

## Liquidité : la BCE sort l'artillerie lourde

⊙ Les banques centrales ont annoncé de nouvelles mesures radicales pour soulager les banques et assurer leur refinancement. Leur objectif commun est d'offrir plus de liquidité moins chère, à plus long terme, et plus facile d'accès. Tout est fait pour que les taux interbancaires baissent et que la politique monétaire retrouve de son efficacité.

⊙ Toutes les injections de liquidité en zone euro seront désormais menées *via* des enchères à taux fixe, pour des montants illimités, y compris aux maturités les plus longues (3 et 6 mois). En fixant directement le coût de la liquidité à terme, la BCE entend faire baisser les taux de marché (Euribor) et ainsi, assouplir effectivement les conditions monétaires suite à la baisse de taux du 8 octobre.

⊙ D'autres mesures drastiques sont mises en œuvre. Les montants des injections de liquidité en dollars sont également illimités. La gamme des collatéraux acceptés par la BCE est élargie.

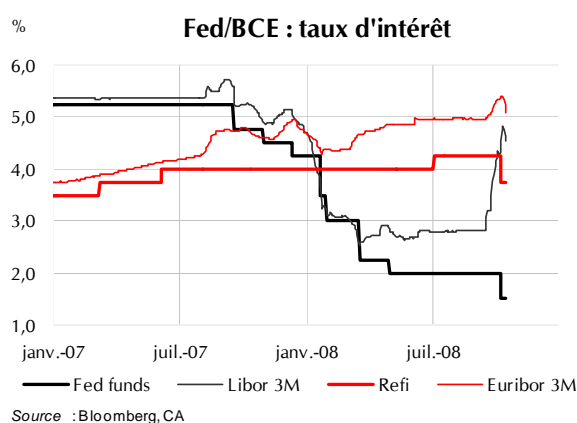
⊙ L'impact immédiat sur les marchés monétaires est positif, mais le climat actuel appelle à la prudence. En complétant la panoplie d'outils déjà en place, ces dernières mesures devraient a priori permettre aux taux interbancaires de poursuivre leur baisse amorcée cette semaine.

⊙ Dans tous les cas, la BCE devrait de nouveau baisser ses taux d'ici la fin de l'année. Nous tablons sur une cible de 3% pour le taux refi début 2009.

### Une situation critique

On savait les banques centrales mobilisées sur le front de la liquidité, mais les dernières mesures annoncées par la Fed et la BCE, d'une ampleur sans précédent, vont bien au-delà de ce qui a été fait depuis un an. Les principes qui guident les interventions des banques centrales restent les mêmes. **Il s'agit d'offrir plus de liquidité, à un coût minimal, à des maturités plus élevées et accessibles par le plus grand nombre.** Ainsi, les montants des injections de liquidité de la Fed et de la BCE n'ont cessé d'augmenter depuis la fin 2007. Les maturités de leurs prêts aux banques se sont allongées. La Fed a créé de nouvelles facilités de paiement (connues sous les abréviations TAF, PDCF, TSLF, CPFF). Enfin, les banques centrales ont procédé à des changements structurels majeurs dans leur mode de gestion de la liquidité au jour le jour (*cf. Perspectives Hebdo du 10 octobre*). La Fed a

notamment annoncé la rémunération des réserves obligatoires et excédentaires. La BCE continue d'inonder les marchés monétaires en euros, mais aussi en dollars, grâce aux lignes de swaps mises en place avec la Fed, et dont les montants sont désormais illimités. Lors de la première enchère de ce type, la BCE, la BoE et la BNS ont ainsi injecté 245 milliards de dollars dans le système bancaire.

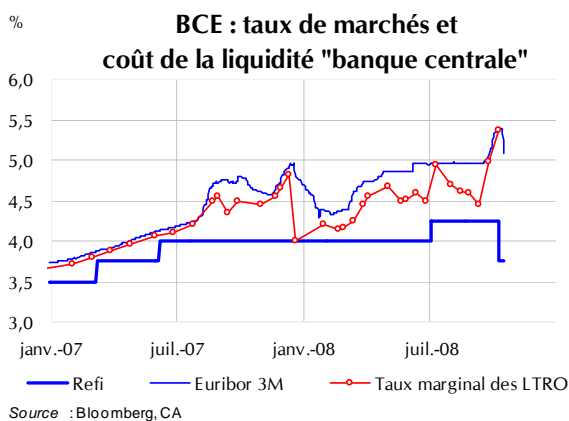


En dépit des efforts des banques centrales, les tensions sur les marchés interbancaires se sont accentuées en septembre, et la baisse des taux coordonnée de 50 pbb du 8 octobre n'a pas eu d'impact significatif sur les taux de marché. Non seulement la crise de liquidité s'éternise et accentue les risques d'un *credit crunch* généralisé, mais elle rend également inefficace toute décision de politique monétaire. **En conséquence, la BCE est revenue sur deux décisions importantes cette semaine, en acceptant de fixer un prix à la liquidité et en assouplissant les critères de sélection des actifs acceptés en garantie.**

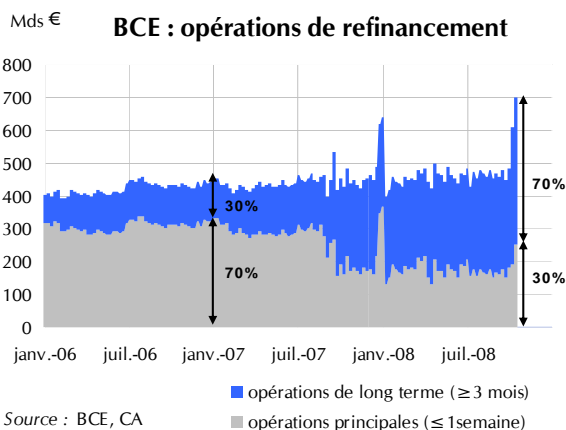
### La BCE prêteur en seul ressort

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé que toutes les opérations de refinancement à long terme (LTRO à 3 mois et 6 mois) seront désormais conduites à taux fixe et pour des montants illimités, comme c'est déjà le cas pour les opérations principales de refinancement à une semaine. Un taux sera annoncé avant chaque adjudication, et les banques pourront demander autant de liquidité que nécessaire. Toutes les LTRO sont reconduites et des opérations supplémentaires sont de nouveau créées. **Au total, dès le 30 octobre et jusqu'en mars 2009, la BCE procédera chaque mois à deux opérations de refinancement à 3 mois et une à 6 mois.**

Dans les faits, ceci permet à la BCE de déterminer un « juste niveau » des taux à 3 mois, ce qu'elle s'est toujours refusée à faire jusqu'ici, considérant que ce prix devrait être librement fixé par le marché avec comme guide le taux directeur annoncé par la banque centrale. Le contexte a changé : la paralysie du marché monétaire est un obstacle à la bonne formation des prix et l'objectif est désormais d'assouplir les conditions monétaires effectives suite à la baisse de taux de 50 pdb annoncée le 8 octobre. Le risque étant que la difficulté d'accès à la ressource financière et son coût exorbitant brident excessivement et durablement la production de nouveaux crédits avec des effets déprimants sur l'activité. La balance des risques a radicalement changé, la récession est au cœur des préoccupations tandis que les tensions inflationnistes refluent. **La BCE a fait savoir qu'elle pourrait baisser davantage ses taux afin de soutenir l'activité. Mais, pour que les mécanismes de transmission de la politique monétaire opèrent, il est impératif que les taux de marché évoluent en ligne avec le taux directeur.** Jusqu'ici, les enchères à taux variables faisaient remonter mécaniquement les taux de marché, dans la mesure où les banques qui avaient le plus besoin de cash étaient prêtes à payer le prix fort pour assurer leur refinancement. La forte remontée des taux des LTRO sur la période récente explique en grande partie les tensions sur les marchés interbancaires (cf. graphique).



**La BCE, comme la Fed ou la BoE, joue désormais le rôle de prêteur en seul ressort sur les marchés interbancaires**, en particulier aux maturités les plus longues. Généralement, la liquidité banque centrale est un substitut imparfait de la liquidité privée compte tenu des échéances courtes et de la nécessité de mobiliser des gages (liquides et sûrs) pour y prétendre. Avec la crise, les sources privées de financement se sont évaporées et les banques centrales ont du adapter leurs dispositifs pour reproduire au mieux les attributs de la liquidité privée (maturités plus longues et gages de moins en moins contraignants). Ainsi, l'évolution du bilan de la BCE illustre cette déformation des opérations de refinancement en faveur des opérations de long terme (cf. graphique).



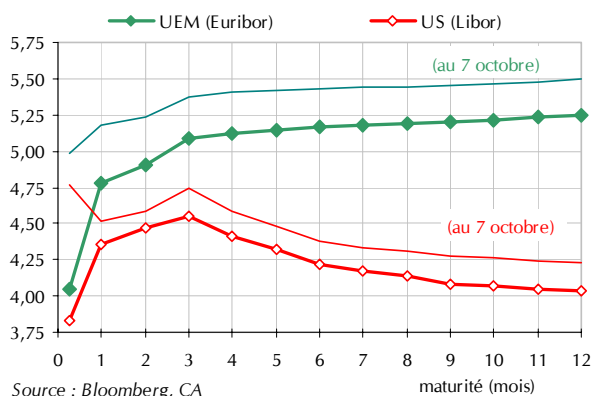
Ces changements ne remettent pas en cause le principe de séparation de la BCE entre politique monétaire et stabilisation des marchés. Ils confirment au contraire que l'une ne va pas sans l'autre. Enfin, d'autres mesures importantes ont été annoncées :

- **La gamme des collatéraux acceptés en garantie des prêts de la BCE est élargie.** Seront acceptés les titres de dette libellés en USD, GBP et JPY notamment, les certificats de dépôts (CDs) et dépôts à terme, la dette subordonnée et d'autres actifs spécifiques. Les décotes supplémentaires appliquées à ces titres varient de 5% à 10%.
- Par ailleurs **la notation minimale imposée aux actifs déposés en collatéraux est abaissée de A- à BBB-**, sauf pour les *Asset-Backed Securities*.
- Enfin, **des liquidités en dollars seront proposées à travers des swaps de change** (contre des euros), en plus des lignes de swaps déjà en place avec la Fed (contre des collatéraux).

### Dégel des marchés interbancaires

Les taux interbancaires ont commencé à baisser à l'annonce d'injections de liquidité illimitées en dollars. Leur baisse se fait à un rythme lent, en commençant par la partie courte de la courbe (cf. graphique). Les anticipations de marchés suggèrent par ailleurs une baisse des *spreads* de taux courts dans les mois à venir (« *forward basis* »).

### Courbes des taux interbancaires au 16 octobre 2008



**L'urgence actuelle pour les banques centrales n'est plus tant celle d'aider à la normalisation des marchés monétaires que de s'y substituer pour fournir coûte que coûte la liquidité aux banques**, et éviter ainsi un rationnement excessif du crédit qui pourrait plonger l'économie et la finance dans un cercle vicieux encore plus prononcé. Néanmoins, les mesures annoncées par les banques centrales

devraient en toute logique accélérer la baisse des taux interbancaires. L'extrême nervosité des marchés financiers appelle à la prudence. D'autres critères entrent en compte et à ce titre, la mise en œuvre des différents plans de soutien au secteur bancaire par les gouvernements nationaux sera déterminante.

**Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques**

75710 PARIS Cedex 15 — Fax : + 33 (0)1 43 23 58 60

Directeur de la Publication : Jean-Paul Betbèze

Contact : [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

**Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques**

**Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques**

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*