

LA BCE AU CHEVET DE LA LIQUIDITÉ BANCAIRE

Les tensions sur le marché de la dette souveraine, le processus de nettoyage du bilan des banques et les signes de récession apparus fin 2011 ont obligé la Banque centrale européenne à mettre en œuvre une série de mesures non-conventionnelles d'ampleur de plus en plus importante. Ces mesures ont permis une accalmie provisoire sur les marchés. Au-delà de cet épisode, la crise financière qui a débuté en août 2007 a souligné la nécessité, pour la BCE, de soutenir la stabilité financière et de répondre à l'hétérogénéité croissante des situations économiques au sein de la zone euro. Cette nouvelle donne exclut toute "normalisation" de l'action de la BCE et demande une redéfinition de ses objectifs et de ses instruments.

■ Les politiques non-conventionnelles de la BCE

Le cadre dans lequel la Banque centrale européenne (BCE) mène sa politique monétaire a connu deux transformations majeures depuis sa création. Jusqu'à la crise des *subprimes*, la BCE régulait le marché monétaire interbancaire en fixant les taux directeurs encadrant les conditions auxquelles les banques se prêtent entre elles. Les interventions sur les marchés (apports ou retraits de liquidités) restaient d'une ampleur très limitée et l'essentiel de la transmission de la politique monétaire aux marchés financiers passait par l'annonce crédible des orientations futures de la politique monétaire (gestion des anticipations).

À partir du mois d'août 2007, puis au moment de la crise économique fin 2008, ce mode opératoire est devenu inadapté et la BCE a adopté une série de mesures non-conventionnelles. Elle s'est, de fait, substituée à un marché interbancaire défaillant en raison de l'incertitude, ingérable sur un marché de gré à gré, qui est apparue sur la solvabilité des banques.

En décembre 2009, profitant d'une accalmie, la BCE a commencé le retrait des mesures non-conventionnelles. Cependant, l'éclatement de la crise des dettes publiques l'a empêchée de revenir à la politique monétaire conventionnelle telle qu'elle était pratiquée avant 2007. La fragilité des bilans des banques, liée à la détention des titres souverains

devenus risqués, a amené la BCE à réactiver puis à renforcer les instruments non-conventionnels qu'elle avait employés dès août 2007. Ces mesures peuvent être classées en trois types (Tableau 1) :

◆ *Fourniture de liquidités.* Lorsque la qualité du bilan des banques devient incertaine, leurs sources de financement habituelles sont gelées. Ce dysfonctionnement apparaît dans l'écart entre le taux de prêt interbancaire sans collatéral et le taux interbancaire avec collatéral (le spread Libor-OIS) : en 2011, celui-ci a atteint un niveau comparable à celui de la crise de subprimes. Pour résoudre ce problème de refinancement des banques et éviter la vente désordonnée de leurs actifs, la BCE joue son rôle de prêteur en dernier ressort. Elle peut ainsi fournir aux banques des liquidités à taux fixe sans limite de montant, le taux d'intérêt étant égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement (*Fixed-rate full-allotment*, FRFA). Depuis 2010, la fourniture de liquidité dans les opérations de refinancement de long-terme (LTRO) a été renforcée et la maturité de prêts a été allongée jusqu'à 3 ans. En complément, et afin de fournir aux banques européennes les liquidités en dollars, que les banques américaines ne voulaient plus leur prêter, la BCE a également réactivé les accords d'échange de liquidités en euro et en dollar avec la Fed (*swap*).

Tableau 1 – Chronologie des mesures non-conventionnelles de la BCE depuis mai 2010

Date	Mesures non-conventionnelles	Montant Annoncé/Utilisé
10/05/2010	Réactivation de la procédure FRFA	-
12/05/2010	Fourniture de liquidité	NA/€ 35,7bn
10/08/2011		NA/€ 49,8bn
26/10/2011		NA € 56,9bn
21/12/2011		NA € 489,2bn
29/02/2012		NA € 529,5bn
depuis 12/05/2010	Opérations de refinancement exceptionnelles (Special-Term Refinancing Operations)	NA/€ 1 217bn
depuis 11/05/2010	Liquidité en USD (swaps avec la Fed)	NA/€210,7bn
10/05/2010	Securities Markets Programme (SMP)	NA/€ 220bn
06/10/2011	Programmes d'achat de titres	€ 40bn/€ 9bn
03/05/2010	Assouplissement des règles de collatéral	-
31/03/2011		-
07/07/2011		-
21/09/2011		-
08/12/2011		-
09/02/2012	-	

NA = non-annoncé
Source : BCE.

◆ *Assouplissement des règles de collatéral.* Les liquidités fournies au système bancaire doivent avoir comme contrepartie un collatéral¹. Un accroissement important des liquidités nécessite mécaniquement une extension des collatéraux exigibles, afin que les établissements bancaires en détiennent suffisamment pour obtenir la liquidité souhaitée. Cette extension des collatéraux permet, en outre, de diffuser le soutien des cours à une plus grande classe d'actifs financiers.

◆ *Programmes d'achat de titres.* L'apport de liquidités et l'extension des collatéraux doivent, en principe, permettre d'éviter un effondrement du cours de la plupart des classes d'actifs. Toutefois, ces mesures globales peuvent se révéler insuffisantes pour certains segments du marché. La BCE peut alors directement acheter ces titres. Ainsi, face à la méfiance généralisée des marchés envers les obligations publiques des pays du Sud de l'Europe, la BCE a décidé d'acheter directement les obligations d'États (*Securities Markets Programme*, SMP). Par ailleurs, la BCE a réactivé le programme d'achat d'obligations sécurisées² (*Covered Bonds Purchase Programme 2*, CBPP2), déjà mis en œuvre en 2009, afin de faciliter le refinancement bancaire.

À l'automne 2011 la crise de la dette souveraine de la zone euro a atteint un point de bifurcation. Le stress de liquidité a provoqué une escalade des taux obligataires qui a détérioré la solvabilité des dettes souveraines et des banques dans un cercle vicieux autoréalisateur. Par ailleurs, les indicateurs conjoncturels pointaient tous dans le sens d'une panne de croissance, et l'enquête de la BCE auprès des banques commerciales témoignait d'une restriction de l'offre de crédit dans les intentions des banques. Confronté à trois dangers simultanés, le conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé une mesure non-conventionnelle sans précédent : un refinancement des banques à trois ans.

■ Refinancement à long terme des banques par la BCE : qui a participé et pour quels usages ?

La fourniture de liquidités à long terme par la BCE s'est répartie en deux enchères, le 21 décembre 2011 (LTRO 1) et 29 février 2012 (LTRO 2) et a concerné l'ensemble des banques européennes. On pouvait craindre que les banques soient réticentes à participer à de telles opérations exceptionnelles, mais le nombre élevé et croissant de participants montre que ces opérations n'ont pas eu d'effet stigmatisant.

Lors de la première enchère, 523 banques se sont manifestées et ont emprunté 489 milliards d'euros. Le tableau 2 donne des indications sur la répartition entre les grands pays dont les banques ont communiqué leur participation. Les banques italiennes, espagnoles et françaises ont collecté ensemble 72% du total de la première opération LTRO. Aucune information n'est disponible pour les banques allemandes dont la participation est dissimulée dans des montants non identifiés (voir première colonne du tableau 2).

La plus grande partie des fonds collectés a couvert des engagements qui arrivaient à échéance avant la fin de l'année 2011, de sorte que les liquidités nettes disponibles au début de l'année 2012 ont été de seulement 190 milliards d'euros (dont 124,50 pour les banques de la zone euro). Les montants apportés par cette première tranche étaient insuffisants pour mettre à l'abri les banques de problèmes de refinancement en 2012 (tableau 2, deuxième et troisième colonnes). Pour accroître encore les liquidités à disposition des banques et étendre le nombre d'établissements bénéficiaires, la BCE a élargi la gamme des collatéraux admis pour la seconde opération LTRO. Plus précisément, chaque banque centrale nationale a assoupli ses propres règles de collatéral, acceptant parfois des titres inusités, afin de s'adapter à la situation spécifique de son pays : les prêts en dollars à l'Amérique latine pour les banques espagnoles, les prêts à la consommation pour les banques françaises par exemple. De plus, la BCE a exigé que les banques centrales nationales portent elles-mêmes ces risques différenciés.

Tableau 2 – Répartition de la première opération LTRO entre les banques (en milliards d'euros)

	LTRO 1 total au 21 décembre	Liquidités nettes des tombées de fin 2011	Tombées prévues en 2012
Allemagne	ND	ND	155,12
Espagne	83,13	28,50	90,67
Italie	161,37	54,40	75,87
France	107,00	23,60	72,30
Zone euro	415,07	124,50	525,68
Europe	489,00	190,00	711,68

Note : les tombées sont les décaissements des banques visant à rembourser des emprunts qu'elles avaient contractés sur les marchés ou auprès de la banque centrale. ND : non-disponible.
Source : Dealogic pour les tombées, Morgan Stanley et banques centrales nationales pour LTRO. Rassemblement des informations Groupama-AM.

1. Un titre qu'une banque, empruntant à la BCE, lui apporte en garantie, si jamais elle ne pouvait rembourser.
2. Il s'agit de titres de dette mis en garantie contre le prêt.

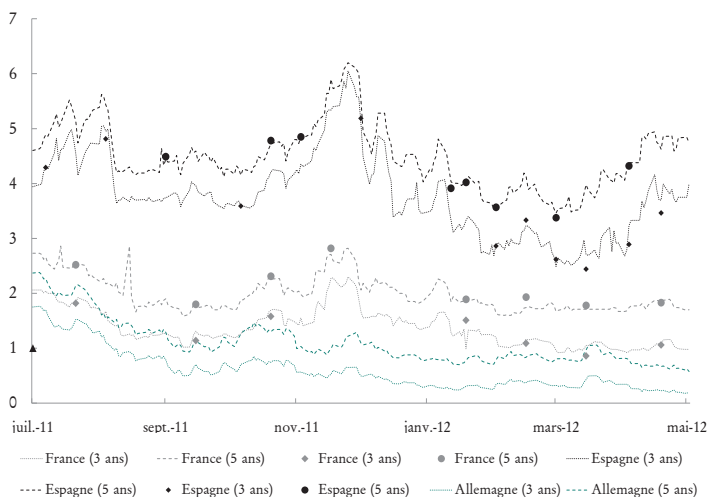
800 banques ont participé à cette deuxième allocation, qui s'est élevée à 529,53 milliards d'euros. La banque UBS a collecté les informations sur la totalité du financement à long terme mobilisé par les banques, que ce soit par les deux LTRO ou d'autres canaux. Selon cette source, les banques italiennes auraient obtenu 260 milliards d'euros de prêts, les banques espagnoles 250 milliards d'euros, les banques françaises 150 milliards d'euros et les banques allemandes 100 milliards d'euros. Cela soulève une inquiétude sur les montants à rembourser qui arriveront à échéance dans trois ans, si les banques n'ont pas d'ici là entrepris de réformes structurelles conduisant à diminuer sensiblement la taille de leurs bilans.

■ Effets des deux LTRO à trois ans

La majeure partie des liquidités obtenues ont été laissées sur le compte des banques auprès de la banque centrale (réserves) qui fonctionne *de facto* comme une ligne de crédit. Une fois leurs besoins de fonds de refinancement satisfaits, les banques ont alloué une partie des liquidités restantes à l'achat d'obligations souveraines. Selon les statistiques de la BCE, les titres d'État détenus par des banques de la zone euro ont fortement augmenté en janvier et février 2012 (+99 milliards d'euro). La part détenue par les banques espagnoles et italiennes a cru tout particulièrement (+40,63 et +50 milliards d'euros).

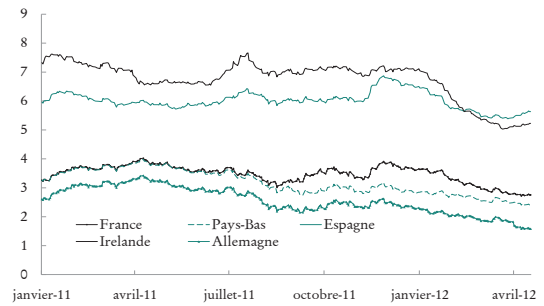
Cette tendance est confirmée par la baisse importante des taux des émissions de durée intermédiaire (3 à 5 ans) des trésors publics et, dans une moindre mesure, des émissions à 10 ans. La même évolution se retrouve sur les taux d'intérêt sur le marché secondaire (Graphique 1). La baisse des taux sur les obligations publiques s'est transmise aux obligations émises par les grandes entreprises et les établissements financiers (Graphique 2) qui ont accru le recours aux marchés pour obtenir des fonds, pour un montant voisin de 120 milliards d'euros les deux premiers mois de 2012. Enfin, les bourses européennes ont été nettement orientées à la hausse entre fin 2011 et début 2012 (Graphique 3).

Graphique 1 – Taux d'intérêt à 10 ans sur les dettes publiques en zone euro (courbe = second marché ; marqueurs = émissions), en %



Source : Trésors nationaux et Datastream.

Graphique 2 – Taux d'intérêt des obligations sécurisées en zone euro, en %



Source : Datastream.

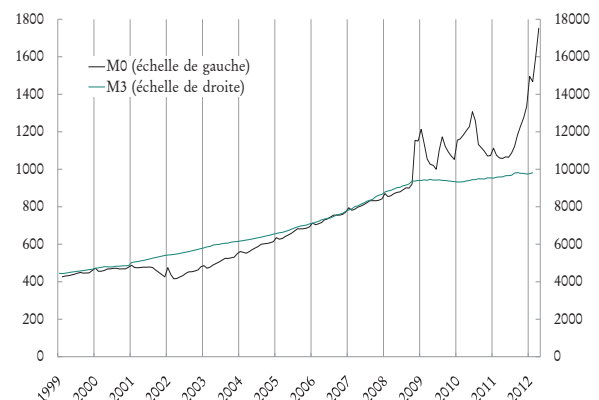
Les deux opérations de refinancement ont sans doute évité un effondrement annoncé du crédit bancaire au secteur privé, mais l'évolution de ce dernier depuis la fin 2011 est restée décevante. Les prêts bancaires au secteur privé de la zone euro (y.c. achats de titres et titrisation) ont baissé de 8 milliards d'euros en février. Cette situation signale que le lien entre création monétaire et crédit au secteur privé est considérablement relâché (Graphique 4). Le contexte économique est en effet peu favorable : le niveau d'endettement est tel aujourd'hui dans les pays du Sud de la zone euro que toute réduction des taux d'emprunt est affectée au désendettement. Seule l'Allemagne peut réagir significativement à un relâchement des conditions de crédit. Mais comme le taux de marge des entreprises est très élevé, ces dernières n'ont recours

Graphique 3 – EURONEXT 100 (en points d'indice, base 1000 au 31.12.99)



Source : Datastream.

Graphique 4 – Base monétaire et encours des crédits en zone euro (en milliards d'euros)



Source : BCE.

que marginalement au crédit pour financer leurs investissements. Dès lors, le relâchement des conditions de crédit ne bénéficie qu'à un faible nombre d'agents de la zone euro, peu enclins aujourd'hui encore à emprunter : les ménages et l'État Allemand.

En séparant le risque de crédit du risque de liquidité, les deux LTRO à trois ans ont permis de briser le cercle vicieux entre les dettes souveraines et les banques, ce qui a contribué à la stabilité financière en zone euro. Mais depuis le début du mois d'avril, les taux d'intérêt sur les dettes publiques se sont mis de nouveau à diverger, ce qui pèse sur le bilan des banques qui se portent moins acquéreuses des titres publics. Le cercle vicieux est réapparu. De plus, l'hétérogénéité financière et monétaire s'accroît entre les pays de la zone euro : le portefeuille de titres publics des banques se renationalise (les banques italiennes vendent les titres espagnols et achètent des titres italiens), à rebours d'un partage des risques entre les différents secteurs bancaires. Ce processus, joint à la diversification nationale des collatéraux exigibles, conduit à un morcellement du marché monétaire.

■ Les marges de manœuvre de la BCE et les options de politique monétaire

La BCE s'est progressivement substituée au marché interbancaire depuis 2008 et assure, depuis fin 2011, un rôle supplémentaire d'assurance du risque de liquidité. Au-delà, la politique monétaire est contrainte par la solvabilité des dettes publiques des pays d'Europe du Sud, par les efforts des banques pour réduire la taille de leurs bilans et par la stagnation économique de la zone euro prévue en 2012 et 2013. Si les taux d'intérêt publics augmentaient de nouveaux, comme ils ont commencé à le faire en Italie et surtout en Espagne, ou si la récession sévère dans ces pays conduisait à une multiplication des défauts de crédit, la situation financière pourrait y devenir catastrophique. En l'absence d'une recapitalisation mutualisée au niveau européen et compte tenu des risques de contrepartie entre les banques, l'adossement du système bancaire de l'ensemble de la zone euro à la BCE pourrait franchir une nouvelle étape : de plus en plus de risques de crédit seraient logés dans le bilan de l'institution publique. Un retour de tensions inflationnistes, même s'il est peu probable, pourrait s'y superposer. Cette situation poserait un sérieux dilemme à la BCE, rappelant l'épisode du printemps 2008 où elle s'est dite contrainte de remonter son taux directeur en pleine crise financière.

Dans la situation actuelle, favoriser une reprise économique plus solide en zone euro implique que les taux d'intérêt à long terme n'augmentent pas. À cette fin, la BCE pourrait à l'instar de la Fed annoncer qu'elle va maintenir son taux directeur très bas, sauf indications du risque d'une inflation élevée persistante. Une telle annonce pourrait avoir l'avantage de provoquer une dépréciation de l'euro. Seul ce scénario permettrait l'ajustement macroéconomique et le rétablissement de la situation des banques.

Avec quelles marges de manœuvre la BCE peut-elle s'acquitter de cette tâche ? À quel style de politique monétaire cela conduit-il ? Ce scénario est-il viable si les politiques budgétaires sont restrictives partout ? Cela ne deviendrait-il pas une tâche impossible si, en outre, s'y superposait une inflation provoquée par un choc énergétique ?

Pour comprendre vraiment la difficulté de la situation, il faut remarquer qu'elle contredit le paradigme sur lequel la politique de la BCE est construite : le double postulat de séparation de la politique monétaire et de la politique budgétaire, et de l'homogénéité de transmission de la politique monétaire (une seule politique monétaire pour tous les pays membres).

Depuis le début de la crise de la zone euro, la séparation de la politique monétaire et de la politique budgétaire n'est plus possible : les États ne peuvent rendre leurs finances publiques soutenables sans interventions de la banque centrale ; la banque centrale ne peut stimuler l'économie sans politiques de croissance des gouvernements. La BCE a commencé à admettre officiellement le second point. Mais elle reste timide sur le premier.

Une piste à explorer consisterait à différencier la politique monétaire selon les contraintes d'ajustement budgétaire des pays. L'instrument de cette politique prendrait la forme d'un programme d'achat de dettes souveraines modulé selon les pays, de manière à maintenir les taux obligataires en dessous de plafonds compatibles avec les engagements d'ajustement budgétaire annoncés par les gouvernements. Au-delà, rétablir l'unité des marchés n'est pas possible sans une autorité prudentielle européenne forte et sans une coopération budgétaire formalisée.

Michel Aglietta, Benjamin Carton & Urszula Szczerbowicz
benjamin.carton@cepil.fr

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2012
RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
113, rue de Grenelle
75700 Paris SP 07
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :
Gunther Capelle-Blancard

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
DILA
Direction de l'information
légale et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)

France 60 € TTC
Europe 62 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
60,80 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
61,90 € HT
Suppl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :

Direction de l'information légale et administrative (DILA)
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07
commande@ladocumentationfrancaise.fr
tél. : 01 40 15 70 01

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepil.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

16 mai 2012
Imprimé en France par le
Centre d'Analyse Stratégique

*Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII. Les
opinions qui y sont exprimées sont celles
des auteurs.*