

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

*Extraits de l'allocution d'ouverture de **Jean-Paul Redouin**, sous-gouverneur de la Banque de France, devant l'Association des marchés de taux en euros, avril 2008*

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.

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.

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'évolution des politiques monétaires

1 | L'ADAPTATION DU DISPOSITIF OPÉRATIONNEL

« L'élaboration de la politique monétaire consiste à fixer le taux directeur à un niveau compatible avec les objectifs macroéconomiques de la banque centrale [...], tandis que la gestion de la liquidité consiste à permettre au marché monétaire de fonctionner « normalement », de telle sorte que les impulsions de politique monétaire puissent être transmises efficacement au reste de l'économie ». ¹

Encadré 6 Fixation des taux directeurs et formation des taux d'intérêt

Pour atteindre leurs objectifs, au premier rang desquels figure la stabilité des prix, les banques centrales disposent principalement d'un instrument : la fixation du taux directeur qui correspond généralement à un taux d'intérêt à très court terme (de un à quelques jours) auquel les banques commerciales se refinancent auprès de la banque centrale. La modification de ce taux constitue donc le premier maillon d'une longue chaîne de causes à effets reliant les décisions de politique monétaire au niveau général des prix.

Les taux directeurs

On a assisté, durant la crise, à une remarquable convergence des cadres opérationnels des banques centrales des grands pays industrialisés. La plupart d'entre elles, à l'exception de la Banque du Japon, utilisent à présent un corridor de taux d'intérêt, dont la fonction est de maintenir l'évolution du taux de l'argent au jour le jour dans un intervalle délimité par les facilités permanentes de part et d'autre du taux de refinancement. L'Eurosystème utilise, depuis sa création, deux facilités de ce type : une facilité de prêt, qui fixe une borne supérieure pour le taux de l'argent au jour le jour et qui correspond au taux d'intérêt auquel les banques peuvent emprunter des liquidités en fin de journée ; une facilité de dépôt, qui fixe une borne inférieure au taux de l'argent au jour le jour et qui correspond au taux auquel sont rémunérés les dépôts des banques auprès de la banque centrale. L'ensemble constitué par les taux des facilités permanentes et le taux minimal des opérations principales de refinancement forme les taux directeurs de l'Eurosystème.

Les canaux de transmission de la politique monétaire

Le niveau et les mouvements des taux directeurs influencent l'économie à travers essentiellement deux canaux de transmission : celui des taux d'intérêt et celui du crédit.

Le canal des taux d'intérêt

Il existe, sur les marchés financiers, un grand nombre de taux d'intérêt, qui correspondent chacun à une durée et une catégorie d'emprunteurs déterminées. On peut les représenter par une « courbe des taux », qui définit, pour une catégorie donnée d'emprunteurs, le taux des emprunts à chaque maturité (trois mois, six mois, un an,

.../...

¹ Extrait du discours de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France : « La conduite de la politique monétaire en période de tensions financières », European Banking and Financial Forum, Prague, avril 2008, www.banque-france.fr/fr/institut/telechar/discours/2008/disc20080401.pdf

deux ans, dix ans... et jusqu'à trente ou quarante ans). La courbe des taux présente généralement une pente positive, les taux à long terme étant supérieurs aux taux courts. C'est à travers la courbe des taux, son niveau et sa pente que les changements de taux directeurs se diffusent à l'économie. La forme de la courbe des taux est donc essentielle pour la transmission de la politique monétaire. Elle dépend principalement de trois facteurs :

- *l'évolution anticipée des taux courts. On montre, en effet, que si les marchés anticipent une hausse des taux courts, les taux longs vont également monter en proportion. En fait, le taux à dix ans, par exemple, est égal à la combinaison des (dix) taux à un an anticipés pour chacune des dix années à venir ;*
- *l'incertitude qui affecte ces anticipations de taux : elle se matérialise par une prime de risque spécifique. Plus les anticipations de taux courts sont incertaines, plus les taux longs sont élevés. C'est une des raisons pour lesquelles les banques centrales s'attachent à préserver leur crédibilité : avec des anticipations bien ancrées, les primes de risque sont moins élevées ;*
- *l'offre et la demande de titres qui affectent les taux longs aux différentes échéances. Par exemple, si les compagnies d'assurance accroissent leur demande de titres d'État à dix ans, le prix de ces titres augmente et leur taux baisse. À l'inverse, si le déficit budgétaire se creuse, l'État doit émettre plus de titres, leur offre s'accroît, leur prix baisse, et le taux d'intérêt que doit consentir l'État émetteur s'élève. En déterminant ses taux directeurs, la banque centrale vise à agir sur l'ensemble des taux qui affectent l'économie nationale : une variation du taux directeur provoque, toutes choses égales par ailleurs, un déplacement de la courbe des taux, au moins sur sa partie courte ; si la banque centrale est crédible, elle peut également, à travers sa communication, influencer les anticipations d'inflation, donc la pente de la courbe de taux ; il faut noter enfin que l'économie réagit au niveau et aux variations qu'enregistrent les taux d'intérêt réels, c'est-à-dire la différence entre les taux nominaux dégagés par le marché et l'inflation anticipée. La banque centrale agit également sur l'inflation anticipée, donc sur les taux réels, selon qu'elle est plus ou moins crédible.*

Le canal du crédit

Tous les agents économiques, ménages ou entreprises, n'ont pas directement accès aux marchés financiers. Beaucoup dépendent du crédit bancaire. Le canal du crédit bancaire est donc important pour la transmission de la politique monétaire. Ce canal est complémentaire de celui des taux. Les taux d'intérêt déterminent le coût des ressources que les banques se procurent sur les marchés monétaire (à court terme) ou financiers (à long terme). Ainsi, plus leurs ressources sont chères, moins les banques sont incitées à prêter et plus elles prêtent à taux élevé ; la demande de crédit, dans ce cas, diminue. La politique monétaire a donc un impact à la fois sur les conditions et sur le volume du crédit distribué dans l'économie. Ces variations du volume et des conditions des prêts bancaires affectent à leur tour les dépenses d'investissement et de consommation.

Les banques centrales, et particulièrement la Banque centrale européenne, ont mis en place des mesures de soutien à la liquidité à court terme selon plusieurs axes : allongement des maturités de leur facilité de refinancement, mise en place de financement en devises, élargissement de la gamme des contreparties éligibles, extension de périmètre du collatéral admissible au refinancement et modification des procédures d'appels d'offre afin d'offrir des montants illimités de liquidité. De plus, les assouplissements monétaires *exceptionnels* ont conduit les taux directeurs à des niveaux *exceptionnellement bas*.

Les mesures de soutien à la liquidité				
Dates	Banque centrale européenne	Banque d'Angleterre	Système fédéral de réserve	Banque du Japon
Décembre 2007 Janvier 2008	Fourniture de 10 milliards de dollars <i>via</i> un repo de 28 jours	Adjudications de dollars	Adjudications bi-hebdomadaires, collatéral très large	
Mars	Nouvelles opérations de fourniture de liquidité en dollars (15 milliards) : <i>term auction facility</i> (TAF) (cf. <i>infra</i> 2 2)		Création de la <i>term securities lending facility</i> (TSLF) permettant aux <i>primary dealers</i> d'échanger du collatéral contre des titres du Trésor Création de la <i>primary dealer credit facility</i> (PDCF), facilité d'emprunt permanente destinée aux <i>primary dealers</i>	
Avril		<i>Special liquidity scheme</i> : <i>swap</i> de titres de moindre qualité contre <i>gilt</i>		
Mai	Le montant des TAF à 28 jours est porté de 15 à 25 milliards de dollars.			
Juillet	Introduction d'une TAF à 84 jours de 28 milliards de dollars		Introduction d'une TAF à 84 jours	
Septembre	Introduction d'une TAF <i>overnight</i> de 40 milliards de dollars. Le montant des TAF 28 et 84 jours passe à 110 milliards de dollars.	Introduction d'une TAF <i>overnight</i> de 40 milliards de dollars		
	Action concertée : introduction d'une TAF de maturité une semaine Augmentation des lignes de <i>swap</i> avec la Fed de 120 à 240 milliards de dollars	Augmentation des lignes de <i>swap</i> avec la Fed de 40 à 80 milliards de dollars	Élargissement du collatéral éligible à la PDCF et à la TSLF. Le montant de la TSLF passe à 200 milliards de dollars.	
Octobre	Action concertée : passage à une TAF à taux fixe préannoncé avec <i>full allotment</i> pour les TAF à 7, 28 et 84 jours. Le montant en dollars mis à disposition par la Fed devient illimité. Introduction d'une TAF hebdomadaire à 7 jours	Création d'un <i>discount window facility</i> discrétionnaire permettant aux banques d'échanger une large variété de collatéral contre des <i>gilts</i> ou éventuellement du <i>cash</i> .	Lignes de <i>swap</i> à la Banque du Mexique, du Brésil, de Singapour et de Corée du Sud (30 milliards de dollars chacune)	
				Annonce d'un programme d'achat massif (3 000 milliards de yen) de billets de trésorerie Facilité de refinancement permettant aux banques d'apporter en collatéral des obligations <i>corporate</i> pour un montant illimité
Janvier 2009	Modification des règles sur le collatéral concernant les ABS : à partir du 1 ^{er} mars, ils devront être AAA à l'émission et au minimum A durant leur vie.			

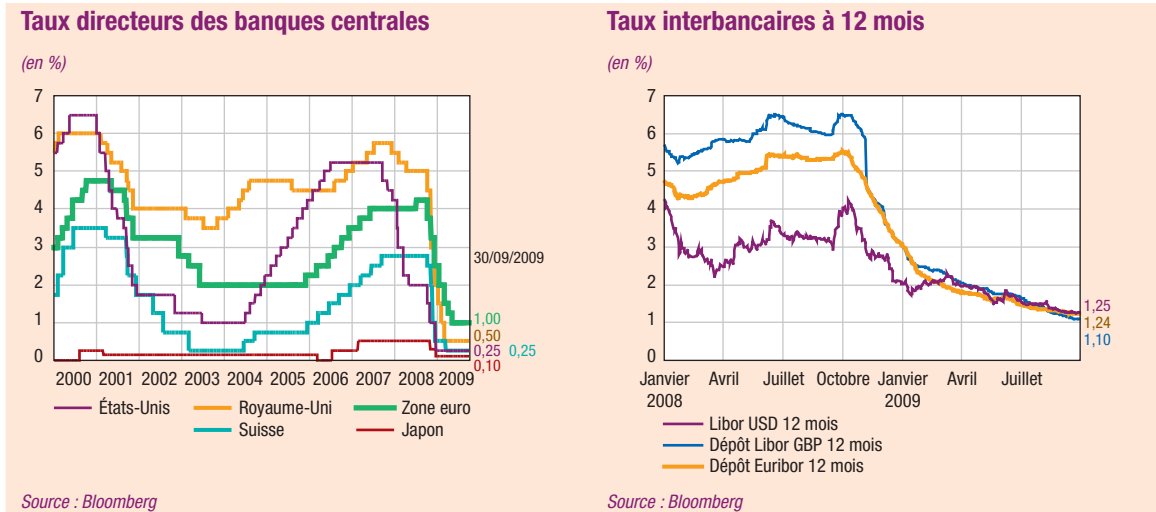
Dates	Banque centrale européenne	Banque d'Angleterre	Système fédéral de réserve	Banque du Japon
Février				Annnonce d'un programme détaillé (1 000 milliards de yen) d'achats d'obligations <i>corporate</i> (notées au moins A et avec une maturité résiduelle inférieure à 1 an)
Mars				Annnonce de la souscription par la Banque du Japon de prêts subordonnés (jusqu'à 1 trillion de yen) émis par les banques afin de renforcer leurs fonds propres <i>Tier Two</i>
Avril			Mise en place de lignes de <i>FX-swaps</i> avec la BCE, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse jusqu'au 30 octobre 2009	Élargissement du collatéral éligible aux prêts à l'État, aux municipalités et à ceux bénéficiant de garanties publiques
Mai	Durée maximale des opérations d'apport de liquidité aux banques portée de 6 mois à 1 an maximum			
Juin	Accords de <i>swap</i> de devises entre la Fed et la BCE prolongés jusqu'en février 2010			
Juillet			Réduction des montants alloués <i>via</i> la TAF à 100 milliards de dollars contre 125 précédemment	
Octobre				Annnonce de l'arrêt fin décembre 2009 du programme d'achat d'obligations et de billets de trésorerie

Les baisses de taux directeurs

Dates	Banque centrale européenne	Banque d'Angleterre	Système fédéral de réserve	Banque du Japon
Octobre 2008	Action concertée* : baisse des taux directeurs de 50 pb			Baisse de 20 pb du taux directeur, à 0,20 %
Novembre	Baisse des taux de 50 pb, à 3,25 %	Baisse des taux de 150 pb, à 3 %		
Décembre	Baisse des taux de 75 pb, à 2,50 %	Baisse des taux de 100 pb, à 2 %	Baisse du taux cible des <i>Fed funds</i> de 1 %, à une fourchette entre 0 % et 0,25 %	Baisse du taux directeur de 10 pb, à 0,10 %
Janvier 2009	Baisse des taux de 50 pb, à 2 %	Baisse des taux de 50 pb, à 1,50 %		
Février		Baisse des taux de 50 pb, à 1 %		
Mars	Baisse des taux de 50 pb, à 1,5 %	Baisse des taux de 50 pb, à 0,5 %		
Avril	Baisse des taux de 25 pb, à 1,25 %			
Mai	Baisse du taux directeur de 25 pb, à 1 %			

Note : pb = points de base

* Avec également les banques centrales du Canada, de Suède et de Suisse



Mais la sévérité de la crise a rendu partiellement inopérantes les voies traditionnelles de transmission de la politique monétaire (cf. encadré 6). Cette situation peut devenir encore plus préoccupante si les anticipations de baisse des prix conduisent à une situation de déflation (baisse généralisée et prolongée du niveau des prix). Pour éviter ce scénario, les banques centrales ont dû modifier leur cadre opérationnel et introduire des mesures innovantes dites « non conventionnelles ».

2 | LES MESURES NON CONVENTIONNELLES

Les mesures non conventionnelles visent à rétablir le fonctionnement normal des canaux de transmission de la politique monétaire en utilisant d'autres armes que celle des taux directeurs. Elles ont été mises en œuvre par les grandes banques centrales, successivement : en décembre 2008 par le Système fédéral de réserve américain, en janvier 2009 par la Banque d'Angleterre et en juin 2009 par la Banque centrale européenne.

211 Présentation des objectifs et du fonctionnement des mesures non conventionnelles

On peut distinguer trois grandes catégories de mesures non conventionnelles, susceptibles d'être combinées. Ces mesures visent respectivement à :

- augmenter massivement la quantité de monnaie en circulation dans l'économie. On parle alors de *quantitative easing* (assouplissement quantitatif) ;
- agir sur la pente de la courbe des taux en s'engageant sur la trajectoire future des taux directeurs de façon à orienter les anticipations des agents ;
- débloquer les marchés de crédit en achetant directement des titres sur ces marchés afin de peser sur les primes de risque. On parle dans ce cas de *credit easing* (assouplissement des conditions de crédit).

Le recours à la monnaie centrale, ou base monétaire, comme instrument de régulation de la liquidité vise à contourner l'obstacle du blocage des taux d'intérêt. La banque centrale tente de « saturer » la demande de monnaie des agents économiques, en espérant que ceux-ci dépenseront directement leurs encaisses excédentaires. C'est pourquoi, très souvent, l'offre de monnaie est canalisée vers le seul agent dont on est certain qu'il dépensera : l'État *via* son déficit budgétaire. Les politiques d'achat de titres de la dette publique par les banques centrales représentent donc une des formes les plus utilisées de *quantitative easing*.

La banque centrale a également la possibilité d'agir sur la courbe des taux en influençant les anticipations. Pour ce faire, elle peut s'engager explicitement à maintenir son taux directeur à un niveau très bas (voire nul) pour une période de temps significative. Elle peut également définir les conditions préalables à une augmentation future de ce taux : par exemple, garantir qu'aucune hausse n'interviendra tant que l'inflation n'aura pas atteint un certain niveau. Cette stratégie est encore plus efficace si la banque centrale s'est dotée, dans son cadre général de politique monétaire, d'une définition chiffrée de la stabilité des prix, qui sert alors de référence explicite. Allonger, au-delà des quelques jours traditionnels, l'échéance du refinancement accordé au taux directeur participe également de cette politique.

Enfin, si le canal du crédit est bloqué, la banque centrale peut se substituer aux banques commerciales et au marché pour financer directement l'économie. Concrètement, la banque centrale élargit dans un premier temps la gamme des crédits à l'économie qu'elle refinance² puis peut se porter directement acheteuse de titres représentant des crédits à l'économie : billets de trésorerie, obligations privées, bons hypothécaires. Ces opérations de *credit easing* ont un double effet : elles réaniment le marché de ces titres ; elles procurent directement des financements à l'économie. En contrepartie, toutefois, la banque centrale doit assumer un risque de crédit et de taux qui n'entre pas dans sa fonction ordinaire.

En résumé, on peut présenter les mesures non conventionnelles dans le tableau suivant :

Objectif	Mesure	Achat de titres publics	Achat de titres privés	Engagement à maintenir les taux
Augmenter la quantité de monnaie dans l'économie		Oui	Oui si pas de stérilisation	Non
Agir sur les anticipations d'inflation et la courbe des taux		Oui	Oui à travers les primes de risque	Oui
Débloquer les marchés du crédit		Non	Oui	Non

212 Récapitulatif des mesures de rachat et de financement d'actifs par les grandes banques centrales

Concrètement, les banques centrales ont mis en place deux types de mesures non conventionnelles : des opérations de financement et des opérations d'achat direct de titres. Les autorités monétaires prennent ainsi acte de l'enrayement des mécanismes de financement — intermédiés ou non — en prenant le relais des banques et des marchés.

² Pour se refinancer auprès des banques centrales, les banques doivent remettre des garanties, habituellement des titres d'État ou des créances de très grande qualité ; en relâchant ses exigences, la banque centrale encourage la distribution des crédits désormais admis en garantie.

Les politiques non conventionnelles de l'Eurosystème et de la Fed comportent des différences notables. Compte tenu de l'importance du financement intermédié (le recours au marché par les agents non financiers est relativement minoritaire en zone euro), l'Eurosystème a agi en répondant essentiellement aux besoins de refinancement des banques.

En l'absence d'un cadre opérationnel initial aussi souple et large que celui de l'Eurosystème (notamment en ce qui concerne la gamme de collatéral accepté aux opérations de politique monétaire) et du fait de l'importance très notable du recours au marché – en temps normal – par les agents non financiers, la Fed a dû progressivement étendre son champ d'action au-delà du refinancement des banques (i) en mettant en place des facilités de financement d'actifs très divers (ABS ou *commercial papers*) bénéficiant à des types d'acteurs multiples ou encore (ii) en procédant à des achats directs de titres. Ces différentes mesures ont toutes été instaurées pour améliorer les conditions de financement de l'économie (en agissant tant par une baisse des rendements des actifs de référence qu'en allouant des liquidités supplémentaires au système économique).

La mise en oeuvre de mesures non conventionnelles à grande échelle a ainsi conduit le Système fédéral de réserve à acheter des actifs allant notamment des obligations d'État (reconstituant son encours traditionnel, détenu au titre de la politique monétaire) à des titres adossés à des créances hypothécaires de très longue durée (cf. tableaux récapitulatifs ci-après).

L'Eurosystème a également lancé un programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bonds*). De son côté, la Banque d'Angleterre a engagé un programme d'achat d'actifs : l'enveloppe prévue, qui a été réévaluée, est de 200 milliards de livres ; les actifs éligibles doivent avoir une maturité minimum de 5 ans, qui a été abaissée à 3 ans ensuite (août 2009).

*Extrait du discours de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France, Assemblée générale de l'Office de Coordination bancaire et financière, Paris, 23 juin 2009*

« Les banques centrales de l'Eurosystème ont utilisé toutes les possibilités de leur cadre opérationnel en intervenant massivement pour injecter des liquidités dans le système bancaire. Les opérations ont été massives et rapides en fonction des évolutions des marchés. Dans la zone euro, le risque de refinancement à court terme a été considérablement réduit puisque maintenant l'Eurosystème répond à taux fixe et de manière illimitée aux demandes des établissements. En complément à ces actions, les banques centrales ont développé de nouvelles facilités afin de restaurer le fonctionnement des marchés. Je mentionnerai simplement les deux actions les plus récentes annoncées par le Conseil des gouverneurs. D'une part l'introduction d'opérations de refinancement à un an, qui complète la palette des refinancements disponibles pour les établissements de crédit. D'autre part, **l'annonce d'un programme de 60 milliards d'euros d'achat d'obligations sécurisées (covered bonds)**, dont l'émission est une source de refinancement importante des banques principalement pour le secteur immobilier ».

Mesures d'achat direct d'actifs aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro

	CP et ABCP : via SPV	Corporate Bonds	Obligations d'État à long terme	Titres de dette des agences gouvernementales	MBS garantis par les agences gouvernementales	Covered Bonds
États-Unis (Fed) <i>(en milliards de dollars)</i>						
Taille du marché fin 2008	1 650		6 338	3 224		
Plafond	1 800 CPFF ⁽¹⁾		300 ⁽²⁾	175 ⁽³⁾	1 250	
Réalisation (au 9 nov. 2009)	351 (janv. 2009)		300	147	775	
Royaume-Uni (Banque d'Angleterre) <i>(en milliards de livres sterling)</i>						
Taille du marché fin 2008	43 (CP)	300	473 (gilts)			
Plafond	←	200 ⁽⁴⁾	→			
Réalisation (au 9 nov. 2009)	2,3 (mai 2009)	1,4	173			
Eurosystème (BCE) <i>(en milliards d'euros)</i>						
Taille du marché fin 2008						1 500
Plafond						60
Réalisation (au 9 nov. 2009)						21,6

(1) La commercial paper funding facility (CPFF) permet l'achat de papier commercial (CP et ABCP) directement auprès des émetteurs via un SPV. Cette facilité a été prolongée jusqu'au 1^{er} février 2010. La Fed n'a pas annoncé officiellement un montant d'achat maximal mais a suggéré un montant plafond de 1 800 milliards de dollars dans le document « Report pursuant to section 129 of the emergency economic stabilization act of 2008: commercial paper funding facility ».

(2) Le dispositif d'achat de titres d'État (Treasuries) aux États-Unis a pris fin au mois d'octobre 2009.

(3) Le montant maximal alloué au rachat des titres de dette des agences gouvernementales était à l'origine de 200 milliards de dollars et il a été réduit au mois de novembre à 175 milliards de dollars.

(4) Le montant de la facilité de rachat d'actifs (gilts, CP, corporate bonds) au Royaume-Uni était initialement de 75 milliards de livres sterling puis a été progressivement porté à 200 milliards de livres sterling.

Mesures de financement d'actifs aux États-Unis

(en milliards de dollars)

Actif concerné	ABCP (AMLF) ⁽¹⁾	CP et CD (MMIFF) ⁽²⁾	ABS (prêts étudiants, cartes de crédit), CMBS... (TALF) ⁽³⁾
Plafond	Pas de montant officiellement annoncé	540	1 000
Réalisation (au 9 nov. 2009)	79 (début oct. 2009)	0 (aucune utilisation)	43

(1) L'asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility (AMLF) permet d'octroyer des prêts pour le rachat par les banques des ABCP détenus par les fonds monétaires en cas de retraits massifs des investisseurs.

(2) La money market investor funding facility (MMIFF) permet de financer, via un SPV, l'achat de certificats de dépôts ou de billets de trésorerie (commercial paper) par les fonds monétaires, en cas de retraits massifs des investisseurs (non prolongée au-delà du 31 octobre 2009).

(3) La term asset-backed securities loan facility (TALF) permet l'octroi de prêts à 3/5 ans à des investisseurs pour le financement d'un portefeuille ABS/CMBS nouvellement émis.

Mesures non conventionnelles mises en place par la Fed			
	Description	Date de mise en œuvre	Situation fin novembre 2009
Fourniture de liquidité à court terme			
<i>Term auction facility</i> (TAF)	Prêts de 1 à 3 mois aux banques contre collatéral	Décembre 2007	Réduction de la maturité et du montant maximal alloué
<i>Term securities lending facilities</i> (TSLF)	Prêts à 1 mois de titres aux institutions financières non bancaires (<i>primary dealers</i>)	Mars 2008	Réduction de la fréquence et de la taille des opérations
<i>Primary dealer credit facility</i> (PDCF)	Prêts au jour le jour aux <i>primary dealers</i>	Mars 2008	Extension jusqu'au 1 ^{er} février 2010
Mesures de soutien aux <i>mutual funds</i>			
<i>Asset-backed commercial paper Money market mutual fund liquidity facility</i> (AMLF)	Prêts aux fonds monétaires pour le rachat d'ABCP	Septembre 2008	Extension jusqu'au 1 ^{er} février 2010
<i>Money market investor funding facility</i> (MMIFF)	Ligne de financement octroyée à des véhicules financiers (<i>special purpose vehicles – SPV</i>) pour acquérir des certificats de dépôts et des billets de trésorerie <i>corporate</i> détenus par les fonds monétaires	Octobre 2008	Facilité arrivée à expiration
Mesures de soutien au financement des entreprises			
<i>Commercial paper funding facility</i> (CPFF)	Facilité permettant de financer un véhicule financier (SPV) devant acheter des billets de trésorerie à moins de 3 mois	Octobre 2008	Extension jusqu'au 1 ^{er} février 2010 mais utilisation devenue marginale
Mesures de soutien au financement des particuliers ou des petites entreprises			
<i>Term asset-backed securities loan facility</i> (TALF)	Prêts contre collatéral aux agents privés pour financer l'acquisition d'ABS nouvellement émis et gagés sur prêts automobile, prêts étudiants et cartes de crédit. Le collatéral est ensuite vendu par la Fed à un véhicule.	Novembre 2008	La facilité d'accorder des prêts TALF cessera le 30 juin 2010 pour ceux garantis par des CBMS nouvellement émis et le 31 mars 2010 pour ceux garantis par d'autres ABS, nouvellement émis ou hérités, éligibles au TALF, sauf si le Conseil des gouverneurs en prolonge la validité.
Achat de titres à long terme			
Achat de titres adossés à des créances hypothécaires (<i>mortgage backed securities, MBS</i>)	Achat de titres MBS garantis par les agences gouvernementales (<i>Government sponsored enterprises, GSE</i>), Fannie Mae et Freddie Mac	Novembre 2008	Arrivée à terme prévue par la Fed pour fin mars 2010
Achat de titres émis par les GSE	Achat d'obligations émises par les GSE	Novembre 2008	Arrivée à terme prévue par la Fed pour fin mars 2010
Achat de titres d'État	Achat de bons du Trésor américain	Mars 2009	Programme réalisé fin octobre 2009
<p><i>Notes : La Fed a d'abord mis en place, dès décembre 2007, un dispositif pour injecter des liquidités jusqu'à 3 mois en accordant des crédits aux banques contre du collatéral (TAF, PDCF) ou en prêtant des titres (Treasury) contre collatéral moins liquide – ABS, MBS... – (TSLF). Avec l'intensification de la crise financière, elle a créé des mécanismes destinés à améliorer le financement des agents privés et notamment des ménages (TALF). Enfin, fin 2008 et début 2009, la Fed a mis en place plusieurs programmes d'achat de titres. À cela s'ajoutent des mesures de soutien réservées aux fonds monétaires (AMLF, MMIFF).</i></p>			

Encadré 7 Mesures non conventionnelles : l'exemple du programme d'achat de covered bonds par l'Eurosystème

Le marché des covered bonds

Les covered bonds sont des instruments simples de titrisation, comparables à des obligations classiques. La différence est une protection en cas d'insolvabilité de l'émetteur de l'obligation : les covered bonds reposent sur un pool d'actifs, permettant alors de rémunérer les détenteurs. Ils sont souvent adossés à des créances hypothécaires (notamment aux États-Unis) ou à des créances publiques ou parapubliques (collectivités locales). En raison de ces caractéristiques, ces instruments sont appréciés par les investisseurs : leur encours était de près de 1 900 milliards d'euros en 2007 et de plus de 2 000 milliards en 2008.

Le secteur a été durement touché par la crise, notamment au travers d'Hypo Real Estate en Allemagne, nationalisée par le gouvernement. L'activité est restée soutenue en 2008 mais la première moitié de l'année 2009 s'est révélée difficile.

En juillet 2009, l'Eurosystème a lancé un programme d'achat de 60 milliards d'euros de covered bonds

Les contreparties éligibles au programme sont les mêmes que celles participant aux opérations de refinancement de l'Eurosystème. Le programme a débuté en juillet 2009 et se terminera au plus tard en juillet 2010.

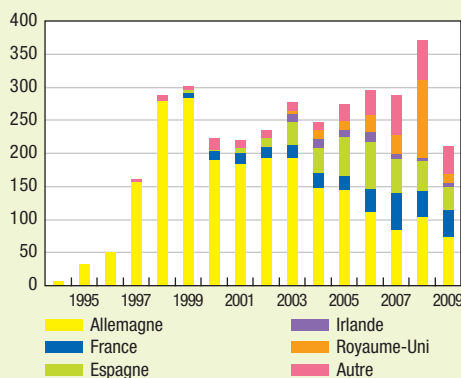
Les achats concernent le marché primaire (marché des émissions) et le marché secondaire. Pour être éligibles au programme, les titres doivent répondre aux critères leur permettant d'être apportés en garantie aux opérations de refinancement. Ils doivent avoir — sauf cas exceptionnel — une note minimum de AA, ou son équivalent, attribuée par au moins l'une des trois principales agences de notation (Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's) et dans tous les cas la note ne doit pas être en deçà de BBB-/Baa3.

Ce programme a eu des impacts positifs sur les volumes et les primes de risque. Les volumes ont dépassé 25 milliards d'euros à partir du mois de mai (annonce du programme), pour atteindre un pic au mois de septembre à 34,6 milliards d'euros. Une tendance assez nette de réduction des spreads émetteurs se dessine : après avoir atteint un point haut en mars 2009 en France et en Espagne, les spreads diminuent significativement depuis.

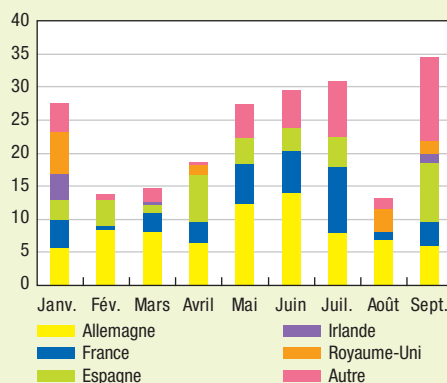
Volumes d'émissions par pays

(en milliards d'euros)

ÉMISSIONS ANNUELLES



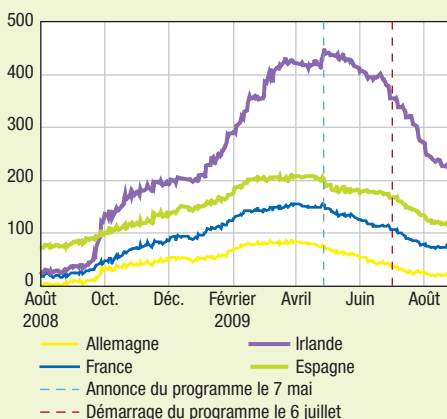
ÉMISSIONS MENSUELLES (ANNÉE 2009)



Source : Dealogic

Spreads à l'émission par pays en swaps spreads

(en points de base)



Sources : Bloomberg, iBoxx

3 | LA COOPÉRATION ENTRE BANQUES CENTRALES : LES ACCORDS DE FOURNITURE DE LIQUIDITÉ EN DEVICES

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 liquidité 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.

311 Les dispositifs de coopération avec l'Eurosystème

Afin d'améliorer l'accès à la liquidité euro des établissements de crédit n'appartenant pas à la zone euro, l'Eurosystème a conclu des accords de fourniture de liquidité euro avec plusieurs banques centrales européennes, à compter de fin octobre 2008, et également avec la Réserve fédérale de New York en 2009. La fourniture de liquidité en euros se fait essentiellement par un mécanisme de *swap* de change et éventuellement par des opérations de *reverse repo*. Par le mécanisme de *swap* de change, l'Eurosystème met à la disposition de la banque centrale partenaire une ligne de crédit en euros, en échange de laquelle cette dernière lui verse la contrevaletur en devise nationale. Cette mise à disposition des euros peut également prendre la forme de *reverse repo* : en échange des liquidités euro fournies, la banque centrale partenaire remet à l'Eurosystème du collatéral constitué de titres libellés en euros.

De façon symétrique, le Système fédéral de réserve et la Banque nationale suisse ont mis à disposition de l'Eurosystème, dès 2008, des lignes de liquidité, respectivement en dollars et en francs suisses, par des mécanismes de *swap* de change, à charge pour l'Eurosystème de les redistribuer à ses contreparties traditionnelles. La normalisation des conditions de marché et l'intérêt déclinant pour ces facilités en devises ont permis de réduire leur nombre au cours du deuxième semestre 2009. En novembre 2009, il ne subsistait plus qu'une allocation à une semaine tant pour le dollar que pour le franc suisse, contre plusieurs maturités initialement.

312 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 ces 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'opérations de *term auction facility*, instaurées dès décembre 2007, et conduites 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-après).

Lignes de <i>swap</i> en dollars accordées par la Fed		
Banques centrales bénéficiaires	Montants en milliards de dollars	Maturité
BCE	Illimité	Février 2010
Angleterre	Illimité	Février 2010
Japon	Illimité	Février 2010
Suisse	Illimité	Février 2010
Australie	30	Février 2010
Canada	30	Février 2010
Suède	30	Février 2010
Brésil	30	Février 2010
Corée	30	Février 2010
Mexique	30	Février 2010
Singapour	30	Février 2010
Danemark	15	Février 2010
Norvège	15	Février 2010
Nouvelle-Zélande	15	Février 2010
Accords de fourniture d'euros entre la BCE et les autres banques centrales		
Banques centrales bénéficiaires	Montants en milliards d'euros	
Hongrie	5	
Pologne	10	
Danemark	12	
Suède	10	
Fed	80	
Accord de fourniture de francs suisses entre la Banque nationale suisse et les autres banques centrales		
	BCE	
	Pologne	
	Hongrie	

313 Le rôle du FMI : un autre prêteur

Afin de mieux prévenir les crises économiques et financières et d'aider les pays à faire face à leurs déséquilibres de balance des paiements, le FMI a entrepris la réforme de son cadre de prêts. Ainsi, une nouvelle ligne de crédit modulable a été créée, la *flexible credit line* (FCL), facilité assurantielle destinée à la prévention des crises. Contrairement à la facilité de liquidité de court terme qu'elle a remplacée et qui n'avait jamais été utilisée, cet instrument a trouvé son emploi très rapidement : moins d'une semaine après sa création, le Mexique a demandé à bénéficier d'une FCL pour un montant de 47 milliards de dollars (soit 1 000 % de sa quote-part).

La FCL présente l'avantage d'être une facilité non conditionnelle même si, à l'occasion de son renouvellement potentiel, l'examen des critères d'éligibilité est reconduit. Cependant, le respect des critères d'éligibilité s'apprécie en dynamique, en prenant en compte les mesures correctrices en place et en s'inscrivant dans un cadre institutionnel précis. Sans accès limité, accordée au cas

par cas et à titre de précaution aux pays présentant de solides fondamentaux économiques, la FCL atténue le stigma que les marchés financiers attachent à tout recours à un financement du FMI. Depuis avril 2009, trois accords de FCL ont été approuvés par le Fonds pour un montant total de 82 milliards de dollars : au bénéfice du Mexique (31,5 milliards de droits de tirage spéciaux), de la Colombie (7 milliards de droits de tirage spéciaux) et de la Pologne (13,7 milliards de droits de tirage spéciaux). Ces montants équivalent à près de 1 000 % des quotes-parts de ces pays.

Au 31 août 2009, aucun tirage n'avait été effectué sur ces trois lignes de prêt accordées à des pays considérés comme vertueux au regard des politiques correctrices mises en œuvre par les autorités, de la solidité de leurs fondamentaux économiques et de leur volonté de mettre en place des politiques budgétaires et monétaires rigoureuses (faible niveau d'inflation, finances publiques saines, solvabilité du secteur bancaire, transparence de l'information...). Si l'octroi d'une FCL n'a pas immunisé les pays concernés contre les effets de la crise, pour autant ceux-ci n'ont pas perdu la confiance des investisseurs. De plus, le caractère non conditionnel de la facilité leur a conféré une certaine flexibilité dans la mise en œuvre de leurs politiques de restauration de la croissance.