

*Analyse des réactions
des banques centrales face à la crise*

Alain Durré

IESEG-Université catholique de Lille, LEM-CNRS, ECB

*Faut-il changer le système financier? Leçons et perspectives d'une crise
Colloque de l'ADEL, Louvain-la-Neuve, 8 mars 2010*

The contents of this presentation do not necessarily reflect the views of the ECB
© Durré (IéSEG, CNRS, ECB)

Plan

1. Introduction – Spécificités de la crise
2. Pourquoi intervenir ?
3. Comment intervenir ?
4. Implications pratiques – Le case de la zone euro
5. Conclusion

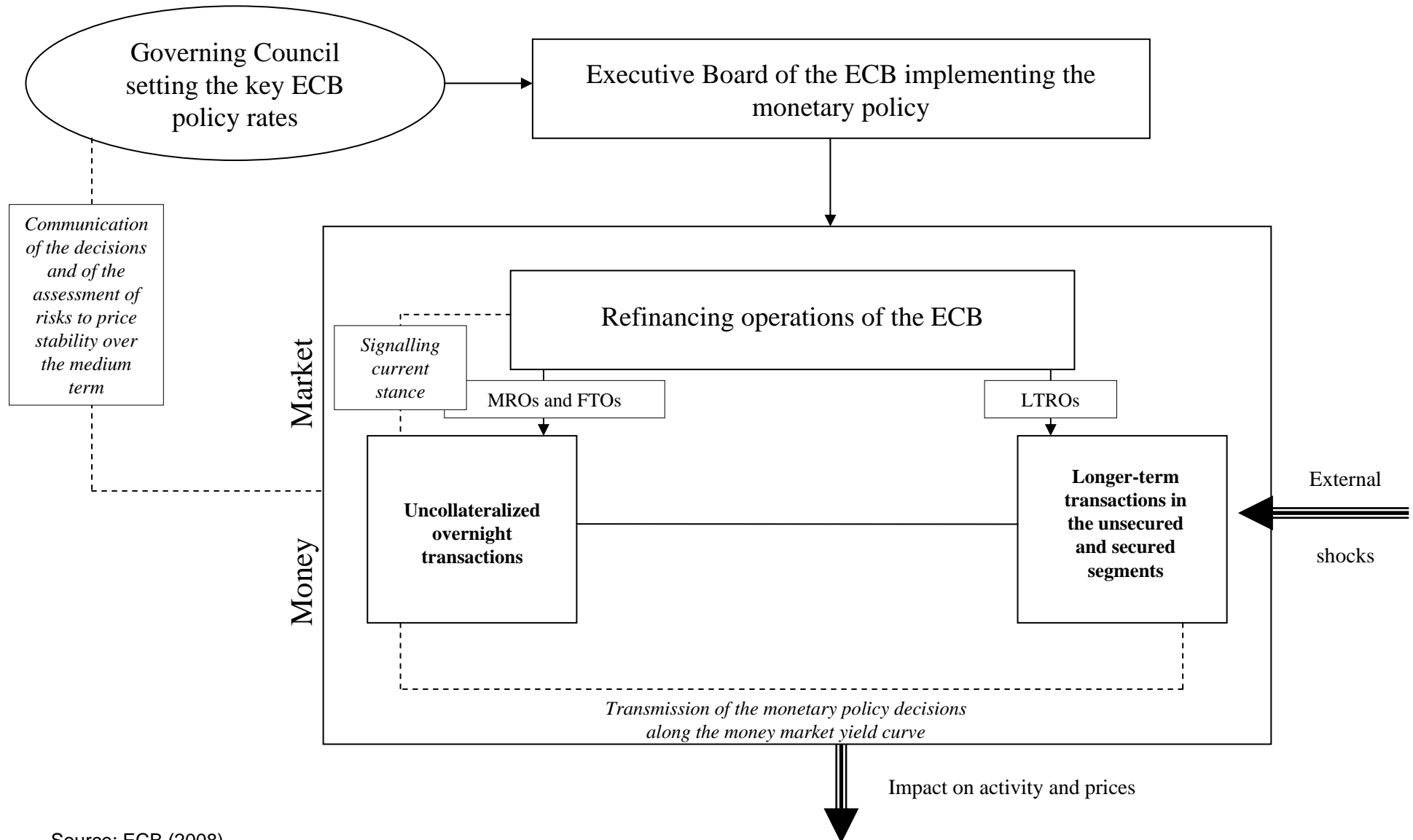
Introduction – L'importance du marché monétaire

- Pour les institutions de crédit
 - Une source essentielle de leur funding à court terme
 - Instrument d'absorption des chocs de liquidité

- Pour les banques centrales
 - Signalling
 - Transmission
 - Guidage des anticipations

Source: ECB (2008), "The Analysis of the euro money market from a monetary policy perspective", ECB Monthly Bulletin, Février, pp. 65-79.

La mise en oeuvre de la politique monétaire: la zone euro



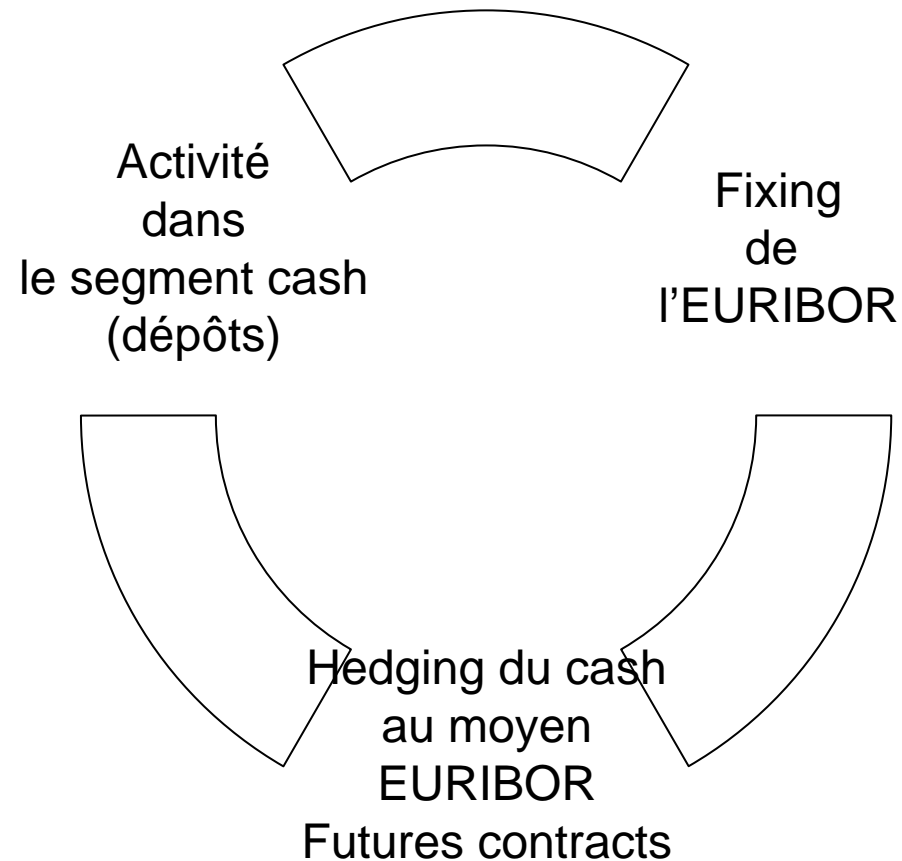
La transmission des décisions repose sur la dynamique du marché monétaire

- Le segment des prêts non collatéralisés
 - ✓ Direct trading (58% du turnover total)
 - ✓ Voice brokers (25%)
 - ✓ Plateforme électronique (17%)
- Le segment des prêts collatéralisés
 - ✓ Direct trading (30%)
 - ✓ Voice brokers (25%)
 - ✓ Plateforme électronique (45%)



“Club privé” où la confiance joue un rôle primordial

La dynamique du segment non collatéralisé

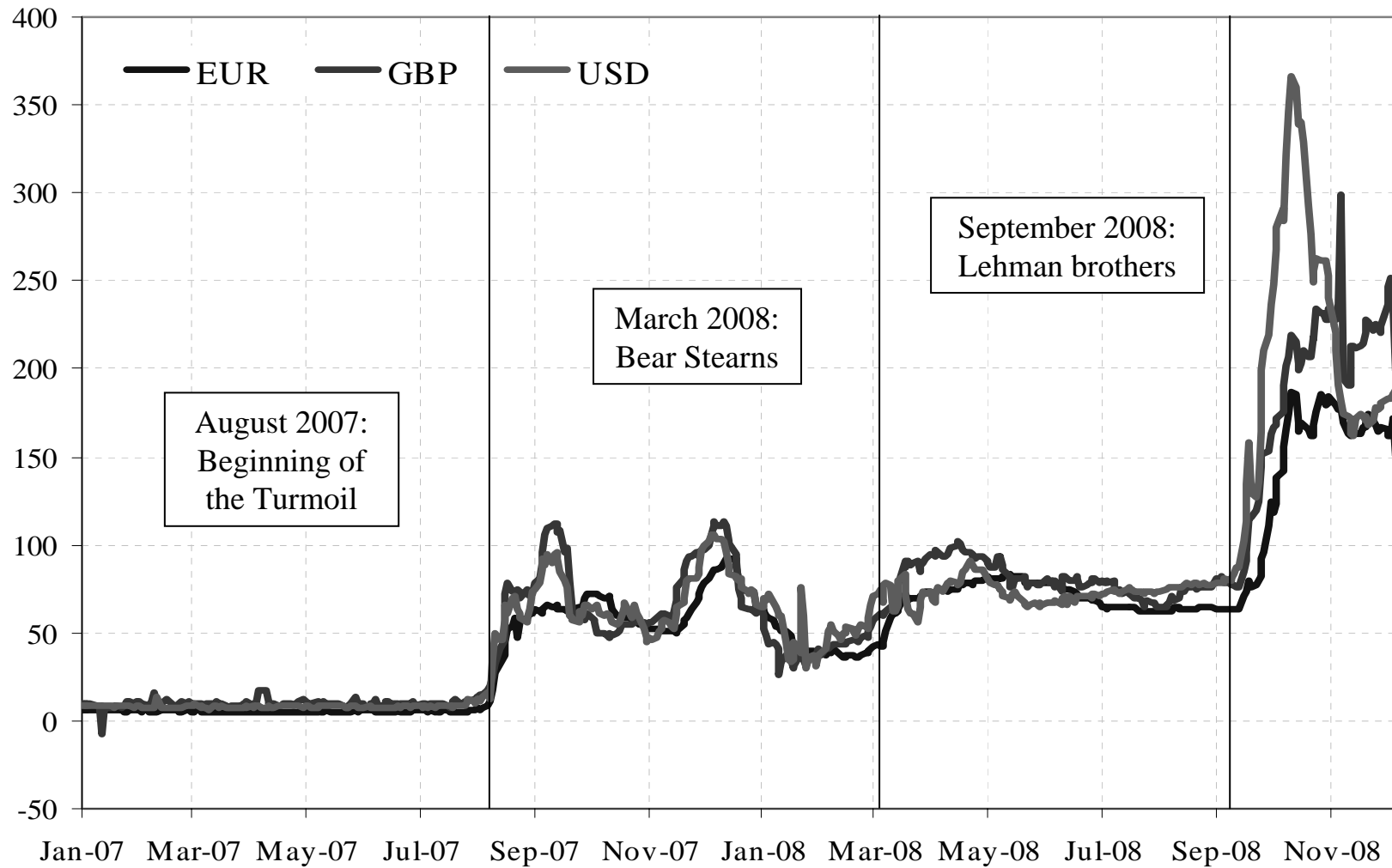


Pourquoi intervenir ?

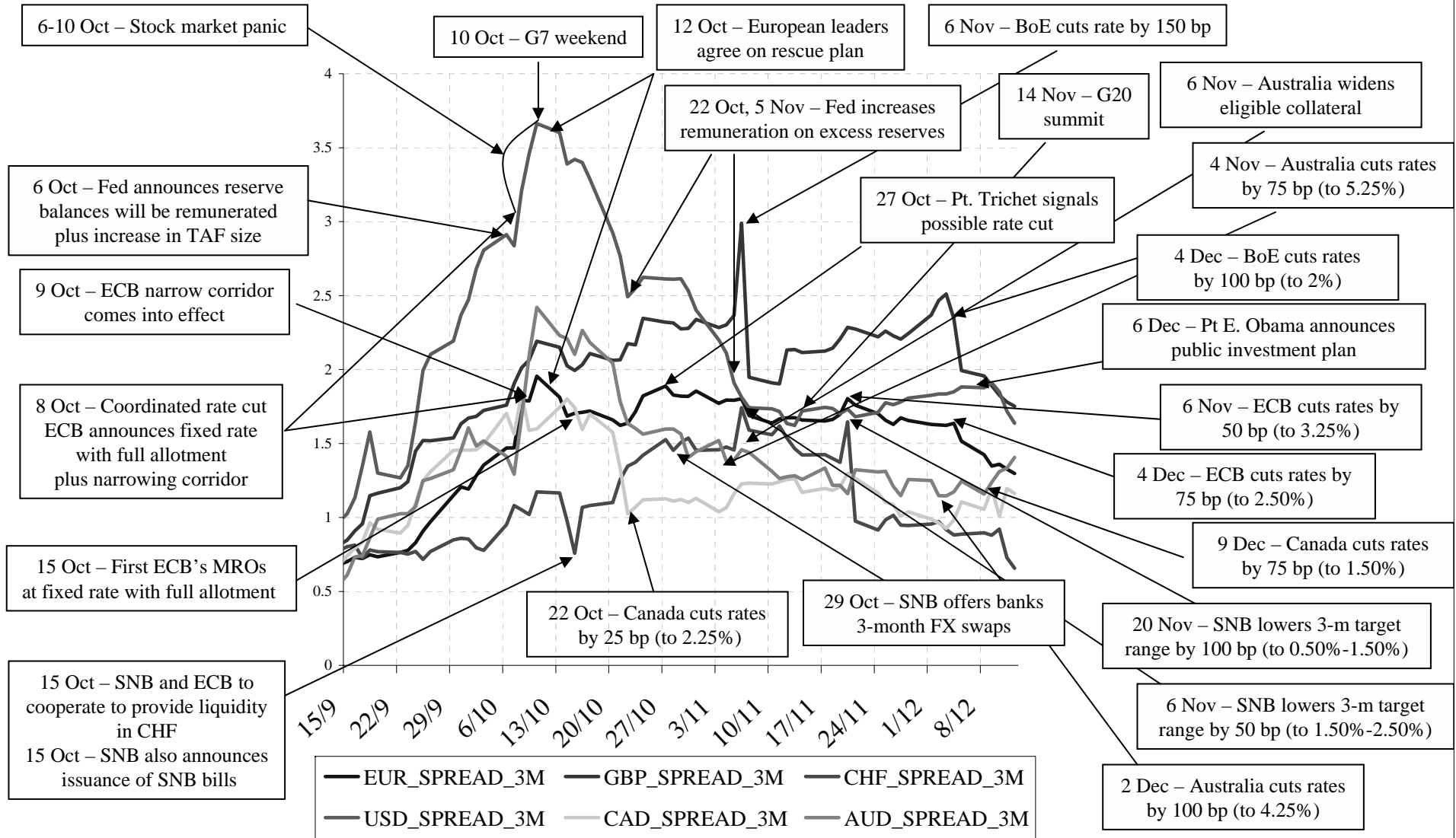
- Dysfonctionnement des canaux (de marché) pour la provision de liquidité des banques
 - ✓ Le trading sur tous les segments de cash non collatéralisé a chuté significativement
 - ✓ De ce fait, les taux sur le segment non collatéralisé ont augmenté fortement ainsi que leur volatilité
- Causes principales
 - ✓ Méfiance quant à la solvabilité des contreparties
 - ✓ Incertitude quant aux chocs de liquidité
 - ✓ Internalisation de ses propres besoins de liquidité
 - ✓ Risques potentiels de mauvais signalling (stigma effect)

Pourquoi intervenir ?

Spread de taux à 3 mois entre l'EURIBOR et l'OIS (points de base)



L'après septembre 2008



Période: 15-Sep-2008 à 12-Dec-2008

© Durré (IéSEG, CNRS, ECB)

Comment intervenir? Principes de base

- Définir des objectifs précis
 - Contribuer à restaurer un fonctionnement normal des marchés en améliorant l'accès à la liquidité
 - Encourager le deleveraging de manière ordonnée
- Agir de façon déterminée
- Prendre des mesures adaptées à la structure de son marché domestique

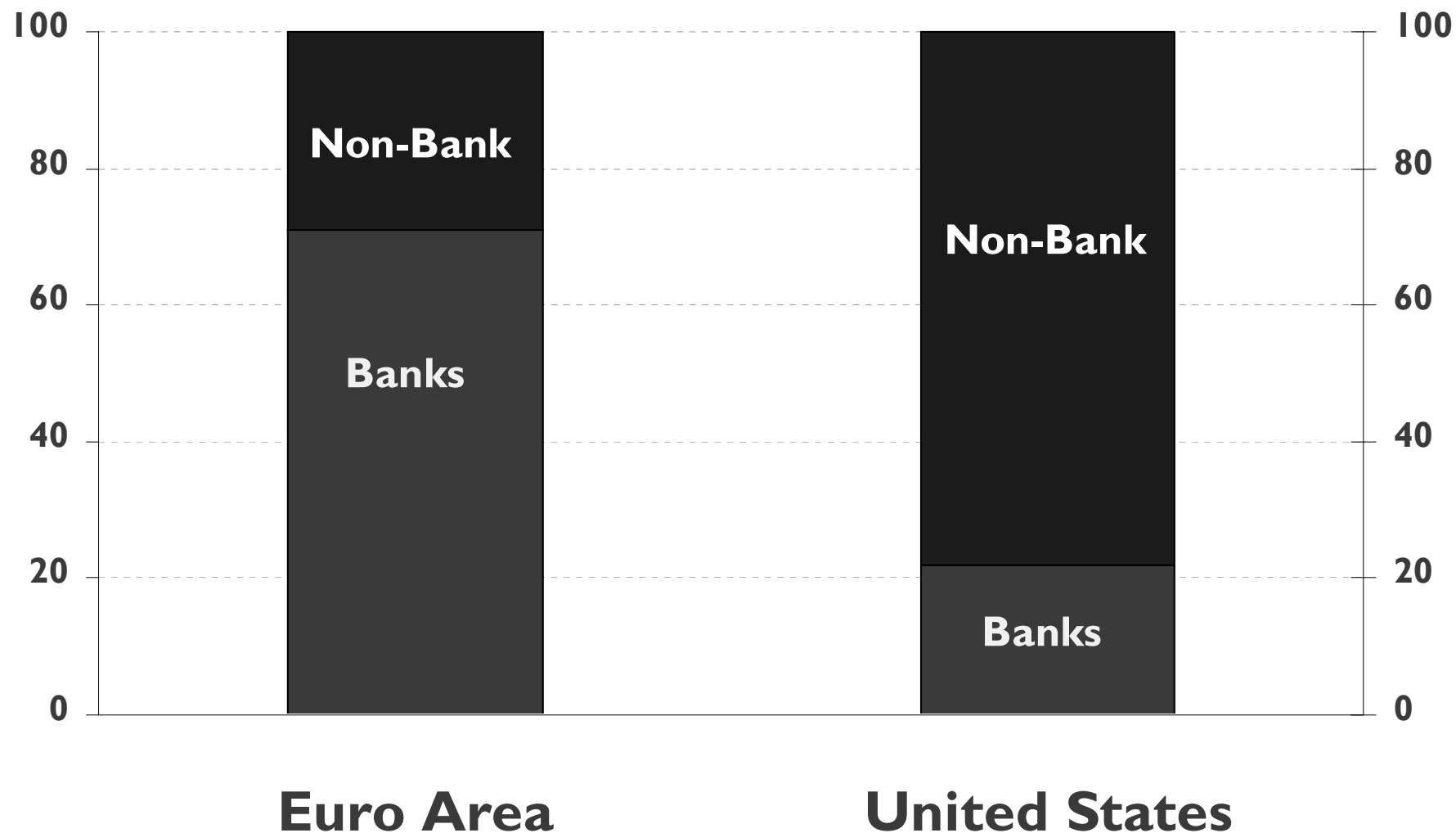
En pratique

- **Première vague (août - décembre 2007)**
 - Faciliter l'accès à la liquidité de court terme en monnaie locale et en devises étrangères
- **Deuxième vague (janv. - oct. 2008)**
 - Modification de l'orientation de la politique monétaire en raison des perspectives économiques
- **Troisième vague (nov. 2008 – juil. 2009)**
 - Introduction de mesures non conventionnelles afin de contraindre l'abaissement de la courbe des taux afin d'atteindre l'objectif monétaire à moyen terme

Un aperçu des mesures non conventionnelles

| | Conditional Commitments | Quantitative Easing | Credit Easing |
|-----------------|--|--|---|
| U.S. Fed | | Targeted purchase of government bonds | Purchases of GSE direct obligations and MBS U.S. CP Funding Facility |
| ECB | | | Purchase of euro-denominated covered bonds Provision of liquidity with maturity of 12 months |
| Bank of England | | Targeted purchase of corporate debt, CP and government bonds | |
| Bank of Canada | In April 2009 the BoC commits to hold its policy rate until the end of Q2-2010 | | Insured Mortgage Purchase Plan (IMPP) |

Role of banks in the funding of corporations & households



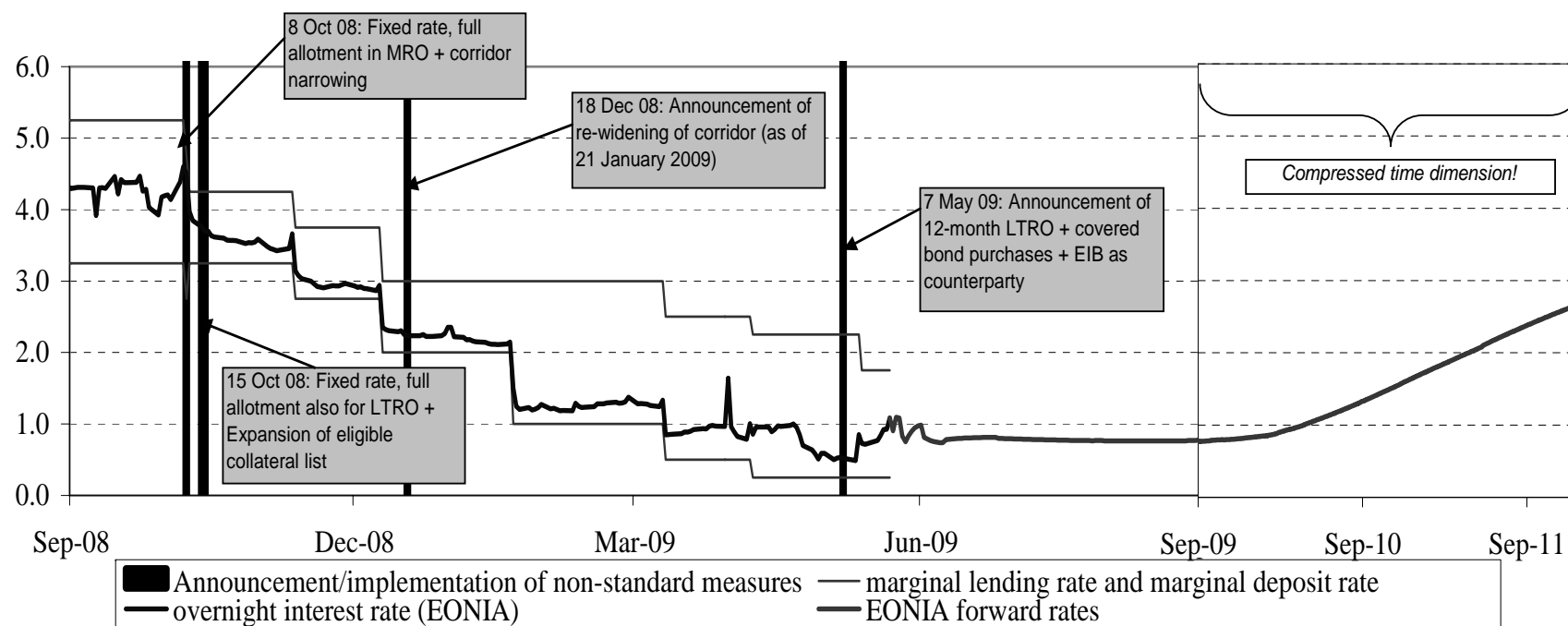
Note: Breakdown of the sources of external financing of non-financial corporations, in percent, average 2004 – 2008.

Source: ECB Monthly Bulletin, April 2009.

© Durré (IéSEG, CNRS, ECB)

Dans le cas précis de la BCE

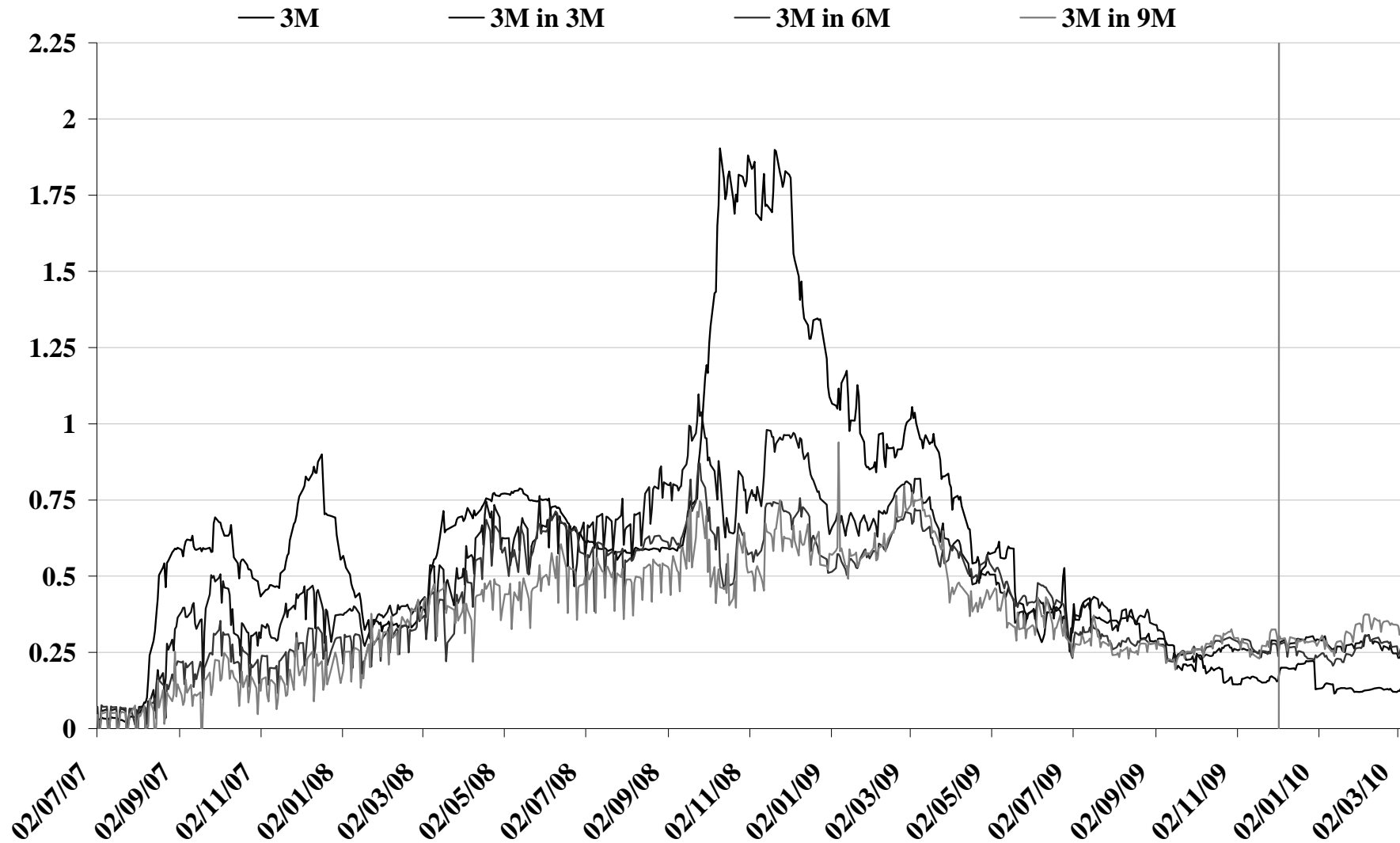
Après septembre 2008



Source: the website of the ECB: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/index.en.html>

Implications pratiques

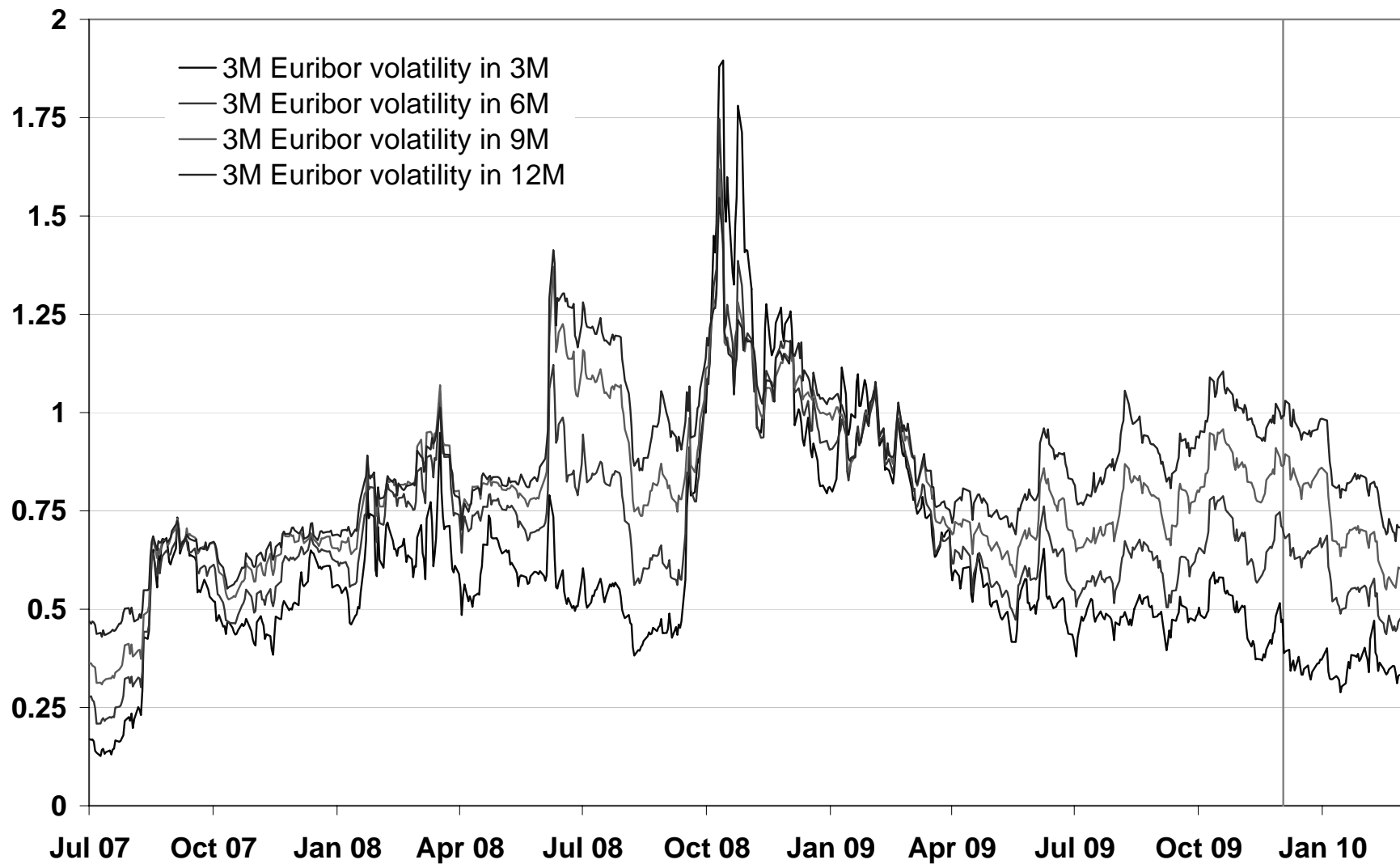
Au niveau de la courbe des taux sur le marché monétaire



Source: Reuters. Notes: Spot Deposits-EONIA spread and forward Euribor-EONIA spreads for the 3-month maturity derived from Forward Rate Agreements (FRAs) on the EURIBOR in 3, 6 and 9 months. Percentage per annum.

© Durré (IéSEG, CNRS, ECB)

Zone euro: Volatilité de l'EURIBOR (maturité de 3 mois)

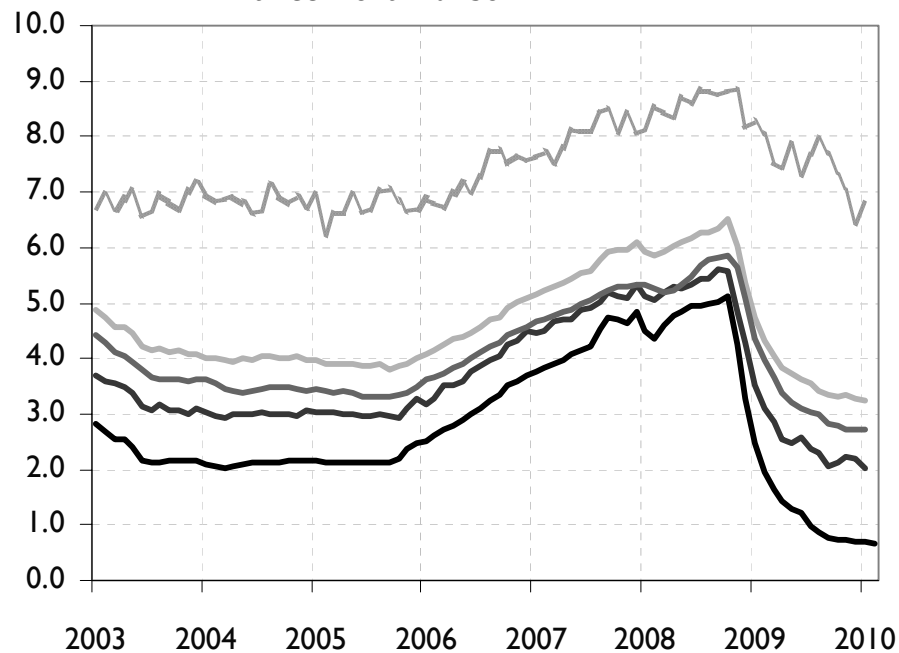


Notes: Volatilities have been converted from the market convention in use for EURIBOR options to the market convention in use for BUND options.

Au niveau des taux retail des banques appliqués aux crédits

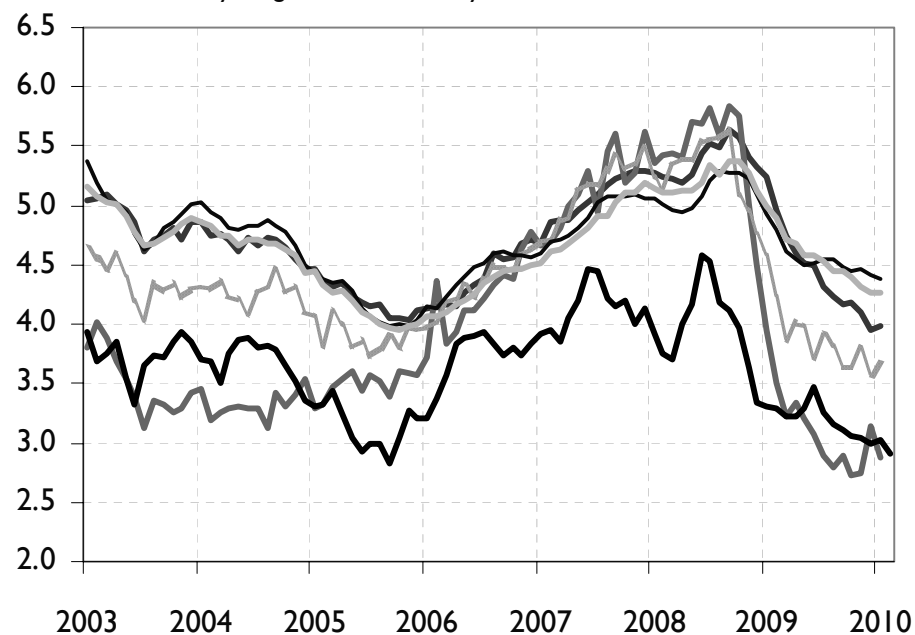
Short-term

- small loans to non-financial corporations
- large loans to non-financial corporations
- loans to households for house purchase
- loans to households for consumer credit
- three-month Euribor



Long-term

- small loans to nfc (over 5 years)
- large loans to nfc (over 1 and up to 5 years)
- large loans to nfc (over 5 years)
- loans for house purchase (over 5 and up to 10 years)
- loans for house purchase (over 10 years)
- 7-year government bond yield

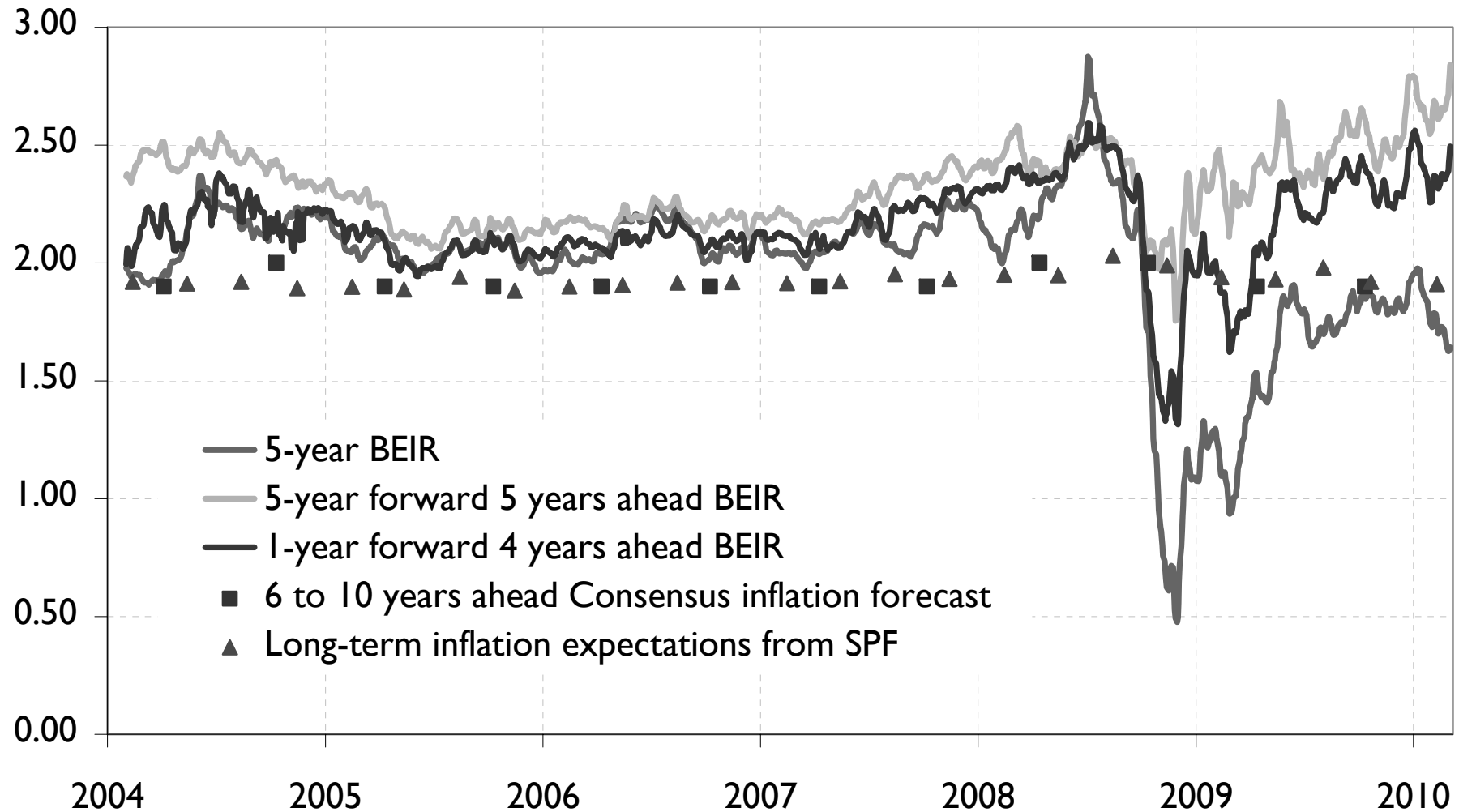


Sources: ECB and Reuters.

Latest observation: January 2010 for MIR rates and February 2010 for market rates. Percentage per annum.

Au niveau des anticipations d'inflation

Source: Reuters, BCE, Consensus Economics. Percentage per annum.



Conclusions – Qu'a-t-on appris ?

- *Une réaction énergique des banques centrales était nécessaire afin de garantir une continuation du trading sur le marché monétaire, condition nécessaire à un maintien des crédits à l'économie*
- *Toutefois, la banque centrale n'est pas seule au monde et les autres agents économiques doivent également prendre leurs responsabilités*
- *Il est également important d'éviter le maintien de mesures qui ne semblent plus justifier par l'environnement économique tout en tenant compte des fragilités actuelles*

Merci de votre attention