

La gestion de la liquidité de l'Eurosystème pendant la période de turbulences sur les marchés financiers

Luc Aucremanne
Jef Boeckx
Olivier Vergote *

Introduction

Les tensions sur le marché américain des prêts hypothécaires à haut risque s'étant propagées à d'autres compartiments du marché ainsi qu'à d'autres zones économiques, l'Eurosystème est, depuis le 9 août 2007, régulièrement confronté à une demande de liquidités très soutenue de la part du secteur bancaire de la zone euro. Le présent article décrit tout d'abord la manière dont l'Eurosystème a répondu à cette demande accrue de liquidités par le biais de ses opérations d'*open market*. À cette fin, il évoque la gestion de la liquidité au cours de la période comprise entre le 8 août et le 13 novembre – le dernier jour de la dixième période de constitution des réserves de 2007, qui est aussi la date de clôture des informations traitées dans cet article –, soulevant ainsi la question de savoir si la fourniture de liquidités additionnelles au cours de cette période joue un quelconque rôle de signal de l'orientation de la politique monétaire. L'apport au marché de liquidités supplémentaires pourrait en effet être vu comme un facteur stimulant la création de monnaie et dès lors indiquant un assouplissement de la politique monétaire.

Néanmoins, l'orientation de la politique monétaire de l'Eurosystème est sans équivoque déterminée par le niveau des taux directeurs, et plus précisément par celui du taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement; il s'agit d'opérations d'*open market* hebdomadaires qui, comme on le verra ci-après, couvrent généralement l'essentiel du besoin de liquidités du secteur bancaire résident. Ce taux étant resté inchangé au cours

de la période considérée, l'orientation de la politique monétaire est elle aussi demeurée identique. Le cadre opérationnel utilisé pour mettre en œuvre la politique monétaire vise pour sa part à ajuster l'offre de liquidités à la demande, de manière à ce que les taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire se stabilisent à des niveaux proches de celui du taux de soumission minimal. La fonction de signalisation de l'orientation de la politique monétaire est ainsi préservée au maximum. Ceci implique donc que l'Eurosystème mène une politique de taux d'intérêt qui rend endogènes tout à la fois la fourniture de liquidités et la structure de son bilan, et de ce fait élimine le caractère informatif de ces facteurs pour l'orientation de la politique monétaire. Les banques centrales d'autres pays industrialisés dont les marchés financiers sont bien développés ont également choisi de mener une politique visant à piloter le taux d'intérêt. Un autre article de la présente Revue économique explique pourquoi on opte généralement pour un objectif de taux d'intérêt et quelles sont les répercussions d'un tel choix sur l'interprétation du bilan des banques centrales⁽¹⁾.

L'article est structuré comme suit. La première partie aborde les taux directeurs de l'Eurosystème. La deuxième partie commente la gestion de la liquidité par l'Eurosystème dans des circonstances normales. La troisième

* Les auteurs souhaitent remercier Serge Bertholomé, Eddy De Koker, Hugues Famerée, Christoph Machiels, Vincent Périllieux et Thomas Schepens pour leurs contributions à cet article.

(1) Aucremanne L., J. Boeckx et O. Vergote (2007), « Piloter le taux d'intérêt ou la base monétaire; incidence sur le bilan d'une banque centrale », Revue Économique de la Banque nationale de Belgique, III, 17-27

partie explique comment l'Eurosystème a ajusté son apport de liquidités au cours de la période allant de début août à mi-novembre 2007, dans le contexte des tensions observées sur le marché monétaire. La dernière partie résume les principales conclusions.

1. Les taux directeurs de l'Eurosystème

Au début de chaque mois, le Conseil des gouverneurs de la BCE délibère sur l'orientation qu'il y a lieu de donner à la politique monétaire. Pour ce faire, il analyse de manière structurée toutes les informations économiques pertinentes dont il dispose. Sur la base de cette analyse économique et monétaire, il envisage de manière systématique les risques qui pèsent sur la stabilité des prix et détermine en conséquence les taux directeurs de l'Eurosystème⁽¹⁾.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE indique l'orientation de la politique monétaire en fixant le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement. En 2007, ce taux a été porté de 3,5 à 3,75 p.c. en mars, avant d'être relevé une nouvelle fois à 4 p.c. en juin. Alors qu'au début de l'été tout le monde attendait un nouveau resserrement de la politique monétaire – la communication du Conseil des gouverneurs allait en effet dans ce sens –, il n'en a plus été de même dans le courant du mois d'août. Le Conseil des gouverneurs a par la suite effectivement maintenu inchangé le taux de soumission minimal au terme de chacune de ses délibérations mensuelles. Il a chaque fois indiqué que, au vu des incertitudes accrues, il lui fallait réunir des informations complémentaires avant de prendre une décision.

Les deux autres taux directeurs de l'Eurosystème forment un corridor symétrique de 100 points de base de part et d'autre du taux de soumission minimal. Le taux de la facilité de prêt marginal, qui permet aux établissements de crédit confrontés à des besoins imprévus de liquidités d'obtenir des crédits à un jour contre des actifs éligibles, s'élève à 5 p.c. depuis juin 2007, tandis que le taux de la facilité de dépôt, qui offre aux établissements de crédit la possibilité de déposer un surplus de liquidités à un jour, s'élève à 3 p.c. depuis cette période. Les taux d'intérêt au jour le jour fluctuent à l'intérieur de ces marges. En effet, si les taux d'intérêt interbancaires étaient plus élevés ou plus faibles que celles-ci, cela impliquerait que les établissements de crédit pourraient emprunter ou déposer des fonds à des conditions plus avantageuses auprès de l'Eurosystème que sur le marché interbancaire. D'ailleurs, les taux assortis à ces facilités permanentes sont à tel point pénalisants par rapport au taux de soumission minimal que les établissements de crédit sont fortement incités à déposer leurs surplus et à apurer leurs déficits

sur le marché interbancaire avant de recourir aux facilités permanentes de l'Eurosystème.

Par une gestion active de la liquidité – c'est-à-dire en ajustant de façon adéquate l'offre de liquidités aux besoins de refinancement du système bancaire –, l'Eurosystème est en mesure d'influer sur les taux d'intérêt à court terme du marché interbancaire afin d'aligner ceux-ci sur le taux de soumission minimal. Il tente ainsi de préserver au maximum la fonction de signalisation de l'orientation de la politique monétaire. À cet effet, un cadre opérationnel a été mis au point: la manière dont celui-ci fonctionne est expliquée ci-dessous à la fois dans des conditions de marché normales mais aussi au cours des trois dernières périodes de constitution des réserves qui ont été caractérisées par une demande parfois très soutenue de liquidités. Celles-ci couvrent grosso modo la période allant de début août à mi-novembre 2007.

2. Le pilotage des taux d'intérêt du marché monétaire dans des conditions normales: la gestion de la liquidité par l'Eurosystème au cours des sept premières périodes de constitution des réserves de 2007

Le bilan consolidé de l'Eurosystème offre une vue d'ensemble de l'offre et de la demande de liquidités. À l'actif du bilan figurent les rubriques dont la progression a une incidence positive sur les liquidités à disposition du secteur bancaire tandis qu'au passif figurent les rubriques dont la progression conduit à une ponction de liquidités du secteur bancaire. Pour comprendre l'essentiel du cadre opérationnel de la politique monétaire, il suffit d'une présentation simplifiée du bilan de l'Eurosystème où toutes les rubriques sont réparties en trois catégories principales: les facteurs de liquidité autonomes, les avoirs en comptes courants des établissements de crédit – ce que l'on appelle les réserves – et les instruments de politique monétaire.

Trois éléments expliquent le besoin de refinancement des établissements de crédit: les facteurs de liquidité autonomes, les réserves obligatoires et les éventuels excédents de réserves. Les facteurs autonomes sont déterminés soit par le comportement du public soit par des dispositifs institutionnels, de sorte que l'Eurosystème n'a en général pas prise sur eux⁽²⁾. Les billets en circulation et les dépôts des administrations publiques sur les comptes des banques

(1) Le chapitre 4 de la publication de la BCE intitulée « La politique monétaire de la BCE » donne un aperçu plus détaillé de la stratégie de politique monétaire de la BCE.

(2) Les mouvements des facteurs de liquidité autonomes, qui sont la conséquence des interventions auxquelles l'Eurosystème peut procéder sur le marché des changes, constituent une exception à cette règle. Il n'existe cependant aucun lien direct entre ces derniers et la mise en œuvre de la politique monétaire.

centrales en sont des exemples. Le fait que la somme des facteurs autonomes soit plus élevée au passif qu'à l'actif implique que le secteur bancaire est confronté à un déficit de liquidités structurel par rapport à l'Eurosysteme.

Une deuxième composante importante du besoin de refinancement est celle des réserves obligatoires imposées aux établissements de crédit. Le montant des réserves à constituer est déterminé pour chaque établissement de crédit en fonction de l'assiette des réserves définie à partir des éléments de son passif (la plupart de ses exigibilités à court terme). Il est calculé en multipliant l'assiette des réserves par un coefficient de réserves fixé à 2 p.c. Les établissements de crédit peuvent appliquer à leurs réserves à constituer un abattement forfaitaire uniforme afin de déduire les coûts administratifs résultant de la gestion de réserves obligatoires de montants très faibles. Les réserves obligatoires doivent être constituées en moyenne sur la période, de sorte que les avoirs en comptes courants des établissements de crédit peuvent – sous cette contrainte – varier librement par rapport au montant des réserves à constituer. Depuis mars 2004, les périodes de constitution des réserves ont une durée d'un mois environ puisqu'elles débutent le jour de règlement de la première opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle une décision en matière de politique monétaire a été prise, et se terminent la veille du jour de règlement correspondant du mois suivant. Les avoirs en comptes courants des établissements de crédit sont rémunérés, pour autant que ceux-ci n'excèdent pas le montant des réserves à constituer, de sorte

que le système de réserves obligatoires n'impose pas de coûts supplémentaires au secteur bancaire. La rémunération correspond à la moyenne, au cours de la période de constitution des réserves, du taux marginal d'adjudication des opérations principales de refinancement.

Les excédents de réserves non rémunérés, c'est-à-dire le montant (le plus souvent réduit) que les établissements de crédit détiennent en sus des réserves obligatoires sur leurs comptes courants auprès de l'Eurosysteme, constituent la troisième composante du besoin de refinancement des établissements.

C'est précisément parce que les établissements de crédit sont confrontés à des besoins de liquidités structurels auxquels seule la banque centrale peut répondre que cette dernière est en mesure de piloter le taux d'intérêt au jour le jour en ajustant son apport de liquidités. Il importe à cet égard de préciser que les établissements de crédit ne peuvent obtenir de liquidités auprès de l'Eurosysteme qu'en présentant des garanties appropriées (BCE, 2006). L'Eurosysteme accepte un large éventail d'actifs en garantie, qui vont des titres publics aux titres adossés à des actifs. Cette procédure doit empêcher que des établissements de crédit ne puissent obtenir des liquidités au seul motif qu'ils ne disposent pas de garanties appropriées.

Une part non négligeable des besoins de liquidités des établissements de crédit est couverte par les opérations de refinancement à plus long terme. Ces opérations, qui

TABLEAU 1 BILAN CONSOLIDÉ ET SIMPLIFIÉ DE L'EUROSYSTÈME

(moyenne des encours journaliers pendant les sept premières périodes de constitution des réserves de 2007, milliards d'euros)

Actif		Passif	
Facteurs autonomes de liquidité		Facteurs autonomes de liquidité	
Réserves nettes de change	322,78	Billets en circulation	620,11
Autres facteurs autonomes (nets)	98,13	Dépôts des administrations publiques	49,87
		Avoirs en comptes courants y compris les réserves obligatoires	184,35
Instruments de politique monétaire		Instruments de politique monétaire	
Opérations principales de refinancement	290,35	Opérations de réglage fin (nettes)	0,49
Opérations de refinancement à plus long terme ..	143,65	Facilité de dépôt	0,32
Facilité de prêt marginal	0,23		
Total	855,13	Total	855,13

Source: BCE.

sont réalisées mensuellement pour une durée de trois mois, offrent aux établissements de crédit une source de financement stable. Depuis le 1^{er} février 2007, le Conseil des gouverneurs a décidé d'allouer lors de chaque opération un montant de 50 milliards d'euros, de sorte que l'encours des opérations de refinancement à plus long terme s'élève au total à 150 milliards d'euros depuis fin mars. Ce montant a toutefois encore augmenté, comme il apparaîtra plus loin dans l'article, lors de la période de tensions sur le marché monétaire. Dans la mesure où les opérations de refinancement à plus long terme n'ont pas pour objet d'émettre un signal à l'intention du marché, elles sont habituellement exécutées par voie d'appels d'offres à taux variable dont le montant est annoncé préalablement. Cela signifie que les soumissions assorties des taux d'intérêt les plus élevés sont satisfaites en priorité, puis les offres à taux d'intérêt moins élevés jusqu'à épuisement du montant total de liquidités à adjudger. Au taux d'intérêt le plus bas accepté, appelé « taux marginal d'adjudication », les offres sont satisfaites au prorata. Pour chaque adjudication, le taux d'intérêt appliqué est le taux offert par la contrepartie, de sorte qu'il est possible de calculer un taux d'intérêt moyen pondéré.

L'Eurosystème couvre généralement l'essentiel des besoins de liquidités des établissements de crédit par le biais des opérations principales de refinancement hebdomadaires. Ces opérations dont la durée est d'une semaine sont effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable. Le taux d'intérêt le plus bas auquel les établissements de crédit peuvent soumissionner, appelé « taux de soumission minimal », est fixé chaque mois par le Conseil des gouverneurs et a pour objet de signaler l'orientation de la politique monétaire. Afin d'informer suffisamment les contreparties quant au besoin de liquidités total du secteur bancaire, la BCE publie des prévisions quant aux besoins de refinancement consolidés sur la base desquelles est calculée une adjudication dite de référence (BCE, 2004b). Ce montant de référence est calculé de manière à ce que les établissements de crédit puissent globalement respecter leurs obligations en matière de réserves de manière harmonieuse jusqu'au jour qui précède le règlement de l'opération principale de refinancement suivante. Pour ce faire, il est tenu compte des liquidités déjà allouées dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme et des autres opérations d'*open market*, du déséquilibre de liquidités qui s'est déjà accumulé depuis le début de la période de constitution des réserves et d'une estimation de l'évolution future des facteurs autonomes, d'une part, et des excédents de réserves, d'autre part. Ce montant de référence permet aux soumissionnaires de fixer le montant de leur offre. En outre, depuis mars 2004, l'Eurosystème publie, le jour où a lieu l'adjudication de l'opération principale de

refinancement, une actualisation du montant de référence publié la veille au moment de l'annonce de l'opération principale de refinancement. Dans une tentative de réduire l'écart positif, quoique limité dans des conditions de marché normales, entre le taux de soumission minimal et le taux au jour le jour, depuis janvier 2005, l'Eurosystème choisit régulièrement de mener une politique d'adjudication abondante consistant à allouer un volume de liquidités légèrement supérieur au montant de référence annoncé préalablement. L'écart (positif) entre le montant effectivement alloué et le montant de référence s'est ainsi systématiquement élevé à 1 milliard d'euros au cours des sept premières périodes de constitution des réserves de 2007. Pour 2006, cet écart moyen s'était chiffré à 1,37 milliard d'euros. Un écart positif plus prononcé augmente la probabilité d'une attribution excessive de liquidités à la fin de la période de constitution des réserves, ce qui exercera une pression à la baisse sur les taux d'intérêt à court terme. À l'inverse, une insuffisance d'attribution exercerait une pression à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme.

L'Eurosystème peut en outre effectuer des opérations de réglage fin. Celles-ci peuvent revêtir la forme d'opérations d'apport ou de retrait de liquidités. Cet instrument permet à l'Eurosystème d'atténuer les fluctuations inhabituelles du taux au jour le jour par rapport au taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement. C'est surtout à la fin de la période de constitution des réserves que sont effectuées les opérations de réglage fin. En effet, les établissements de crédit doivent respecter leurs obligations de réserve en moyenne sur la période de constitution, de sorte qu'ils peuvent laisser librement fluctuer leurs avoirs en comptes courants au début de la période de constitution. Cependant, vers la fin de celle-ci, les obligations de réserves devenant contraignantes, l'Eurosystème tentera d'atténuer tout mouvement important des taux du marché monétaire en ajustant son apport de liquidités par le biais des opérations de réglage fin. Ainsi, au cours des sept premières périodes de constitution des réserves de 2007, six opérations de réglage fin ont été effectuées, et ce chaque fois le dernier jour de la période de constitution des réserves. Le 13 février et le 10 juillet, des liquidités supplémentaires ont été adjudgées pour des montants de respectivement 2 et 2,5 milliards d'euros. Au cours des jours suivants, les liquidités excédentaires ont été absorbées : 2,3 milliards d'euros le 13 mars, 22,5 milliards le 17 avril, 2,46 milliards le 14 mai et 6 milliards le 12 juin⁽¹⁾. En 2006, l'Eurosystème avait à onze reprises eu recours aux opérations de réglage fin, également chaque

(1) L'encours des opérations de réglage fin visant à retirer des liquidités du marché a été plus élevé entre le 1^{er} janvier et le 30 avril 2007 pour des raisons comptables ayant trait à l'entrée de la Slovénie dans l'union monétaire. Ces montants ne sont pas pris en compte ici.

fois le dernier jour de la période de constitution des réserves. Les montants de ces opérations ont atteint, en valeur absolue, 9,9 milliards d'euros en moyenne.

Afin d'absorber les déséquilibres (déficit ou surplus) résiduels de liquidités des établissements de crédit, l'Eurosystème a mis en place des facilités permanentes. Les éventuels surplus de liquidités peuvent être conservés grâce à la facilité de dépôt, tandis qu'au moyen de la facilité de prêt marginal, des liquidités peuvent être obtenues jusqu'au matin suivant. C'est surtout à la fin de la période de constitution des réserves que les établissements de crédit ont recours aux facilités permanentes. Au cours des sept premières périodes de constitution des réserves de 2007, un montant de 231 millions d'euros a en moyenne été emprunté chaque jour par le biais de la facilité de prêt marginal, tandis qu'un montant de 321 millions d'euros était en moyenne placé chaque jour par le biais de la facilité de dépôt. Le recours aux facilités permanentes le dernier jour de la période de constitution des réserves exerce une influence considérable sur ces montants moyens.

Comme c'est traditionnellement le cas, le recours par les établissements de crédit aux facilités permanentes a dans l'ensemble été marginal, en raison notamment du caractère pénalisant des taux qui y sont associés. Les opérations d'*open market* couvrent en outre presque totalement les besoins de refinancement des établissements de crédit, conformément au principe de neutralité adopté par l'Eurosystème en matière de gestion de la liquidité, dont l'objectif est d'éviter toute déviation systématique en ce qui concerne le recours aux facilités permanentes.

Grâce au cadre opérationnel de l'Eurosystème, le taux d'intérêt au jour le jour a pu être stabilisé au niveau souhaité durant les sept premières périodes de constitution des réserves de 2007. Ainsi, l'écart journalier moyen en termes absolus de l'Eonia⁽¹⁾ par rapport au taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement a atteint 7 points de base et n'a, qu'à de rares occasions, été supérieur à 20 points de base. En 2006, l'Eurosystème était aussi parvenu à maintenir le taux au jour le jour à un niveau très proche du taux de soumission minimal, et ce même le dernier jour de la période de constitution des réserves, lorsque les fluctuations inattendues de la liquidité sont les plus probables (BNB, 2007).

3. Face à une forte demande de liquidités : la gestion de la liquidité par l'Eurosystème entre le 8 août et le 13 novembre 2007

Comme décrit ci-avant, le cadre opérationnel de l'Eurosystème avait déjà fait la preuve de sa solidité dans des conditions de marché normales. Au cours des trois dernières périodes de constitution des réserves, il est en outre apparu que celui-ci avait été à même d'absorber avec succès les épisodes de très forte demande de liquidités mais aussi, alors que les conditions de marché étaient tendues, de stabiliser de manière satisfaisante les taux d'intérêt du segment le plus court du marché monétaire autour du taux de soumission minimal. Comme le montrera ci-après le commentaire chronologique de la gestion de la liquidité, la mise en œuvre pratique du cadre opérationnel – qui est par ailleurs demeuré inchangé – a, au cours de cette période de tensions sur les marchés financiers, différé en trois points de ce qu'il est en situation de conditions de marché normales. Premièrement, les montants de référence ont moins servi de fil conducteur, au début de la période de constitution des réserves, pour déterminer les montants effectivement alloués lors des opérations principales de refinancement, et ce afin de tenter de maintenir le taux marginal de ces opérations à un niveau proche du taux de soumission minimal. Cette politique répondait à une demande de préalimentation (*frontloading*) provenant du secteur bancaire, c'est-à-dire que celui-ci souhaitait pouvoir satisfaire aux obligations de réserve de manière plus que propositionnelle au début de la période de constitution des réserves. De la sorte, c'est la répartition dans le temps de l'allocation des liquidités au cours de la période de constitution des réserves qui est modifiée, alors que le montant total alloué sur la même période n'en est pas affecté. Deuxièmement, un recours plus large a été fait aux opérations de réglage fin, tout d'abord dans le but d'injecter des liquidités, puis, à la fin de la période de constitution des réserves, dans le but d'en absorber, lorsqu'il est apparu que la fourniture de liquidités supplémentaires commençait à exercer une pression à la baisse sur le taux au jour le jour. En conséquence, tant le nombre d'opérations de réglage fin – celles-ci n'avaient en effet plus lieu exclusivement le dernier jour de la période de constitution des réserves – que leur volume ont augmenté. Troisièmement, le montant alloué lors des opérations de refinancement à plus long terme a été considérablement relevé à deux reprises, de manière à garantir aux établissements de crédit un volume plus important de liquidités pour une durée de trois mois.

(1) L'Eonia est un taux au jour le jour effectif ; il correspond à la moyenne pondérée des taux appliqués par une sélection de 49 banques aux prêts sans garantie sur le marché interbancaire au jour le jour de la zone euro.

3.1 Période de constitution des réserves s'achevant le 11 septembre 2007

La période de constitution des réserves allant du 8 août au 11 septembre a débuté dans des conditions de marché normales : comme à l'accoutumée, le volume alloué lors de la première opération principale de refinancement a légèrement dépassé (d'un milliard d'euros) le montant de référence. Le deuxième jour de la période de constitution, l'Eurosystème s'est cependant vu contraint de procéder à des opérations d'*open market* supplémentaires. Le matin du 9 août, il s'est produit un dérèglement du marché monétaire caractérisé par une hausse soudaine du taux d'intérêt au jour le jour (de 4,10 à 4,70 p.c.) suite à une augmentation sensible de la demande des établissements de crédit pour les avoirs en comptes courants auprès de l'Eurosystème. À l'origine de ce phénomène, il y a les tensions croissantes sur le marché monétaire américain et la crainte que les banques européennes se retrouvent en difficultés à la suite des turbulences enregistrées sur le marché américain des prêts hypothécaires à haut risque (cf. encadré 1). Après avoir fait part de ses inquiétudes dans le courant de la matinée, l'Eurosystème a injecté des liquidités par le biais d'une opération de réglage fin d'une durée de 24 heures, et ce afin de stabiliser le taux d'intérêt au jour le jour. Cette opération a pris la forme d'un appel d'offres à taux fixe de 4 p.c. (soit le niveau du taux de soumission minimal), avec annonce préalable que l'intégralité des soumissions serait satisfaite. Quarante-neuf établissements de crédit ont présenté des soumissions pour un montant total de 94,8 milliards d'euros et une durée de 24 heures. Le taux d'intérêt au jour le jour a ainsi reculé et s'est établi à un niveau proche de celui du taux de soumission minimal de sorte que l'Eonia – qui est un taux moyen sur la journée – a ainsi atteint 4,22 p.c. ce jour-là.

Le matin du 10 août, étant donné que les liquidités injectées la veille par le biais de l'opération de réglage fin susmentionnée allaient disparaître du marché puisqu'il s'agissait d'une opération d'une durée de 24 heures, la BCE a décidé de procéder de nouveau à une opération de réglage fin au jour le jour. Cette opération a été réalisée selon la procédure d'appel d'offres à taux variable sans annonce préalable du montant de l'adjudication. Celle-ci devait permettre à l'Eurosystème de mieux évaluer la demande de liquidités du secteur bancaire. Soixante-deux établissements de crédit ont présenté des soumissions pour un montant total de 110 milliards d'euros avec des taux d'intérêt compris entre 4,00 et 4,15 p.c. La BCE a décidé d'allouer des liquidités pour toutes les soumissions à un taux supérieur ou égal au taux marginal de 4,05 p.c., si bien que 61,1 milliards d'euros ont été alloués jusqu'au jour ouvrable suivant à un taux moyen

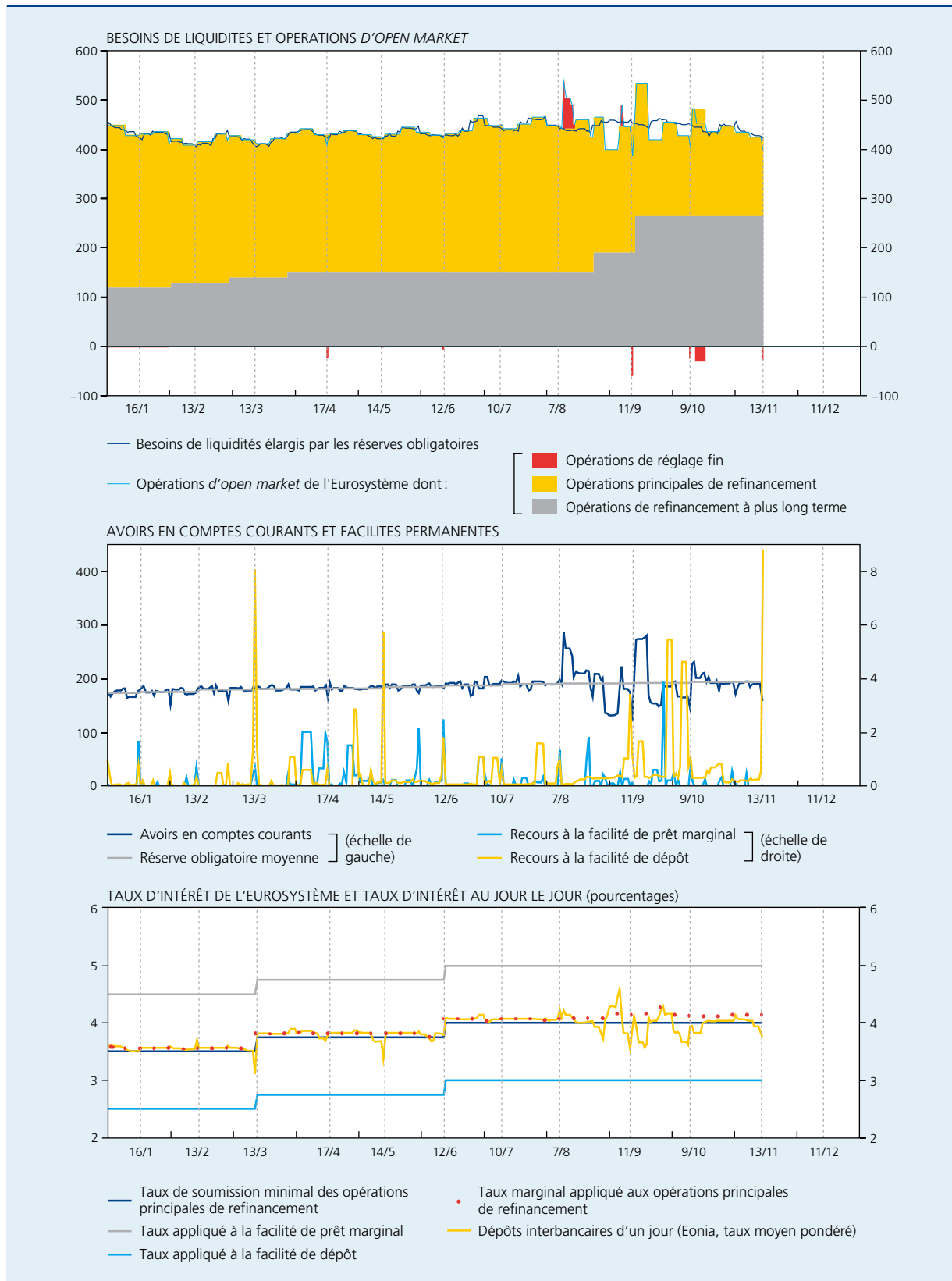
pondéré de 4,08 p.c. En conséquence, l'Eonia est ressorti à 4,14 p.c. à cette date.

Le lundi 13 août, dans un contexte d'atonie de l'activité sur le marché monétaire, la BCE a procédé à une autre opération de réglage fin présentant des caractéristiques similaires à celle du 10 août. Cinquante-neuf établissements de crédit ont présenté des soumissions pour un montant total de 84,4 milliards d'euros avec des taux d'intérêt compris entre 4,00 et 4,10 p.c. L'Eurosystème a décidé d'allouer des liquidités pour toutes les soumissions à un taux supérieur ou égal à 4,06 p.c., si bien que 47,7 milliards d'euros ont été alloués à un taux moyen pondéré de 4,07 p.c. L'Eonia s'est établi à 4,10 p.c. le 13 août.

Le matin du 14 août, l'Eurosystème a décidé de procéder à une nouvelle opération de réglage fin au jour le jour en sus de l'opération principale de refinancement hebdomadaire, pour répondre aux besoins supplémentaires de liquidités pouvant résulter du fait que le règlement de l'opération principale de refinancement réalisée ce même jour ne se produirait pas avant le lendemain. L'opération de réglage fin a de nouveau été effectuée au moyen d'un appel d'offres à taux variable sans annonce préalable du montant de l'adjudication. Des soumissions ont été présentées pour un montant total de 46 milliards d'euros et les taux offerts ont été compris entre 4,00 et 4,09 p.c. Toutes les soumissions assorties d'un taux supérieur ou égal à 4,07 p.c. ont été satisfaites si bien que 7,7 milliards d'euros ont été alloués à un taux moyen pondéré de 4,07 p.c. Outre cette opération de réglage fin, la BCE a décidé d'allouer 73,5 milliards d'euros de plus que le montant de référence lors de l'opération principale de refinancement du 14 août. Cette opération visait à empêcher l'assèchement des avoirs en comptes courants des établissements de crédit qui auraient découlé d'une allocation « mécanique » du montant de référence. En effet, le montant de référence tient compte du montant des avoirs en comptes courants pour l'estimation des besoins de liquidités qui découlent des obligations de réserves au cours de la période considérée. Ces avoirs se sont précisément sensiblement accrus pendant les premières semaines de la période de constitution des réserves sous l'effet de l'ample fourniture de liquidités, qui, dans des circonstances normales, aurait conduit à modérer la demande pendant le reste de la période de constitution. Une telle neutralisation automatique ne cadrait cependant pas avec les tensions observées sur le marché monétaire, puisque la demande de réserves est, au contraire, demeurée soutenue. Le taux marginal et le taux moyen de l'opération principale de refinancement susmentionnée se sont établis respectivement à 4,08 et 4,10 p.c. Après cette adjudication supérieure au montant de référence, l'Eonia s'est stabilisé autour de 4 p.c. les jours suivants.

GRAPHIQUE 1 GESTION DE LA LIQUIDITÉ DE L'EUROSISTÈME⁽¹⁾

(encours journaliers, milliards d'euros, sauf mention contraire)



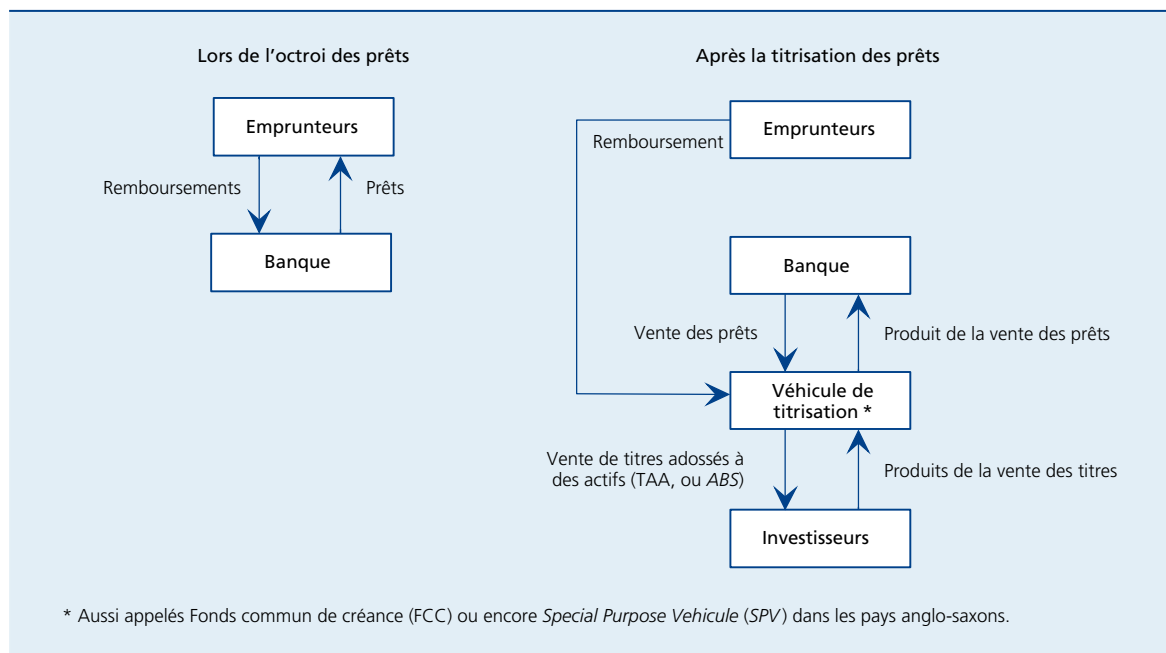
Source : BCE.

(1) Les lignes grises verticales indiquent le dernier jour des périodes de constitution des réserves.

Encadré 1 – Causes de la pénurie de liquidités

Le présent encadré examine les raisons pour lesquelles des problèmes affectant un marché relativement étroit comme celui des prêts hypothécaires à haut risque aux États-Unis (un marché pour des prêts hypothécaires associés à des emprunteurs dont la qualité-crédit est particulièrement mauvaise) ont eu des conséquences sur d'autres segments des marchés financiers au niveau mondial, pour finalement engendrer une pénurie de liquidités sur les marchés monétaires, ce qui a nécessité l'intervention des banques centrales. La titrisation a joué un rôle clé dans la survenance de ces événements.

L'APPARITION DES INSTRUMENTS DE FINANCEMENT STRUCTURÉS PAR LE BIAIS DE LA TITRISATION



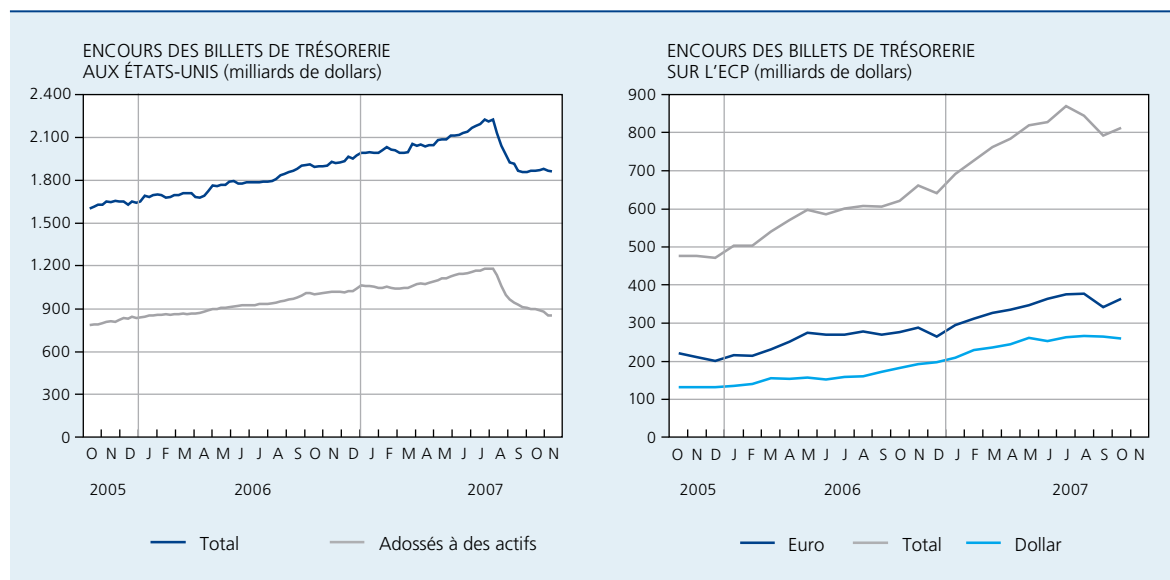
Les prêts consentis par un établissement de crédit sont traditionnellement inscrits à son bilan jusqu'à leur échéance. La titrisation permet toutefois à un établissement de crédit de soustraire les actifs de son bilan et de dégager des liquidités par l'intermédiaire d'une entité mise en place spécialement à cette fin, aussi appelée véhicule de titrisation (ou fonds commun de créance, FCC, ou encore *Special Purpose Vehicle, SPV*). Un véhicule de titrisation a une personnalité juridique propre et est donc indépendant de l'établissement de crédit qui l'a mis en place. Il se peut néanmoins qu'un véhicule de titrisation dispose d'une ligne de crédit de substitution (*back-up credit line*) auprès de celui-ci.

Lors d'une titrisation classique, les prêts d'un établissement de crédit sont mis en commun (*pooling*) et vendus au véhicule de titrisation (on parle alors de titrisation assortie d'une cession parfaite). Une fois l'opération de titrisation clôturée, le véhicule de titrisation se voit rembourser les prêts, ce qui lui permet à son tour de rembourser les investisseurs. En revanche, lors d'une titrisation synthétique, seul le risque de crédit est transféré (et non les prêts). Cette dernière forme de titrisation s'effectue au moyen de produits dérivés (les swaps de défaut de crédit) qui permettent à l'établissement de crédit de se couvrir contre le défaut de paiement.



Alors que, dans le cas d'une titrisation « classique » sans aucune transformation (*pass-through*), les remboursements en capital et en intérêts sont transmis sans fractionnement aux investisseurs, les titres émis par le véhicule de titrisation sont à l'heure actuelle souvent fractionnés et subdivisés en tranches. C'est ainsi que sont construits les instruments de financement structurés. Chaque tranche possède un profil de risque qui reflète la manière dont les pertes et les gains associés aux actifs sous-jacents sont répartis entre les différentes tranches (*subordination*), de sorte qu'un nombre déterminé de titres seront assortis d'une notation élevée, comme AAA ou AA (*credit enhancement*). Les nouveaux instruments (appelés titres adossés à des actifs, TAA, ou *asset backed securities, ABS*) sont *in fine* assortis de notations différentes. Certaines entités, comme celles spécialisées en billets de trésorerie adossés à des actifs (en anglais *asset backed commercial paper conduits, ou ABCP conduits*) et celles spécialisées en instruments de placement structurés (*structured investment vehicles, SIV's*) qui investissent dans ces produits, émettent des titres à court terme pour financer leurs actifs à plus long terme. En plaçant à long terme et en prêtant à court terme, elles sont, à l'instar des établissements de crédit classiques, confrontées à un risque de liquidités.

LE MARCHÉ DES BILLETS DE TRÉSORERIE



Sources : Euroclear, Federal Reserve.

Du fait de la titrisation, les risques ne sont plus concentrés au sein de l'établissement de crédit, mais ils sont dispersés dans tout le système financier. La dispersion des risques est en soi une évolution favorable, mais rend désormais très difficile leur localisation. Le manque de transparence quant à l'exposition effective, résultant de ces structures complexes, a accru l'incertitude. En raison de la complexité parfois élevée de certains de ces produits, leur valorisation lors de tensions sur les marchés financiers constituait un défi majeur. Ces problèmes de valorisation ont été les plus aigus dans le cas des produits exposés directement ou indirectement aux prêts hypothécaires à haut risque, mais se sont également manifestés pour d'autres instruments de financement structurés, sous la forme d'une hausse des primes de risque. Le marché de certains instruments de dette s'est asséché en raison de l'asymétrie d'information, comme l'a démontré Akerlof dans son analyse du « *market for lemons* » (Akerlof, 1970, où les *lemons* sont des voitures d'occasion en mauvais état). Finalement, ce ne sont pas uniquement les titres adossés à des prêts hypothécaires qui ont été mis sous pression, mais bien l'ensemble du marché des titres adossés à des actifs.



En raison du renforcement de l'aversion au risque, il était devenu difficile pour les entités susmentionnées de se financer par l'émission de billets de trésorerie (*commercial paper*) à court terme. Le marché des billets de trésorerie est un marché très ample aux États-Unis. Avant l'émergence des tensions, l'encours de ceux-ci était de quelque 2.225 milliards de dollars, ce qui illustre son succès. Début septembre 2007, ce montant avait toutefois déjà chuté de 16 p.c. pour s'élever à 1.869 milliards de dollars et est resté à un niveau comparable depuis lors. Cette baisse est elle-même due au recul des billets de trésorerie adossés à des actifs (BTAA, *ABCP* en anglais) qui a atteint quelques 27,5 p.c. en novembre. Dans la zone euro, le marché est en revanche encore très segmenté, mais le marché des eurobillets de trésorerie (aussi appelés europapier commercial en référence à sa dénomination anglo-saxonne de *euro commercial paper*, *ECP*), qui ne connaît pas de frontières, gagne en importance. En juillet 2007, l'encours des billets de trésorerie sur ce marché était de 869 milliards de dollars avant de reculer de 9 p.c. en septembre pour se fixer à 792 milliards de dollars (du fait de la dépréciation du dollar, le recul serait encore plus important si les montants étaient exprimés en euro). Il ressort dès lors de ceci que les émetteurs de BTAA (*ABCP* en anglais) ne sont plus parvenus à se refinancer et à renouveler les titres qu'ils avaient émis et qui arrivaient à échéance. En outre, la maturité moyenne des titres nouvellement émis a diminué.

La balle est donc revenue dans le camp des banques, principalement par l'intermédiaire de deux mécanismes. Ils devaient soit fournir des liquidités aux entités spécialisées en billets de trésorerie adossés à des actifs et à celles spécialisées en instruments de placement structurés (*SV's*) par le biais des lignes de crédit de substitution dont celles-ci bénéficient auprès de l'établissement de crédit auquel elles sont liées, soit reprendre certains des actifs du bilan de ces entités afin d'alléger celui-ci. Dans les deux cas, les établissements de crédit ont été obligés de rechercher le financement nécessaire si bien qu'ils ont commencé à épargner des liquidités. Les établissements de crédit ont en outre refusé de se prêter des fonds entre eux dans un contexte d'incertitude quant à l'exposition potentielle des contreparties.

Dans de telles conditions où le fonctionnement du marché interbancaire risque d'être totalement paralysé, la pertinence du montant de référence sur lequel l'Eurosystème base son adjudication lors des opérations principales de refinancement, disparaît. Ce montant de référence repose en effet sur des paramètres (principalement les facteurs autonomes et les réserves obligatoires) pour le système bancaire consolidé, sachant que, dans des conditions de marché normales, les établissements de crédit qui ont un surplus de liquidités et ceux qui présentent un déficit de liquidité finissent par facilement se rencontrer sur le marché interbancaire. En cas de crise de confiance, une demande supplémentaire de réserves de banque centrale surgit dans le chef des établissements de crédits pris individuellement, si bien que la demande totale de liquidités au niveau du système bancaire consolidé est nettement supérieure aux montants de référence habituels qui n'ont pas été influencés par les tensions sur les marchés financiers. En d'autres termes, la demande de monnaie de banque centrale subit un choc haussier substantiel. Dans de telles conditions, un apport de liquidités supplémentaires est souhaitable de sorte que le taux d'intérêt au jour le jour puisse être stabilisé.

Du fait d'un apport de liquidités approprié, les établissements de crédit ayant un déficit de liquidités disposent de moyens d'action, de sorte que les institutions solvables se trouvent prémunies contre le risque qu'un simple déficit de liquidité les conduise à des ventes forcées ou à l'acceptation de prêts, préludes à des problèmes de solvabilité. Ceci ne signifie toutefois pas que les besoins de liquidités de la part d'établissements de crédit qui, du fait d'une prise excessive de risques, se retrouvent confrontés à des problèmes de solvabilité seront satisfaits. La fourniture de liquidités par le biais des opérations d'*open market* s'appuie en effet sur la mise en gage de garanties appropriées.

D'importants excédents de réserves s'étant accumulés au cours des premières semaines de la période de constitution, la BCE a décidé de fixer le montant de l'adjudication des opérations principales de refinancement des 21 août,

28 août et 4 septembre à un niveau qui permettrait une réduction progressive des avoirs en comptes courants. De plus, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé le 22 août de procéder à une opération de refinancement

à plus long terme supplémentaire dans la mesure où les besoins de refinancement étaient particulièrement aigus sur ce segment du marché monétaire, comme l'indiquait la forte hausse du taux interbancaire à trois mois. Cette opération a permis d'injecter 40 milliards d'euros sur le marché, le 24 août pour une durée de trois mois, à un taux marginal de 4,49 p.c. et à un taux moyen pondéré de 4,61 p.c. L'Eurosystème a fait savoir que cette opération n'aurait aucune incidence sur les opérations mensuelles régulières de refinancement à plus long terme mais que le montant des adjudications lors des opérations principales de refinancement compenserait cette fourniture de liquidités. Lors de l'opération principale de refinancement du 21 août, 46 milliards d'euros de plus que le montant de référence ont été alloués à un taux marginal de 4,08 p.c. et à un taux moyen pondéré de 4,09 p.c. Consécutivement à cet apport relativement important de liquidités, l'Eonia a sensiblement reculé pour s'établir à quelque 3,7 p.c. au cours de la semaine suivant ladite opération. Lors de l'opération principale de refinancement du 28 août, c'est un montant de 14,5 milliards d'euros de plus que le montant de référence qui a été alloué à un taux marginal de 4,08 p.c. et à un taux moyen pondéré de 4,09 p.c. À partir du 28 août, l'Eonia est à nouveau progressivement reparti à la hausse. Le 29 août, l'une des opérations régulières de refinancement à plus long terme est arrivée à échéance. Conformément à l'usage, celle-ci a été renouvelée et 50 milliards d'euros ont été alloués, sans pour autant grossir l'enveloppe de financement totale. Le taux marginal et le taux moyen pondéré de cette opération se sont respectivement élevés à 4,56 et 4,62 p.c.

Le 4 septembre, la BCE a alloué 5 milliards d'euros de plus que le montant de référence lors de la dernière opération principale de refinancement en dépit de la proximité de la fin de la période de constitution, moment où elle cherche habituellement à atteindre des conditions de liquidités équilibrées. Cette opération s'est toutefois avérée moins généreuse que ne l'escomptaient les établissements de crédit: en effet, le taux marginal et le taux moyen pondéré se sont respectivement élevés à 4,15 et 4,19 p.c. De nouvelles tensions ont par conséquent surgi sur le segment à court terme du marché monétaire et le taux d'intérêt au jour le jour a grimpé pour atteindre 4,70 p.c. dans la matinée du 5 septembre, suite à quoi l'Eurosystème a annoncé qu'il surveillait attentivement cette situation et qu'il se tenait prêt à intervenir si nécessaire. Le 6 septembre, il a dès lors procédé à une opération de réglage fin à taux variable d'une durée de 24 heures, qui a injecté 42,2 milliards d'euros sur le marché. Le taux marginal de cette opération s'est élevé à 4,06 p.c., soit un niveau nettement inférieur à celui du taux marginal de la dernière opération principale de refinancement. Le taux moyen pondéré pour cette opération s'élevait à 4,13 p.c.

L'Eonia s'est dès lors infléchi à cette date pour s'établir à 4,05 p.c. Le Conseil des gouverneurs a décidé, le même jour, de ne pas modifier les taux directeurs et de procéder, le 12 septembre, à une nouvelle opération de refinancement d'une durée de trois mois sans annonce préalable du montant de l'adjudication, de manière à favoriser la normalisation du fonctionnement du marché monétaire.

Les liquidités étant abondantes, les avoirs en comptes courants ont largement excédé le niveau requis pour satisfaire aux réserves obligatoires. À la fin de la période de constitution des réserves, cette situation a inévitablement pesé sur le taux d'intérêt au jour le jour, si bien que l'Eonia a reculé pour s'établir à 3,54 p.c. le 10 septembre, soit son niveau le plus bas au cours de cette période de constitution des réserves. Afin de mettre un terme à cette pression baissière, l'Eurosystème a procédé le 11 septembre – soit le dernier jour de la période de constitution des réserves sous revue – à une opération de réglage fin visant à absorber des liquidités. Cette opération a permis de retirer 60 milliards d'euros du marché à un taux de 4,00 p.c. de sorte que l'Eonia est remonté pour s'établir à 3,87 p.c.

L'apport considérable de liquidités pendant les premières semaines de la période de constitution des réserves se retrouve dans le montant des avoirs en comptes courants des établissements de crédit, qui s'est avéré plus important que lors d'autres périodes de constitution des réserves. Le recours aux facilités permanentes est resté globalement limité, même si le recours moyen à la facilité de dépôt a légèrement progressé.

3.2 Période de constitution des réserves s'achevant le 9 octobre 2007

Lors de la première opération principale de refinancement de la période de constitution des réserves du 11 septembre (avec règlement le jour suivant), 10 milliards d'euros de plus que le montant de référence ont été alloués à un taux marginal de 4,14 p.c. et à un taux moyen pondéré de 4,17 p.c. L'Eurosystème a en outre fait savoir que, en fixant le montant de référence de cette opération, il n'avait nullement tenu compte du montant des liquidités qui serait alloué pour trois mois le 12 septembre lors de l'opération de refinancement à plus long terme supplémentaire annoncée préalablement. Lors de cette opération, 75 milliards d'euros ont finalement été alloués. Le taux marginal et le taux moyen de cette opération se sont respectivement élevés à 4,35 et 4,52 p.c., soit environ dix points de base de moins que pour les deux opérations de refinancement à plus long terme qui ont été réalisées

depuis le début de la période de turbulences sur le marché monétaire.

L'apport de liquidités supplémentaires par le biais de cette opération de refinancement à plus long terme a fait baisser l'Eonia, qui est passé de 4,11 p.c. le premier jour de la période de constitution à 3,96 p.c. le 13 septembre. Ce mouvement à la baisse s'est poursuivi les jours suivants, si bien que l'Eonia n'atteignait plus que 3,57 p.c. le 17 septembre. Le mardi 18 septembre, 36 milliards d'euros de plus que le montant de référence ont été alloués lors de l'opération principale de refinancement. Le taux marginal et le taux moyen pondéré de cette opération ont respectivement été de 4,15 et 4,16 p.c. En comparaison des conditions de liquidités très amples qui prévalaient lors de la première semaine de la période de constitution des réserves – non seulement 10 milliards d'euros de plus que le montant de référence ont été alloués lors de l'opération principale de refinancement mais 75 milliards d'euros supplémentaires ont été injectés lors de l'opération de refinancement à plus long terme –, cette adjudication peut être perçue comme un premier pas vers la normalisation du fonctionnement du marché monétaire. Le 19 septembre, jour de règlement de l'opération principale de refinancement, l'Eonia a donc grimpé pour atteindre 4,10 p.c., niveau autour duquel le taux d'intérêt au jour le jour a fluctué les jours suivants.

Au cours de l'opération principale de refinancement du 25 septembre, 33 milliards d'euros de plus que le montant de référence ont été alloués à un taux marginal de 4,27 p.c. et à un taux moyen pondéré de 4,29 p.c. Sous l'effet notamment des tensions habituellement observées en fin de trimestre, l'Eonia s'est de nouveau inscrit en hausse pour atteindre quelque 4,2 p.c. Le 27 septembre, une opération régulière de refinancement à plus long terme portant sur 50 milliards d'euros a été renouvelée sans que cela ne constitue un apport de liquidités supplémentaires au marché. Le taux marginal et le taux moyen pondéré de cette opération se sont élevés respectivement à 4,50 et 4,63 p.c., soit des taux supérieurs à ceux de l'opération à plus long terme qui s'était achevée le 12 septembre. Le 1er octobre, une fois les effets de fin de trimestre dissipés, l'Eonia s'est établi à 3,86 p.c., mettant en évidence une situation caractérisée par une abondance de liquidités. Le 2 octobre, lors de la dernière opération principale de refinancement de la période de constitution des réserves, 7,5 milliards d'euros de plus que le montant de référence ont été alloués à un taux marginal de 4,14 p.c. et à un taux moyen pondéré de 4,16 p.c. À cette date, l'Eonia a atteint 3,83 p.c. Afin d'éviter de nouvelles pressions à la baisse sur le taux d'intérêt au jour le jour, 40 milliards d'euros ont été soustraits du marché le 9 octobre, soit le dernier jour de la période de constitution des réserves, au moyen

d'une opération de réglage fin assorti d'un taux fixe de 4 p.c. L'Eonia s'est établi à 3,95 p.c. ce jour-là. La veille, en même temps que l'annonce de la première opération principale de refinancement de la période de constitution des réserves suivante, l'Eurosystème avait indiqué par voie de communiqué qu'il renforcerait sa politique d'adjudication abondante au début de la période de constitution des réserves, tout en tendant vers des conditions de liquidités équilibrées à la fin de celle-ci, pour autant que la situation sur le marché le permit. Il a également fait savoir que s'il entendait parvenir à des conditions de liquidités plus équilibrées dans le courant de la période de constitution des réserves, il ne se détournerait pas de son objectif visant à aligner les taux d'intérêt à très court terme sur le taux de soumission minimal, une politique qu'il maintiendrait aussi longtemps que nécessaire.

Lors de la période de constitution des réserves sous revue, les établissements de crédit ont sensiblement accru leur recours à la facilité de dépôt. Ainsi, le recours à la facilité de dépôt s'est établi à 1,56 milliard d'euros pendant la neuvième période de constitution des réserves alors qu'il n'avait été en moyenne que de 445 millions d'euros pendant la période de constitution précédente. Le recours à la facilité de prêt marginal s'est aussi accru – 312 millions d'euros ont en moyenne été empruntés chaque jour au cours de la période de constitution, contre un montant de 178 millions d'euros au cours de la période précédente. En effet, le 26 septembre, les établissements de crédit ont emprunté un montant de 3,9 milliards d'euros par le biais de la facilité de prêt marginal. La gestion de la liquidité par l'Eurosystème place globalement le secteur bancaire dans une position confortable en permettant aux établissements de crédit, d'une part, de se procurer aisément des liquidités lors des opérations *d'open market* menées au début de la période de constitution des réserves et, d'autre part, de se défaire d'éventuels surplus à la fin de cette période sans supporter de pénalités notables. Ceci ne signifie pas pour autant que les établissements de crédit bénéficient systématiquement de telles conditions avantageuses lorsqu'ils recourent à l'Eurosystème. Lorsqu'ils font appel à celui-ci en dehors des opérations *d'open market*, les établissements de crédits doivent recourir aux facilités permanentes qui sont assorties de tarifs pénalisants.

3.3 Période de constitution des réserves s'achevant le 13 novembre 2007

Lors de la première opération principale de refinancement de la période de constitution du 9 octobre (avec règlement le lendemain), 40 milliards d'euros de plus que le montant de référence ont été alloués à un taux marginal de

4,12 p.c. et à un taux moyen pondéré de 4,16 p.c. Cette vaste adjudication a, contre toutes attentes, fait fléchir l'Eonia à 3,82 p.c. le 11 octobre, si bien que l'Eurosystème a décidé de procéder à une opération de réglage fin visant à absorber des liquidités le 12 octobre. Celle-ci a soustrait 30 milliards d'euros à un taux fixe de 4 p.c. pendant cinq jours, jusqu'au règlement de l'opération principale de refinancement suivante, et a ainsi permis de stabiliser l'Eonia autour de ce niveau à partir du 15 octobre.

Au cours des trois opérations principales de refinancement suivantes, 18, 14,5 et 9,5 milliards d'euros ont respectivement été alloués à des taux marginal et moyen pondéré comparables à ceux de la première opération principale de refinancement. Le 31 octobre, l'Eonia a progressé pour atteindre 4,13 p.c. en raison d'effets de fin de mois, tandis qu'il était demeuré stable autour de 4 p.c. au cours des deux semaines précédentes. Le même jour, une opération de refinancement à plus long terme régulière, qui était arrivée à échéance, a également été renouvelée à un taux marginal de 4,45 p.c. et à un taux moyen pondéré de 4,53 p.c.

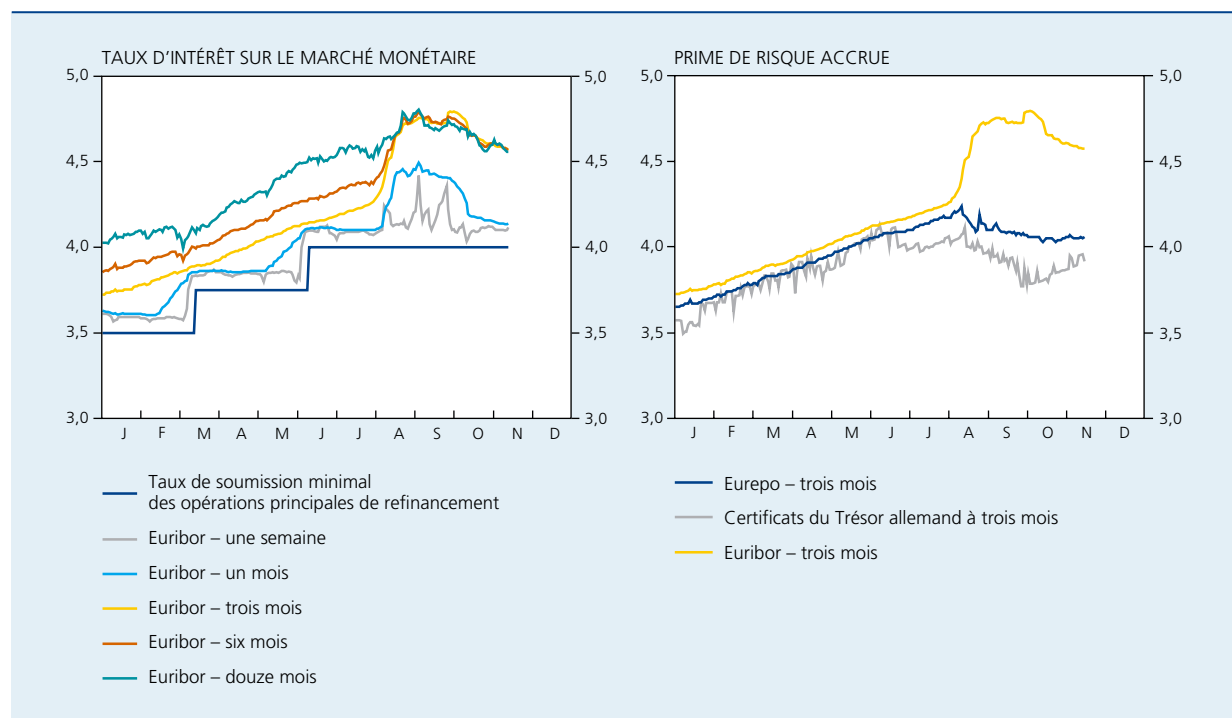
Enfin, lors de la dernière opération principale de refinancement de la période de constitution, 3,5 milliards d'euros de plus que le montant de référence ont été alloués le

6 novembre à un taux marginal de 4,14 p.c. et à un taux moyen pondéré de 4,15 p.c. À la fin de la période de constitution, l'Eonia est cependant passé sous la barre des 4 p.c., ce qui a amené l'Eurosystème à procéder, le dernier jour de la période de constitution, à une opération de réglage fin de reprise de liquidités à un taux fixe de 4 p.c. Cette opération n'a permis à l'Eurosystème que de soustraire 27,75 milliards d'euros du marché, un montant en deçà de ce qu'il escomptait. Ce jour-là, l'Eonia a atteint 3,76 p.c. étant donné que les établissements de crédit ont tenté de placer leurs surplus de liquidités, ce qui a entraîné le taux au jour le jour à la baisse. Le surplus de liquidités résiduel a finalement été placé sur la facilité de dépôt à concurrence de 8,8 milliards d'euros. Cette opération fut dès lors le plus important recours à la facilité de dépôt des dix premières périodes de constitution des réserves de 2007.

3.4 Structure des taux d'intérêt sur le marché monétaire

Ce qui précède démontre que l'Eurosystème est parvenu, pendant la période de turbulences qui s'est étendue de début août à mi-novembre, à stabiliser de manière satisfaisante les taux d'intérêt sur le segment le plus

GRAPHIQUE 2 TAUX D'INTÉRÊT SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE
(données journalières)



Sources : BCE, Bloomberg.

court du marché monétaire – le taux marginal des opérations principales de refinancement et l'Eonia – même s'il est indéniable que la volatilité de ces taux a été plus élevée que de coutume pendant cette période. Ainsi, l'écart moyen en termes absolus entre l'Eonia et le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement a augmenté à 13 points de base au cours de la période de constitution des réserves s'étendant du 8 août au 13 novembre, alors que cet écart n'atteignait que 7 points de base au cours des sept premières périodes de constitution des réserves de 2007. Au sein du segment à plus long terme du marché monétaire, les taux d'intérêt des prêts interbancaires en blanc (c'est-à-dire sans mise en gage d'actif) ont cependant fortement progressé début août avant de se maintenir à un niveau élevé pendant le reste de la période sous revue. Ce mouvement a été particulièrement prononcé pour le taux d'intérêt interbancaire à trois mois, qui est passé de quelque 4,2 p.c. début août à 4,75 p.c. le 5 septembre. Celui-ci a ensuite légèrement fléchi avant de remonter à partir de début octobre, dans la mesure où l'échéance se situait dès lors au delà de la fin de l'année. De tels effets de calendrier se produisent néanmoins aussi dans des circonstances de marché normales, mais de manière moins prononcée. Ensuite l'Euribor a baissé jusqu'à 4,57 p.c. le 13 novembre.

Les taux d'intérêt du segment à plus long terme du marché interbancaire sont influencés par plusieurs facteurs. Ainsi, les anticipations relatives aux décisions de politique monétaire exercent une influence de premier plan sur les taux d'intérêt à long terme. Si les anticipations de nouveaux relèvements des taux d'intérêt expliquent l'écart positif entre les taux d'intérêt interbancaires à long terme et le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement jusqu'au début du mois d'août, il n'en va plus de même par la suite puisque les anticipations d'un nouveau durcissement de la politique monétaire à la suite des turbulences observées sur les marchés financiers se sont rapidement estompées. En outre, les taux d'intérêt à plus long terme incluent une prime de terme reflétant l'incertitude quant à l'évolution future des taux d'intérêt et, dans les circonstances observées, une préférence accrue pour les emprunts à long terme. Enfin, ces taux d'intérêt incluent une prime couvrant le risque éventuel de défaut de paiement – l'Euribor porte en effet sur des prêts interbancaires en blanc (c'est-à-dire sans mise en gage d'actif). Cette dernière prime semble actuellement être un élément déterminant de la hausse des taux d'intérêt à plus long terme du marché monétaire. L'écart entre l'Euribor à trois mois (taux auquel les banques se prêtent entre elles des fonds en blanc) et le taux Eurepo à trois mois (taux auquel les banques se prêtent entre elles des fonds contre nantissements) a subitement progressé début août pour atteindre 60 points de base, après avoir oscillé autour

de 7 points de base pendant les sept premiers mois de 2007. Cet écart s'est ensuite stabilisé avant d'augmenter à nouveau début octobre sous l'influence des effets de calendrier, pour atteindre quelque 70 points de base. Depuis cet écart s'est réduit pour atteindre 50 points de base le 13 novembre. L'Eurepo a quant à lui légèrement reculé dans le courant des mois d'août et de septembre, après que les anticipations de relèvements ultérieurs des taux d'intérêt se sont estompées. Cet élément explique aussi le recul du rendement enregistré sur les certificats du Trésor allemand à trois mois. Une pression supplémentaire à la baisse sur ce rendement provient aussi du statut de valeur refuge que revêtent les bons d'État en période de tensions sur les marchés financiers, qui peut avoir une incidence considérable sur un marché relativement petit. L'écart entre l'Euribor à trois mois et le rendement des certificats du Trésor allemand à trois mois a donc grimpé pour atteindre quelques 100 points de base avant de se réduire à environ 60 points de base le 13 novembre. Dans le courant du mois de juillet, il avait déjà progressé quelque peu, s'établissant à 20 points de base, après s'être maintenu aux environs de 10 points de base au premier semestre 2007. Il appert dès lors que les établissements de crédit ont exigé des primes de risque plus élevées dans un contexte d'incertitude quant à leur degré d'exposition aux difficultés affectant le marché américain des prêts hypothécaires à haut risque. De plus, des banques ont vraisemblablement aussi hésité à octroyer des prêts interbancaires dans l'attente de précisions sur leur propre situation en matière de liquidités, ce qui a également poussé le taux d'intérêt interbancaire à plus long terme à la hausse.

Les fluctuations sur le segment à plus long terme du marché monétaire, qui résultent du comportement des établissements de crédit et de leur perception du risque, échappent au contrôle de la banque centrale. En effet, par sa gestion de la liquidité, l'Eurosystème peut uniquement exercer un contrôle direct sur les taux d'intérêt à très court terme. Les conséquences des mouvements prononcés qui se sont manifestés dans le segment à plus long terme du marché monétaire peuvent cependant dépasser le cadre du marché interbancaire dans la mesure où le taux d'intérêt interbancaire à trois mois, mesuré par l'Euribor, sert de point de référence à bon nombre d'établissements de crédit pour une large gamme de taux d'intérêt applicables à l'octroi de prêts aux particuliers et aux sociétés non financières. Si la hausse de l'Euribor à trois mois devait se répercuter, elle impliquerait un durcissement réel des conditions de financement, en l'absence même de toute modification des taux directeurs de l'Eurosystème. Même si la banque centrale ne peut y remédier par le biais de sa gestion de la liquidité, un tel durcissement éventuel des conditions de financement constitue bel et bien un facteur qui entre en ligne de compte pour la définition

de l'orientation de la politique monétaire. L'incidence probable, mais difficile à évaluer, des turbulences qui ont affecté les marchés financiers sur l'économie réelle non seulement à la suite de la hausse des taux d'intérêt sur le segment le plus long du marché monétaire mais aussi, notamment, en raison de la hausse des écarts de taux des obligations du secteur privé, de l'annonce d'un durcissement des conditions de financement dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, de l'appréciation de l'euro et des éventuelles répercussions sur la confiance des agents économiques – a en effet renforcé l'incertitude quant aux perspectives de croissance et d'inflation. Cela a incité le Conseil des gouverneurs, à l'issue des réunions de septembre, octobre et novembre, à attendre de disposer de plus amples informations avant d'adopter de nouvelles décisions de politique monétaire et ce, en dépit de l'existence confirmée de risques haussiers pesant sur la stabilité des prix. C'est la raison pour laquelle la hausse des taux d'intérêt initialement attendue n'a pas eu lieu.

Conclusion

Le fonctionnement du cadre opérationnel de l'Eurosystème (cet ensemble d'instruments et de procédures permettant à l'Eurosystème de piloter les taux d'intérêt du marché monétaire vers le niveau souhaité par le Conseil des gouverneurs) a été mis à l'épreuve ces derniers mois. Cet article a présenté la mise en œuvre de la politique monétaire dans des conditions de marché normales. Il a ensuite examiné en détail la manière dont l'Eurosystème a géré la liquidité au cours des trois périodes de constitution des réserves qui couvrent *grosso modo* la période allant de début août à mi-novembre et qui a été marquée par des tensions sur les marchés financiers.

Malgré les conditions tendues sur le marché monétaire, l'Eurosystème a réussi à aligner les taux du marché monétaire sur un niveau proche du taux de soumission minimal fixé par le Conseil des gouverneurs pour les opérations principales de refinancement, si bien que la fonction de signalisation de l'orientation de la politique monétaire remplie par les taux d'intérêt à court terme a pu être préservée. Pour y parvenir, une utilisation flexible du cadre opérationnel existant, qui n'a donc aucunement été modifié, a suffi. Ainsi, afin de permettre aux établissements de crédit de satisfaire à l'obligation de réserves assez tôt dans la période de constitution des réserves, l'Eurosystème a fourni, par le biais de ses opérations principales de refinancement, un volume de liquidités nettement supérieur aux montants de référence calculés préalablement. L'Eurosystème a également eu davantage recours aux opérations de réglage fin qui, contrairement à ce qui se fait habituellement, n'ont pas été limitées au

dernier jour de la période de constitution des réserves et ont aussi concerné des montants plus importants. Enfin, il a permis aux établissements de crédit d'obtenir des liquidités à plus long terme en refinançant une plus grande part du déficit du marché monétaire par le biais des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois. Un cadre opérationnel donnant la priorité à la stabilisation des taux du marché monétaire implique que le bilan de la banque centrale, et plus particulièrement la base monétaire est endogène, si bien qu'elle ne constitue pas un signal de l'orientation de la politique monétaire (cf. également un article consacré à ce sujet et paru dans la présente Revue économique). Les injections de liquidités parfois très substantielles ne présagent donc en aucun cas d'un assouplissement de l'orientation de politique monétaire qui est restée inchangée compte tenu du fait que les taux directeurs n'ont pas été modifiés au cours de la période sous revue.

En dépit de la réussite relative de la stabilisation des taux d'intérêt sur le marché monétaire à court terme, les taux à plus long terme ont fortement augmenté au cours de la période sous revue. La banque centrale ne peut toutefois pas y remédier par une gestion de la liquidité. L'emprise directe qu'a l'Eurosystème sur les taux du marché monétaire se limite en effet au très court terme. En revanche, c'est le marché lui-même qui détermine les taux d'intérêt pour les horizons plus lointains en fonction de ses anticipations relatives aux décisions de politique monétaire et des primes de risque. La hausse des taux sur le marché monétaire à plus long terme traduit en effet la forte augmentation des primes exigées par les établissements de crédit pour couvrir le risque de défaut de paiement sur le marché des prêts interbancaires en blanc (sans garanties). Ce développement ne sera sans doute pas sans conséquence pour l'économie réelle et, par ce canal, pour l'évolution future de l'inflation. De nombreux établissements de crédit considèrent en effet l'Euribor à trois mois comme un point de référence pour une large gamme de taux d'intérêt applicables à l'octroi de prêts aux particuliers et aux sociétés non financières. Si la hausse de l'Euribor à trois mois devait se répercuter, elle impliquerait un durcissement réel des conditions de financement, en l'absence même de toute modification des taux directeurs de l'Eurosystème. Un tel durcissement éventuel des conditions de financement constitue bel et bien un facteur entrant en ligne de compte pour la définition de l'orientation de la politique monétaire. L'incidence probable, mais difficile à évaluer, des tensions survenues sur les marchés financiers ont incité le Conseil des gouverneurs, à l'issue des réunions de septembre, octobre et novembre, à attendre de disposer de plus amples informations avant d'adopter de nouvelles décisions de politique monétaire, et ce en dépit de l'existence confirmée de risques haussiers pesant sur

la stabilité des prix. C'est la raison pour laquelle la hausse des taux, initialement attendue, n'a pas eu lieu.

Bibliographie

Akerlof, G.A. (1970), « The Market for "Lemons" : Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

Aucremanne L., J. Boeckx et O. Vergote (2007), « Piloler le taux d'intérêt ou la base monétaire, incidence sur le bilan d'une banque centrale », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, III, 17-27.

BCE (2002), « La gestion de la liquidité de la BCE », *Bulletin mensuel de la BCE*, mai, 41-54.

BCE (2004a), *La politique monétaire de la BCE*.

BCE (2004b), « Publication du montant de l'allocation de référence dans le cadre des opérations principales de refinancement », *Bulletin mensuel de la BCE*, avril, 16-19.

BCE (2006), *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro*.

BNB (2007), *Rapport annuel 2006*.