action sans précédent dans l'histoire tant par la durée que par les montants injectés. Bien entendu, les banques centrales européennes ne disposant pas nécessairement des ressources en devises afin de faire face aux besoins de refinancement des banques européennes, des accords particuliers (voir plus loin, fonctionnement des accords de *swap*) ont été signés avec la Fed.

D'autres mesures ont été également prises par d'autres banques centrales. La Fed a été particulièrement innovante en créant une panoplie de facilités permettant à différents intermédiaires financiers d'accéder à la monnaie centrale, d'échanger des titres illiquides contre des titres d'État ou encore de lui céder directement des actifs qui ne trouvaient plus preneurs sur le marché (voir encadré « Les mesures non conventionnelles de la Fed »).

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, décembre 2008

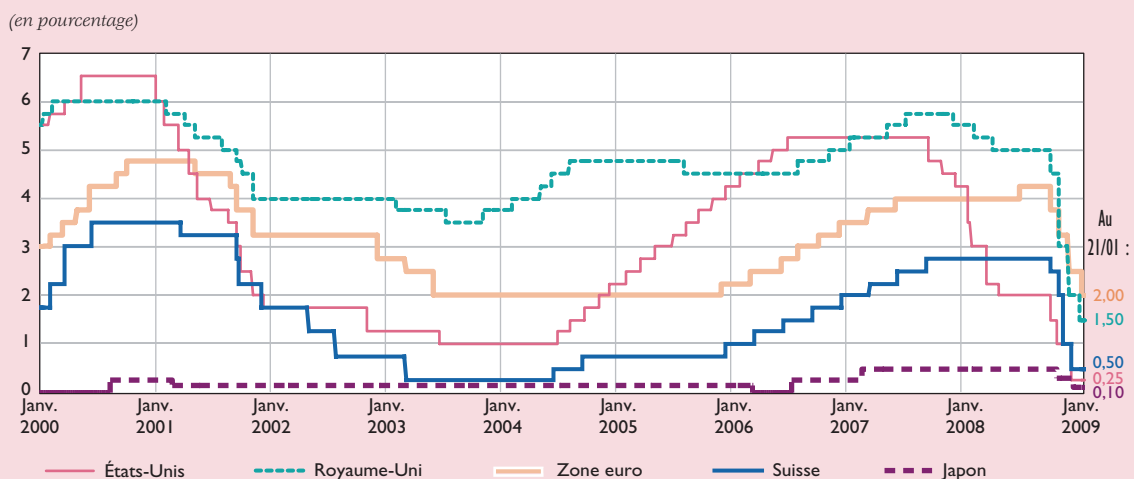
Tableau synthétique de l'action des banques centrales sur la liquidité

	Australie	Canada	Zone euro	Japon	Suisse	Royaume-Uni	États-Unis
Opérations exceptionnelles de réglage fin	●	●	●	●	●	●	●
Opérations exceptionnelles à long terme	●	●	●	●	●	●	●
Allocations expansives	●	●	●		●	●	
Modifications du système de constitution de réserves	●	●				●	●
Modifications du système de facilités permanentes			●			●	●
Élargissement du collatéral éligible	●	●	●		●	●	●
Élargissement du nombre de contreparties éligibles			●			●	●
Augmentation des volumes de prêt de titres d'État						●	●

Source : Banque de France, Direction générale des Opérations

Outre ces modifications techniques, les politiques monétaires ont été sensiblement infléchies, la baisse des taux la plus importante ayant été enregistré aux États-Unis puisque en décembre 2008 la cible du taux directeur a été ramenée à 0/0,25 % alors qu'elle était de 5,25 % en août 2007.

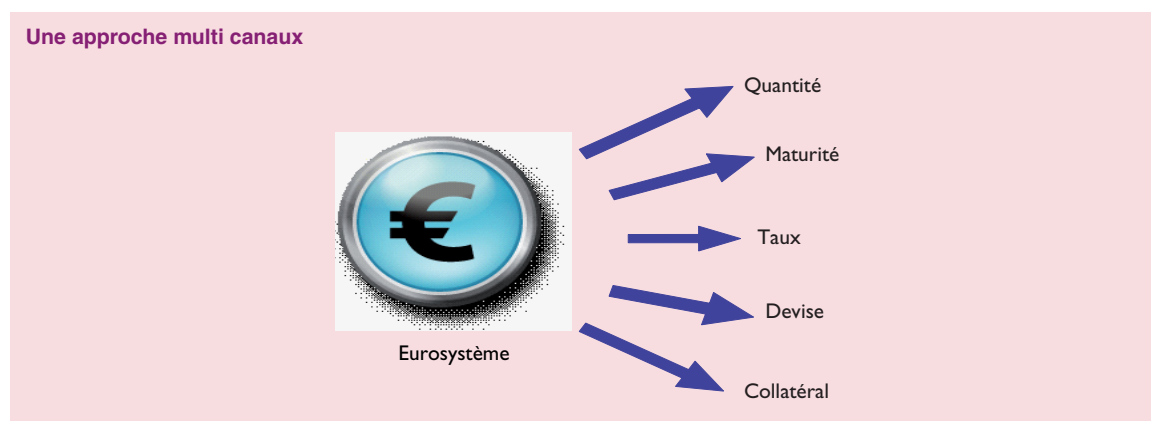
Une baisse sans précédent des taux directeurs des principales banques centrales



Source : Banque de France, Direction des Opérations de marché

On notera en outre que certaines baisses de taux ont été réalisées de manière concertée. Ainsi, le 8 octobre 2008, un assouplissement des conditions monétaires au niveau mondial a été coordonné : la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne (BCE), le Système fédéral de réserve, la Banque de Suède et la Banque nationale suisse ont annoncé des baisses de leurs taux directeurs.

LES ACTIONS DE L'EUROSYSTÈME



Principales actions entre août 2007 et octobre 2008 :

- **L'Eurosysteme prête plus de liquidités** afin de réduire les tensions sur les taux du marché interbancaire : le montant total des refinancements accordés aux banques dépasse actuellement **960 milliards d'euros**, (dont une partie en dollars), contre **450 milliards d'euros** au total environ avant la crise ;
- **la durée des prêts consentis au système bancaire est allongée** et l'Eurosysteme prête majoritairement à 3 et 6 mois pour des montants plus importants. Ainsi, alors qu'avant la crise, 60 % du refinancement de l'Eurosysteme était à une semaine, en octobre 2008, 60 % du refinancement était à 3 mois ;
- les modalités techniques d'adjudication ont été profondément modifiées en octobre 2008 : les banques ont désormais accès en quantité illimitée à taux fixe aux prêts de l'Eurosysteme. Ces changements, conjugués à la **baisse des taux directeurs** (abaissés de 0,50 % — de 4,25 % à 3,75 % — le 8 octobre de façon concertée, avec le Système fédéral de réserve notamment), se sont traduits par une baisse du taux payé par les banques de plus de 1,25 %. Cette mesure a été rendue nécessaire car jusqu'à cette date, les banques étaient en concurrence pour l'accès la monnaie centrale (le plus offrant étant servi en premier). Le contexte d'incertitudes a conduit certains intervenants à surenchérir afin de garantir un refinancement, dans des proportions telles que le taux moyen payé à la banque centrale s'éloignait (à la hausse) du taux directeur qui, lui-même, venait d'être abaissé ;
- en outre, grâce à des **accords de coopération entre banques centrales (swaps)**, les banques européennes peuvent aussi bénéficier de **refinancements en dollars et en francs suisses** à taux fixes pour des durées pouvant aller jusqu'à 84 jours ;
- enfin, la liste des titres et créances que les banques doivent apporter à l'Eurosysteme pour bénéficier de ses prêts a été considérablement élargie, ce qui **double presque leur capacité de refinancement**. L'élargissement repose sur une analyse des risques cumulés : tous les nouveaux risques contenus (risque de change, *rating* inférieur) sont pris en compte séparément et impactent la valorisation des titres remis en garantie.

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, décembre 2008

LES ACTIONS DE LA FED

S'agissant du Système fédéral de réserve (Fed), les modifications du cadre opérationnel ont été beaucoup plus importantes que pour d'autres banques centrales, pour lutter contre la crise financière née au cœur même du système financier américain. Depuis octobre 2008, des « mesures non conventionnelles » ont été mises en place par lesquelles la Fed achète directement sur les marchés financiers des titres à court et à long termes émis par des entreprises ou représentatifs de prêts aux ménages, ceci pour faciliter le financement de l'économie et en faire baisser le coût.

Les mesures non conventionnelles de la Fed

• **Financement des entreprises** : Le programme d'achat de commercial paper (CPFF) et le programme de financement d'asset-backed commercial paper (AMLF) ont permis de ramener la confiance sur les marchés de billets de trésorerie américains, de manière très efficace. Les pics de prime de risque observés après la faillite de Lehman Brothers ont été effacés : la prime de risque sur le commercial paper (CP) financier est ainsi tombée de 375 points de base à 25 points de base en trois mois. Cette réaction très dynamique est illustrée par l'importante élasticité des primes de risque aux montants achetés par la Fed : - 2,6 points de base par milliard de dollars de CP acheté (cf. tableau).

• **Financement des ménages** : Le plan de rachat d'actifs des titres d'agences dans le but de soutenir le marché immobilier américain a rencontré un succès encore plus prononcé : l'élasticité de la prime de risque est de - 8,3 points de base pour un milliard acheté. Cette correction est due en grande partie à l'effet d'annonce, puisque le programme vient de démarrer timidement (16,4 milliards de dollars de titres GSE et 10,2 milliards de dollars de MBS achetés au 12 janvier 2009).

	ABCP	CP financiers	CP non financiers	Titres d'agences
Spread avec les <i>Treasury bills</i> AVANT mesure Fed	450 pb	375 pb	200 pb	170 pb
Spread avec les <i>Treasury bills</i> APRÈS mesure Fed	50 pb	25 pb	10 pb	70 pb
Diminution de la prime en points de base (pb)	- 400 pb	- 350 pb	- 190 pb	- 100 pb
Taille approximative du marché en milliards de dollars	690	615	195	3 154
Montant approximatif acheté	153	137	43	16,4
% du marché acheté	22 %	22 %	22 %	1 %
<i>Élasticité de la prime pour un milliard de dollars d'achat</i>	<i>- 2,6 pb</i>	<i>- 2,6 pb</i>	<i>- 4,4 pb</i>	<i>- 8,3 pb</i>

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, janvier 2009

LA COLLABORATION ENTRE BANQUES CENTRALES : LES ACCORDS DE FOURNITURE DE LIQUIDITÉ EN DEVISES

Outre leur politique de taux d'intérêt et l'adaptation de leur cadre opérationnel pour fournir de la liquidité en monnaie locale, les banques centrales ont également mené des actions de coopération renforcée en faveur de la fourniture de liquidité en devises. Le refinancement des banques à moins d'un an en devises a ainsi été facilité par la mise en place d'accords réciproques de fourniture de liquidités entre banques centrales. Ces accords dits accords de *swap* ont notamment été mis en place pour fournir de la liquidité en dollars mais également en euros ou en francs suisses.

Le fonctionnement des accords de *swap* : l'exemple de la Fed

Selon un mécanisme de *swap*, la Fed met à disposition d'autres banques centrales une ligne de crédit en dollars, en échange de laquelle elle dispose d'un équivalent dans la monnaie de la banque centrale considérée (par exemple l'euro pour la BCE). La banque centrale qui bénéficie de cet accord peut tirer sur cette ligne (pour un montant illimité ou pour un montant maximal fixé), pour répondre aux besoins de refinancement en dollars exprimés par les banques commerciales relevant de son ressort. Le prix de la liquidité dollar correspond ensuite au taux appliqué par cette banque centrale aux banques locales qui sont contreparties à ses opérations. Grâce à ses accords de *swap* avec la Fed, la BCE alloue ainsi des liquidités en dollars aux banques de la zone euro pour des durées de 1 jour à 3 mois, dans le cadre d'une opération spéciale dite *Term Auction Facility*, instaurée dès décembre 2007, et conduite à taux fixe depuis mi-octobre 2008.

Ces accords, initialement conclus entre banques centrales des pays développés, ont été étendus aux banques centrales des pays émergents à partir d'octobre 2008 (cf. tableau récapitulatif ci-dessous).

Lignes de <i>swap</i> en dollars accordées par la Fed			
Banques centrales bénéficiaires	Montants en milliards de dollars		Maturité
BCE	Illimité		30 octobre 2009
Angleterre	Illimité		30 octobre 2009
Japon	Illimité		30 octobre 2009
Suisse	Illimité		30 octobre 2009
Australie	30		30 octobre 2009
Canada	30		30 octobre 2009
Suède	30		30 octobre 2009
Brésil	30		30 octobre 2009
Corée	30		30 octobre 2009
Mexique	30		30 octobre 2009
Singapour	30		30 octobre 2009
Danemark	15		30 octobre 2009
Norvège	15		30 octobre 2009
Nouvelle-Zélande	15		30 octobre 2009

Accords de fourniture d'euros entre la BCE et d'autres banques centrales			
Banques centrales bénéficiaires	Montants en milliards de dollars		Maturité
Hongrie	5		30 avril 2009
Pologne	10		30 avril 2009
Danemark	12		30 avril 2009
Suisse	15		30 avril 2009

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, 2009