



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

**Allocation d'ouverture de Jean-Paul Redouin,  
sous-gouverneur de la Banque de France**

**ASSOCIATION DES MARCHES DE TAUX EN EUROS**

10 avril 2008

Mesdames et Messieurs,

C'est un grand plaisir et un honneur pour moi de me trouver parmi vous. De nombreuses raisons justifient ma présence ici ce soir : le sujet, bien sûr, mais aussi l'occasion de rencontrer les principaux acteurs des marchés de taux et de pouvoir échanger avec eux.

Je souhaite tout d'abord remercier l'AMTE de son invitation à présenter le point de vue d'un banquier central sur les récentes turbulences financières et sur la question de la liquidité. Permettez-moi de m'adresser à vous à deux titres, celui de banquier central, mais également d'autorité de surveillance ; les circonstances actuelles ont d'ailleurs amplement démontré la complémentarité de ces responsabilités et, si j'ose dire, l'efficacité de leur cumul.

J'aborderai avec vous trois points : Quels sont les enjeux actuels ? Qu'est-il arrivé à la liquidité ? Et quel rôle doivent jouer les banques centrales dans ce contexte ? Je répondrai à ces questions avec prudence. Il y a deux raisons à cela : premièrement, la crise n'est pas finie. Deuxièmement, la Banque de France a publié, il y a un mois, une édition spéciale de sa *Revue de la stabilité financière* consacrée à la liquidité, qui montre que malgré une analyse menée sur plus de 200 pages, il n'est pas facile de trouver des réponses définitives à ces questions.

### **A. Quels sont les enjeux actuels ?**

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

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

## La liquidité du point de vue d'une banque centrale

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

- ✓ Évaluer la quantité effective de monnaie compatible avec la croissance maximale soutenable,
- ✓ Influencer les taux de marché grâce au pilotage des taux d'intérêt à court terme,
- ✓ Surveiller la santé des contreparties financières.

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

### Quelques remarques supplémentaires concernant la liquidité

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

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

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

## **B. Qu'est-il arrivé à la liquidité?**

### B1. Qu'est-il arrivé aux actifs ?

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

Trois remarques simples permettent d'illustrer ce propos :

Premièrement, la prolifération des structures hors-bilan engagées dans *la transformation d'échéances* a constitué un facteur supplémentaire de déstabilisation des marchés. Ces structures, dépourvues des « coussins de sécurité » que procurent les fonds propres, se sont trouvées dans l'incapacité de détenir des actifs illiquides long lorsque les investisseurs ont décidé de ne pas renouveler les financements accordés à court terme à ces structures, ce qui a provoqué une vague de ventes forcées et donc une baisse des prix.

Deuxième observation : les canaux de fourniture de liquidité dépendant des actifs titrisés et structurés sont, de par leur nature même, fragiles : ils s'appuient sur des instruments innovants, dépourvus de marchés secondaires profonds et robustes. L'opacité et la complexité des produits ont constitué des obstacles importants à l'apparition de tels marchés secondaires et à l'existence de prix de marché observables.

Enfin, en utilisant des instruments financiers à fort effet de levier, les émetteurs ont accru la probabilité d'occurrence d'une situation d'illiquidité sur le marché, tout en donnant aux investisseurs une impression trompeuse de liquidité abondante.

## B2. Qu'est-il arrivé au marché monétaire ?

Le marché monétaire est aujourd'hui confronté à un véritable bouleversement, qui peut être analysé de différents points de vue. Premièrement, le bouleversement se produit au niveau des *échéances* : sur les horizons les plus courts (inférieurs à une semaine), la liquidité est abondante. Il est également possible de se procurer de la liquidité sur des durées supérieures à un ou deux ans. Mais entre ces deux échéances, on constate un assèchement de la liquidité (à 1 mois, 3 mois et 6 mois), la seule entité fournissant de la liquidité sur ces horizons à moyen terme étant en fait la banque centrale [*la BCE a récemment introduit une nouvelle opération de refinancement assortie d'une échéance de 6 mois*]. Il est assez frappant de constater que certaines institutions financières, telles que les fonds communs de placement, sont disposées à prêter sur un ou deux ans mais sont plus réticentes à le faire sur des durées plus courtes. Pour être honnête, nous n'avons toujours pas d'explications convaincantes à ce phénomène.

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

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

## B3. Le rôle des banques en tant que fournisseurs et gestionnaires de liquidité

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

Au cours des dernières décennies, le système financier a développé une approche plus efficace de la gestion de la liquidité. Grâce aux innovations financières, les banques sont passées d'un modèle « *originate to hold* » (octroi et détention du crédit) à un modèle « *originate to distribute* » (octroi puis cession du crédit) et se reposent davantage sur les financements de marché. Cela a permis un assouplissement supplémentaire des contraintes de crédit dans l'économie, la croissance des prêts pouvant être partiellement déconnectée de celle des dépôts bancaires. Cependant, les institutions financières ont probablement été trop confiantes dans leurs techniques de gestion actif/passif, qui sont

devenues de plus en plus sophistiquées. En période de crise, les institutions financières ont rencontré plus de difficultés que prévu à ajuster rapidement leur gestion actif/passif. Il existe donc probablement une limite à l'optimisation de cette gestion et c'est une leçon à retenir pour le futur.

## **C. Les instruments de gestion de la liquidité à la disposition des banques centrales**

### C1. Quelques conditions préalables

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

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

Dans ce contexte, l'action de la banque centrale peut être évaluée à deux niveaux.

### C2. En premier lieu: les actions de court terme

Bien qu'elles ne visent pas à remédier aux causes de la crise, qui dépassent largement leur périmètre, les opérations d'injection de liquidité des banques centrales ont été utiles pour soulager les tensions apparues sur le marché interbancaire. Pour aboutir à ce résultat, les cadres opérationnels de certaines banques centrales ont dû être adaptés ; on constate une tendance de ces cadres à converger vers les dispositifs les plus flexibles, tels que celui de l'Eurosystème. La tendance est ainsi à une flexibilité accrue en termes de fréquence et d'échéances des opérations ainsi qu'à l'élargissement de l'éventail des contreparties et des garanties afin de s'adapter au changement de structure du bilan du secteur financier. Dans l'ensemble, la flexibilité structurelle du cadre opérationnel de l'Eurosystème a permis de surmonter les turbulences actuelles tout en faisant preuve d'une résilience considérable. Seuls des ajustements à la marge ont été nécessaires, notamment pour remédier à l'assèchement du marché monétaire interbancaire sur les échéances intermédiaires, à savoir une augmentation du montant des opérations à trois mois et l'introduction d'une nouvelle opération à six mois.

S'agissant de la Réserve fédérale, les modifications ont été beaucoup plus importantes : par exemple, pour la première fois depuis la crise des années trente, il a été nécessaire d'élargir l'accès à la monnaie centrale aux établissements non bancaires. Ce faisant, les autorités sont allées plus loin, prenant pleinement en compte le défi de fournir de la liquidité dans un monde désintermédié.

### C3. En second lieu: des pistes à explorer

La restauration de la confiance nécessite certaines initiatives, que je vais maintenant évoquer.

#### *Redéfinir les ratios prudentiels*

La crise actuelle a montré qu'une pénurie de liquidité peut très rapidement se transformer en problème de solvabilité pour certaines institutions financières. Par conséquent, outre une solide assise en fonds propres, une gestion efficace de la liquidité bancaire constitue la première ligne de défense contre des turbulences de marché. Cette crise a accéléré la nécessité de revoir les exigences en liquidité et en fonds propres des banques, afin de les fonder sur une vision plus globale des facteurs influençant la liquidité, conformément à l'approche de Bâle II.

Avant la crise, le monde était considéré comme « inondé » de liquidité : la priorité était donc accordée au dispositif de solvabilité et à sa mise en œuvre, tandis que la réglementation de la liquidité était jugée secondaire. Le besoin se fait sentir actuellement de leur donner une importance égale et de tenir davantage compte des caractéristiques de la finance désintermédiée.

Outre les réglementations quantitatives, les banques doivent également renforcer leurs systèmes internes de gestion du risque et effectuer des simulations de crise plus exhaustives. Si nous ne voulons pas que ces événements se reproduisent, il est nécessaire que les banques développent des simulations de crise de nouvelle génération, tenant compte des préoccupations systémiques. Cela signifie qu'elles doivent élaborer et effectuer des simulations qui intègrent les engagements contingents, les expositions hors bilan et surtout les interdépendances entre les institutions et l'assèchement de certains marchés.

### *Problèmes de valorisation*

La crise a également attiré l'attention sur des défauts structurels dans la valorisation des actifs et sur la nécessité d'une transparence accrue lors du processus de valorisation. Je suis convaincu que l'utilisation de prix « de marché » en situation d'absence de marché ne constitue pas une bonne solution et entraîne de nombreuses divergences des pratiques selon les banques, ce qui perturbe les intervenants de marché. Nous devons demander aux autorités chargées d'élaborer les normes de réexaminer les règles de valorisation pour les produits illiquides, car les règles actuelles entraînent une volatilité trop forte et ne permettent pas une flexibilité suffisante entre le négoce et la détention de ces actifs.

### *Recréer un marché avec des produits plus simples: un retour aux principes fondamentaux*

Un moyen de sortir de cette situation de blocage serait de commencer à recréer un marché constitué de produits plus simples. La résilience des marchés d'actions ou d'autres marchés tels que celui en France des billets de trésorerie adossés à des actifs (*Asset-backed commercial paper – ABCP*) constituent de bons exemples : les produits sont relativement standardisés, la liquidité est assurée par les mécanismes institutionnels (existence d'un carnet d'ordres, accords avec des teneurs de marché) et la transparence est garantie. Après tout, les banques ont tendance à devenir des « teneurs de marché de dernier ressort » pour les produits titrisés qu'elles ont vendus, notamment lorsqu'elles les réintègrent dans leur bilan. Cela sera évidemment plus facile si les produits sont plus simples et plus standardisés. Cette tendance à un « retour aux principes fondamentaux » peut constituer la première étape d'un cercle vertueux.

## **Conclusion**

La disparition de la liquidité sur les marchés de capitaux qui a démarré l'an dernier constitue un défi pour les banques centrales et la communauté financière. Je suis convaincu qu'il *existe des moyens de sortir de cette situation*, mais pour retrouver de la liquidité, il faudra :

- du temps ;
- une coopération étroite entre les banques, les établissements non bancaires et les autorités de contrôle ;
- des choix simples mais difficiles. Oui, la liquidité a un prix. Oui, la complexité impose un coût. Oui, il doit y avoir des limites à la dépendance excessive à l'égard des outils d'optimisation et des techniques sophistiquées de gestion actif/passif.

*Les banques centrales seront toujours là...* Mais nous devons éviter de les mettre au milieu du marché, car cela pourrait l'étouffer. Au contraire, laissons les banques centrales faire leur travail, c'est-à-dire :

- établir et surveiller les règles en assurant une égalité de traitement entre intervenants de marché ;
- piloter les taux d'intérêt à court terme ;
- agir en tant que fournisseurs de liquidité et non comme prêteurs de dernier ressort permanents.