

27/10/2008

EFFETS DE LA CRISE FINANCIÈRE SUR L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE EN BELGIQUE

Après quatre années de croissance soutenue et d'inflation modérée, l'économie mondiale s'est engagée dans une phase de ralentissement conjoncturel et d'accélération de l'inflation dans le courant de 2007 et au début de 2008. Plusieurs causes ont participé à ce mouvement, notamment le retournement du marché immobilier dans différents pays, la première phase de tensions financières et le renchérissement des matières premières, en particulier le pétrole. L'euro s'est également sensiblement apprécié par rapport au dollar des États-Unis.

Alors que la zone euro avait initialement montré une certaine résilience, le PIB y a diminué de 0,2 p.c. au deuxième trimestre de 2008 - soit la première contraction observée depuis la création de l'union monétaire -, et les indicateurs de conjoncture ont continué de se détériorer durant les mois d'été. En Belgique, la demande intérieure et l'emploi sont demeurés relativement robustes jusqu'au milieu de 2008, tandis que la croissance des exportations se ralentissait.

C'est dans ce contexte conjoncturel fragilisé qu'est survenue la forte intensification des tensions financières et des problèmes bancaires à partir de la mi-septembre 2008, d'abord aux États-Unis, ensuite très rapidement en Europe.

Ces développements exerceront un effet de frein important sur l'évolution de l'activité, de l'emploi et des dépenses de consommation, d'investissement et d'exportation, par l'action de différents canaux. En particulier, le ralentissement de la croissance dans les pays partenaires affecte les perspectives d'exportation. À cet égard, il convient de noter que, pour des raisons liées tant à des facteurs de coûts qu'à des facteurs structurels, la Belgique ne parvient pas à maintenir sa position avec le même succès que certaines autres économies européennes.

Au delà du ralentissement de la demande extérieure, les entreprises et les ménages risquent d'être affectés par un effet de restriction de l'offre de fonds de financement, par une hausse du coût de financement, tant pour les crédits que pour les émissions d'actions, et par la baisse substantielle de la richesse financière nette des ménages. Ces effets peuvent, en outre, être amplifiés ou accélérés par le recul de la confiance des ménages et des entreprises.

Ces différents éléments, interagissant par ailleurs largement entre eux, seront pris en compte dans les projections économiques que la Banque publiera vers la mi-décembre 2008. Une première appréciation des canaux en cause est présentée plus en détail dans la présente note.

1. Ralentissement économique généralisé

L'intensification extrême des tensions financières et des difficultés des institutions bancaires à partir de la mi-septembre 2008 a conduit à une détérioration très rapide et prononcée des perspectives économiques mondiales. Ainsi, en quelques semaines, le Fonds Monétaire International a revu d'environ 1 point de pourcentage ses prévisions de croissance du PIB pour l'année 2009. Pour l'ensemble des économies avancées, il prévoit désormais une stagnation, voire un léger recul, de l'activité durant les prochains trimestres. Les autres institutions internationales, dont les prévisions actualisées seront publiées dans le courant du mois de novembre, ont déjà indiqué des révisions du même ordre et les prévisions des agences privées s'inscrivent dans une ligne similaire.

Le caractère généralisé de la détérioration du climat économique tient d'abord au fait que les chocs financiers touchent l'ensemble des économies les plus développées. Via le ralentissement du commerce mondial, leurs effets se propagent également progressivement aux économies émergentes.

Tableau 1: Croissance du PIB dans les principales économies
(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente)

	2007	2008 e	2009 e	p.m. Révision pour 2009 ¹
Monde	5,0	3,9	3,0	-0,9
dont:				
États-Unis	2,0	1,6	0,1	-0,7
Japon	2,1	0,7	0,5	-1,0
Royaume-Uni	3,0	1,0	-0,1	-1,8
Chine	11,9	9,7	9,3	-0,5
Zone euro	2,6	1,3	0,2	-1,0
dont:				
Allemagne	2,5	1,8	...	-1,0
France	2,2	0,8	0,2	-1,2
Espagne	3,7	1,4	-0,2	-1,4
Belgique	2,8	1,4	0,2	n.d.
<i>p.m. Commerce mondial</i>	<i>7,2</i>	<i>4,9</i>	<i>4,1</i>	<i>n.d.</i>

Source: FMI, World Economic Outlook, octobre 2008.

¹ Révision par rapport à la prévision de juillet 2008.

La Belgique a largement bâti sa prospérité économique sur son ouverture internationale, et celle-ci reste une condition pour son développement futur. Dans le contexte actuel, l'économie belge subira toutefois les vicissitudes du ralentissement conjoncturel mondial. L'affaiblissement de la demande extérieure pèsera directement à la fois sur le volume des exportations et sur les prix que pourront obtenir les producteurs belges, ce qui devrait peser sur les revenus d'exploitation des sociétés. Par effet d'entraînement, les perspectives d'emploi et d'investissements seront également affectées, dans l'industrie comme dans les activités de services qui en dépendent. Pour tous les secteurs d'activité, les réorganisations auxquelles procéderont les groupes mondiaux risquent aussi de toucher les filiales que ceux-ci ont en Belgique. À titre d'illustration, d'après le modèle économétrique de la Banque pour la Belgique, l'impact sur le PIB d'un ralentissement de 1 point de pourcentage de la croissance de la demande extérieure se marque pour l'essentiel la première année, avec une décélération de l'expansion du PIB de 0,3 point de pourcentage sous l'effet principalement d'un recul des plans d'investissement.

À cet égard, il convient de noter que dès avant l'éruption de la crise financière, les entreprises belges ne parvenaient pas à tirer profit du développement du commerce mondial autant que certains autres pays de l'UE. Sur la période de 1995 à 2007, la croissance annuelle moyenne des exportations de la Belgique de biens et services, exprimée en valeur, est demeurée de 1 point de pourcentage en retrait de la moyenne d'un groupe de douze pays européens. Parmi ces pays, certains, tels l'Irlande, l'Espagne et la Grèce, ont certes bénéficié d'un effet de rattrapage en termes de développement économique et d'ouverture internationale, mais d'autres, notamment l'Allemagne, les Pays-Bas ou l'Autriche, obtiennent des résultats largement supérieurs à ceux de la Belgique.

Tableau 2: Comparaison de l'évolution des exportations
(pourcentages de variation annuelle moyenne entre 1995 et 2007)

	Biens et services ¹	Biens ²
Belgique	6,3	5,6
Zone de référence		
Moyenne	7,3	7,0
Médiane	7,1	7,1
dont:		
France	5,2	4,6
Allemagne	8,1	7,6
Pays-Bas	7,3	9,2
Royaume-Uni	4,8	4,9
Italie	5,2	6,0
Espagne	8,8	7,2
Suède	6,9	6,9
Autriche	8,5	8,8
Irlande	11,6	8,4
Portugal	6,8	6,4
Grèce	10,5	6,0
Finlande	7,4	7,0

Sources: CE, ICN.

¹ Séries des comptes nationaux exprimées en monnaies nationales.

² Séries du commerce extérieur exprimées en écu/euro.

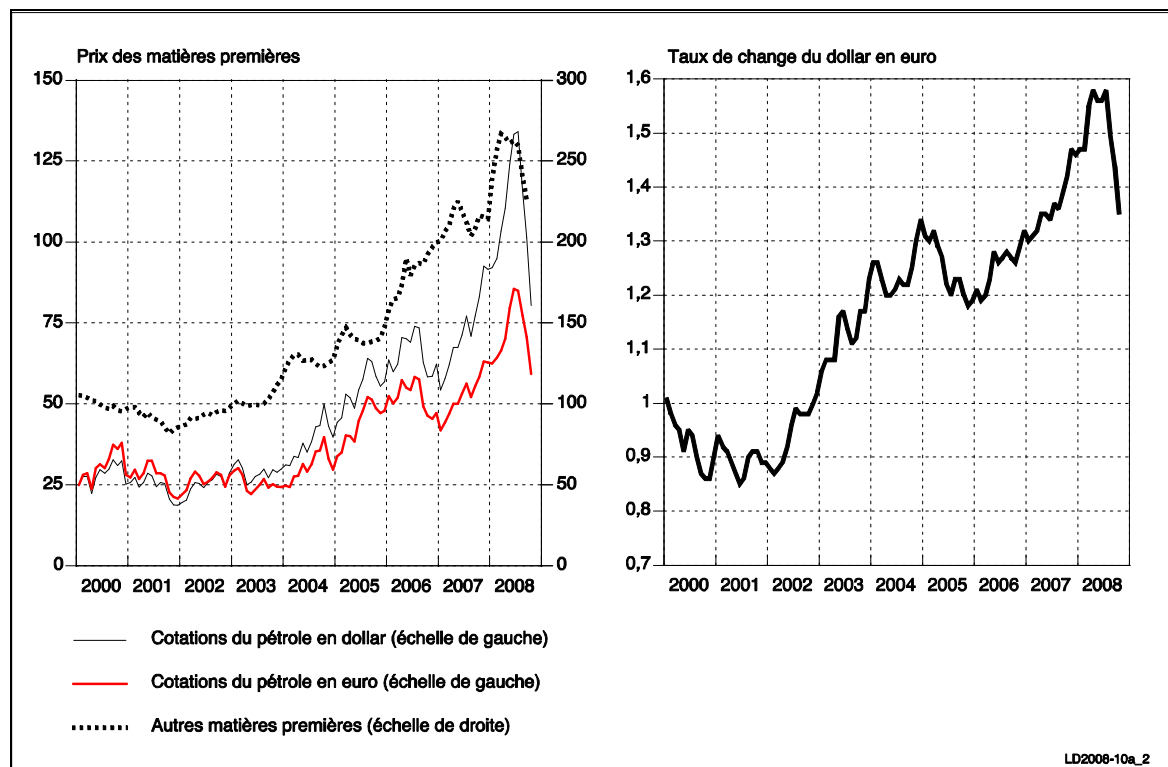
Ces performances médiocres résultent d'une adaptation trop lente de l'offre de production, face aux développements rapides de la mondialisation. D'une part, les exportations ne sont pas suffisamment orientées vers les marchés géographiques les plus dynamiques et les types de produits pour lesquels la demande est à long terme la plus forte. D'autre part, compte tenu d'une certaine absence de spécialisation dans des produits de pointe, à haute valeur ajoutée, la concurrence par les prix est très importante. Par ailleurs, l'évolution en matière de coûts salariaux a été défavorable.

La forte détérioration des perspectives économiques, notamment celles pour la zone euro, a conduit à un apaisement de certains des facteurs de frein qui s'exerçaient précédemment. Ainsi, après s'être apprécié de près de 30 p.c. par rapport au dollar des États-Unis au cours des deux années précédentes - et de plus de 75 p.c. depuis la fin de 2001 -, l'euro s'est déprécié de près de 20 p.c. depuis le mois d'avril 2008. À 1,26 dollar pour un euro (le 24 octobre 2008), le cours est revenu au niveau observé durant le second semestre de 2006.

Les cotations du pétrole et des autres matières se sont également fortement repliées depuis les sommets atteints durant l'été; ce mouvement a néanmoins été quelque peu mitigé par le renchérissement du dollar.

Bien qu'ils soient porteurs d'un certain apaisement des tensions, ces développements ne sont toutefois pas suffisants pour provoquer rapidement un rebond des perspectives conjoncturelles.

Graphique 1: Prix des matières premières et évolution des cours de change



Source: BCE.

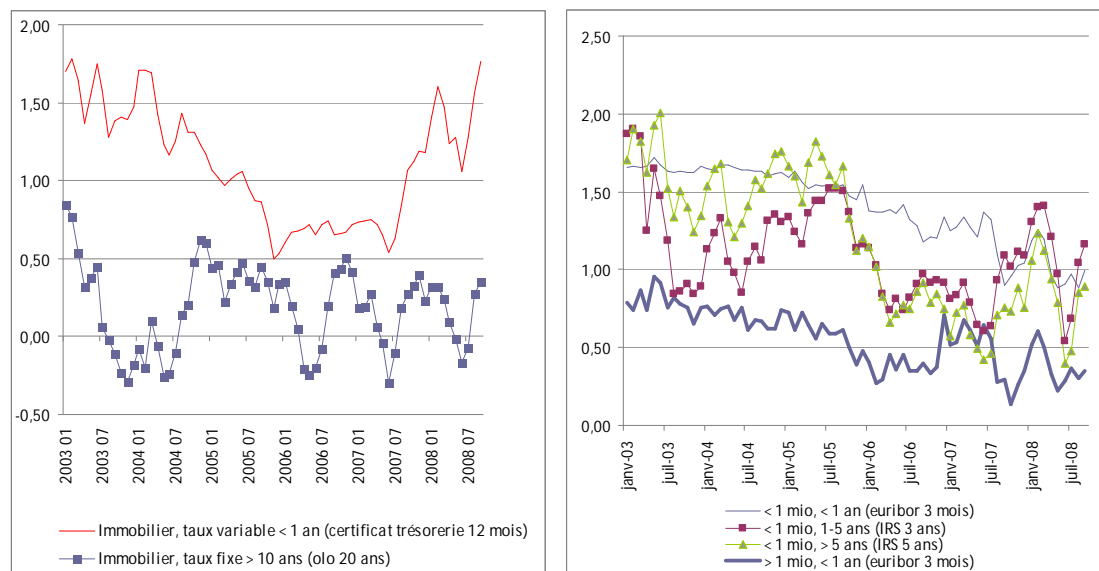
2. Coût de financement des entreprises et des ménages

Avant la phase d'intensification des tensions financières de la mi-septembre 2008, les taux d'intérêt débiteurs des banques - en Belgique comme dans l'ensemble de la zone euro - se situaient déjà à des niveaux élevés, du moins en comparaison des niveaux observés depuis le lancement de l'enquête sur les taux d'intérêt, en janvier 2003. Ces niveaux élevés résultent essentiellement de la remontée progressive des taux directeurs depuis la fin 2005; ils ne donnent pas d'indication sur le caractère plus ou moins restrictif de la politique d'octroi de crédit des banques vis-à-vis du secteur privé.

En revanche, les marges, obtenues par comparaison des tarifs effectivement pratiqués par les banques avec les taux sans risque d'échéance correspondante, peuvent fournir une indication de la politique menée par les banques en matière d'octroi de crédit. Alors qu'elles s'étaient repliées entre février et juin 2008, les marges sont repartiées à la hausse dès le mois de juillet. Pour les crédits aux entreprises, la hausse des marges s'est échelonnée entre 8 et 63 points de base, selon le type de crédit considéré, entre juin et septembre 2008. Au niveau des crédits hypothécaires aux ménages, la hausse a été comprise entre 52 et 100 points de base sur la même période.

Graphique 2: Marges sur les crédits hypothécaires aux ménages (volet gauche) et sur les crédits aux entreprises (volet droit)

(écart entre le taux rapporté par les établissements de crédit et le taux sans risque d'échéance correspondante; points de pourcentage)



Source: BNB (enquête MIR (Monetary Financial Institutions Interest Rates)).

Note: Les taux sans risque correspondants sont mentionnés entre parenthèses. Pour les crédits aux entreprises, les banques font usage des taux de la courbe IRS (Interest Rate Swap Curve) comme références aux taux débiteurs à moyen et long termes.

Si l'on compare le niveau moyen des marges au troisième trimestre de 2008 à celui du deuxième trimestre de 2007, soit juste avant le début de la crise, les différences en point de base sont demeurées relativement limitées: elles sont inférieures à 35 points de base sur les crédits aux entreprises et s'échelonnent entre 28 et 90 points de base pour les crédits hypothécaires.

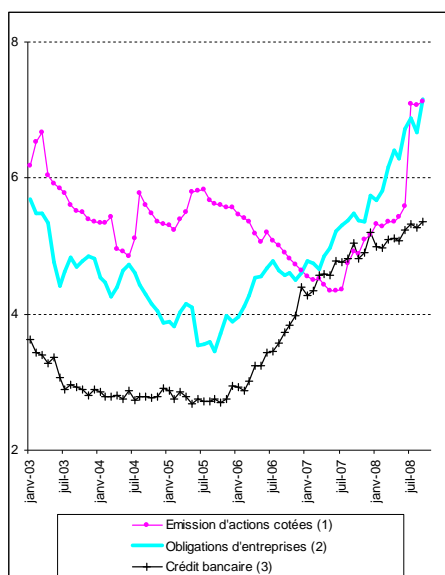
La hausse des marges est le principal signe du resserrement des conditions de crédit par les banques. Il ressort en effet des enquêtes qualitatives menées auprès d'elles que les banques belges font peu ou pas d'usage des autres outils à leur disposition pour resserrer les conditions d'octroi, tels qu'une réduction des volumes, de la durée du crédit, ou une hausse des exigences de garantie. Le relèvement des marges, qui, au début de la crise, ne visait que les crédits les plus risqués, s'est généralisé au troisième trimestre de 2008 à l'ensemble des crédits, quel que soit le profil de risque de l'emprunteur. Alors que les grandes entreprises ont semblé, dans la première phase de la crise (jusqu'à la mi-2008) davantage visées que les plus petites par le resserrement des conditions d'octroi, les banques indiquent désormais un resserrement (courant et à venir) indifférencié vis-à-vis des grandes entreprises, des PME, et des ménages.

Selon les estimations économétriques du modèle de la Banque, l'introduction d'un choc de 100 points de base sur les marges des crédits à l'investissement à partir de la seconde moitié de 2008 entraînerait une moindre progression des investissements des entreprises de l'ordre de 0,4 point de pourcentage par an pendant une période de deux à trois ans, tandis que l'effet de freinage sur les investissements des ménages s'établirait dans l'intervalle à 0,1 point de pourcentage par an environ.

D'autre part, le financement des entreprises via les marchés financiers s'est nettement renchéri au cours des trois derniers mois. En particulier, le coût de financement par émission d'actions - dont l'évolution, dans le cadre de l'indicateur présenté ici, dépend uniquement de celle des cours

boursiers et/ou des dividendes - a augmenté de plus de 25 p.c. entre juin et septembre 2008, à la suite de la chute des indices boursiers. Les taux sur les obligations notées BBB, d'une maturité comprise entre cinq et sept ans, ont continué d'augmenter, les écarts par rapport au taux sans risque s'élevant à 233 points de base en septembre, contre 179 points en juin.

Graphique 3: Coûts de financement des entreprises
(pourcentages)



Sources: Thomson Financial Datastream, BNB.

(1) Estimé sur base d'un modèle d'actualisation des dividendes, moyennes mensuelles.

(2) Rendement d'une obligation BBB émise en euro, maturité de cinq à sept ans.

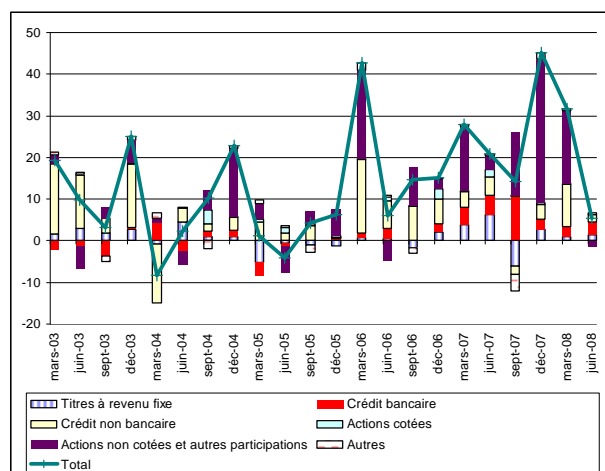
(3) Crédits d'une valeur supérieure à 1 million d'euros, assortis d'une période de fixité initiale du taux inférieure à un an.

3. Flux de financement des entreprises et des ménages

Au deuxième trimestre de 2008, période la plus récente pour laquelle les statistiques complètes de comptes financiers sont disponibles, les flux de financement aux entreprises ont nettement reflué, à 5,3 milliards d'euros, contre 31,6 milliards au cours du trimestre précédent. Dans une perspective plus longue, il s'agit du flux le plus bas enregistré depuis le troisième trimestre de 2005, qui survient certes après sept trimestres de volumes de financement exceptionnellement élevés (24,2 milliards d'euros en moyenne par trimestre). Le renforcement des fonds propres des entreprises avait, en effet, été fortement stimulé par l'introduction de la mesure des intérêts notionnels, ce qui devrait permettre une résistance accrue des entreprises belges face à la détérioration des conditions de financement externe.

À l'origine du ralentissement au deuxième trimestre, on note le recul des émissions d'actions (-1,4 milliard), qui s'explique par des réductions de capital au niveau des sociétés non cotées (-1,5 milliard) ainsi que, plus marginalement, par le très faible volume d'émission d'actions cotées (0,1 milliard d'euros). Les émissions nettes d'obligations d'entreprises ont encore légèrement progressé, s'élevant à 1,3 milliard d'euros. Les prêts non bancaires, essentiellement intra-entreprises, se sont quant à eux fortement tassés (1,7 milliard).

Graphique 4: Nouveaux engagements financiers des entreprises
(flux trimestriels, milliards d'euros)



Source : BNB.

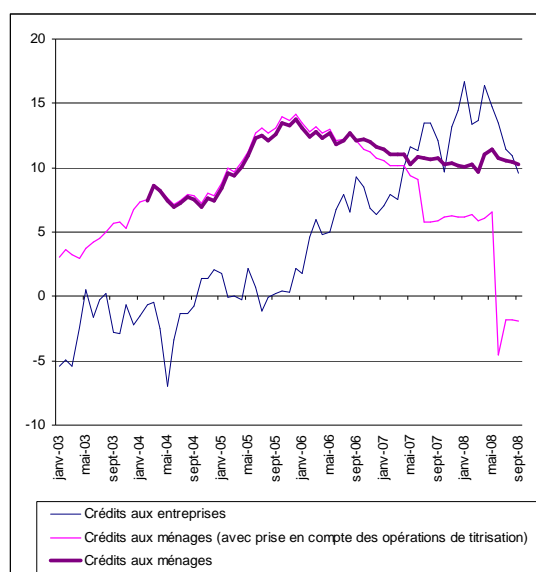
En revanche, les flux de crédits bancaires aux entreprises étaient encore soutenus au deuxième trimestre, atteignant 3,2 milliards d'euros, soit 3,7 milliards d'euros en provenance des banques belges, partiellement compensés par une réduction nette de 0,5 milliard d'euros des crédits octroyés par les banques étrangères.

Les statistiques collectées mensuellement auprès des établissements de crédit résidents font cependant état d'un ralentissement des crédits aux entreprises belges à partir du mois de mai 2008: d'une croissance annuelle de 16,4 p.c. en avril, le crédit aux entreprises est revenu à 9,5 p.c. en septembre 2008¹.

La croissance des crédits aux ménages (considérés ici globalement, crédits immobiliers et à la consommation confondus) s'est maintenue en 2008 à des niveaux élevés, passant de 10,8 p.c. en juin à 10,2 p.c. en septembre. Notons par ailleurs que la prise en considération, dans les statistiques bancaires, des opérations de titrisation des crédits hypothécaires induit une forte sous-estimation du taux de croissance effectif des crédits.

¹ Données de septembre sous embargo, susceptibles encore de révision.

Graphique 5: Crédits accordés par des établissements de crédit belges au secteur privé résident*
(pourcentages de variation annuelle)



Source : BNB.

* Données de septembre sous embargo, susceptibles encore de révision.

4. Richesse financière des ménages

Parallèlement au renchérissement du financement des sociétés par apport de fonds propres, la chute des cours boursiers s'est traduite par une diminution de la valeur du patrimoine financier des ménages. En moyenne en 2007, leur patrimoine financier net, c'est-à-dire le total de leurs actifs financiers moins celui de leurs engagements financiers, représentait 741,4 milliards d'euros, soit 2,2 fois le PIB. Le portefeuille d'actions cotées et de parts de fonds de placement comptait pour près du tiers du patrimoine financier net des ménages. Compte tenu de la baisse de quelque 45 p.c. des cours boursiers entre la fin de 2007 et la moyenne des jours disponibles d'octobre 2008 (c'est-à-dire jusqu'au 22 octobre y compris), et en supposant que ce niveau se maintienne dans les prochains mois, on peut estimer que la baisse du patrimoine subie par les ménages belges se monterait à environ 115 milliards d'euros à fin 2008.

Sur la base de considérations inter-temporelles, les ménages pourraient dès lors désirer reconstituer leur patrimoine financier pour le ramener à un niveau considéré comme suffisant pour assurer le maintien d'un certain niveau de vie dans le futur, notamment après le retrait de la vie active. Cela implique que les ménages pourraient décider d'accroître leur taux d'épargne et donc restreindre leur consommation.

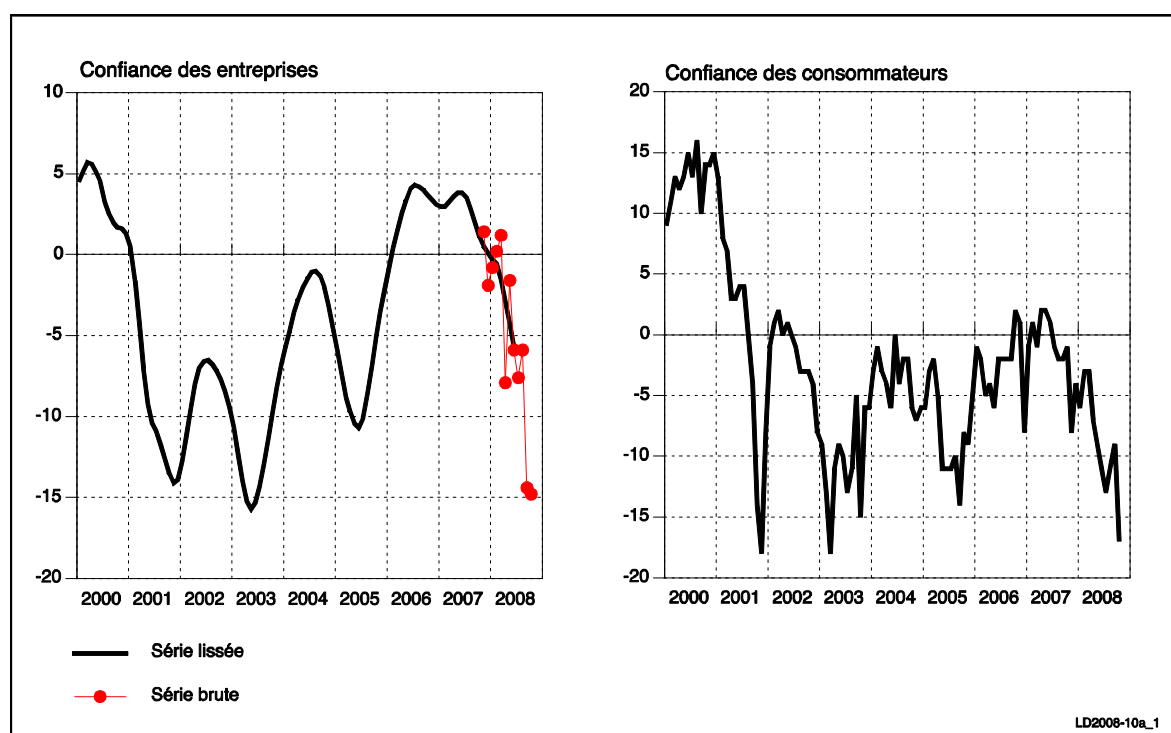
Selon les estimations économétriques disponibles pour la Belgique, dont les résultats sont corroborés par ceux pour d'autres pays européens, l'effet de la variation de la richesse des ménages sur la croissance de la consommation privée est relativement limité. En particulier, la valeur du patrimoine immobilier ne jouerait pas de rôle significatif à cet égard. Pour la richesse financière, une variation de 10 p.c. donne en moyenne lieu à une variation au total de l'ordre de 0,7 p.c. de la consommation privée au bout de quelques années. Toutefois, même si cette élasticité est relativement faible, l'ampleur du recul de la valeur du patrimoine financier des ménages est cette fois particulièrement importante: ainsi, compte tenu de la baisse des cours boursiers observée jusqu'en octobre 2008, on peut s'attendre selon une simulation réalisée à l'aide du modèle économétrique de la Banque à une contribution négative sur l'évolution de la

consommation privée de quelque 0,5 point de pourcentage par an pendant une période de deux à trois ans.

5. Confiance des entreprises et des ménages

L'assombrissement sensible de l'environnement économique n'a pas manqué de peser sur la confiance des entreprises et des ménages. L'indicateur synthétique de conjoncture établi à partir des enquêtes auprès des entreprises est en recul depuis la mi-2007. Au-delà de la volatilité des résultats mensuels bruts, il apparaît que ce mouvement s'est accéléré au cours des trois derniers mois. En particulier, les entreprises perçoivent une forte détérioration des perspectives de demande, surtout sur les marchés extérieurs pour l'industrie, et elles indiquent un ralentissement des embauches. Les entreprises de services sont également particulièrement pessimistes quant à l'évolution de l'activité. De son côté, la confiance des consommateurs a été affectée tant par des facteurs généraux – comme l'élévation de l'inflation et, de manière marquée dans les derniers résultats, un pessimisme accru en matière de chômage – que par des facteurs portant sur leur situation patrimoniale.

Graphique 6: Confiance des entreprises et des consommateurs
(solde des réponses)



Source: BNB.

S'il reflète essentiellement l'évolution récente et les perspectives en matière d'activité, d'emploi, d'inflation, de revenu ou de richesse, le niveau de confiance des agents privés joue un rôle important dans l'amplitude et la durée du ralentissement économique. En effet, ce ralentissement peut être accentué ou, au contraire, en partie amorti, selon que les entreprises et les ménages perçoivent que les chocs exerceront un effet durable ou temporaire.

Ainsi, les entreprises seront d'autant plus enclines à annuler leurs projets d'investissement ou à restreindre leurs effectifs si elles pensent que leur rentabilité et leur position financière sont

durablement menacées. De même, les particuliers pourraient réduire leur consommation plus que nécessaire, afin de consolider leur épargne, si leurs perspectives de moyens de subsistance futurs sont compromises par une plus grande probabilité de chômage ou par une diminution des avoirs financiers qu'ils souhaitent pouvoir utiliser au terme de leur vie active

Plans nationaux de garanties des passifs des établissements de crédit

- **Base juridique (loi-convention-règlement)**

Danemark:

Act on Financial Stability

UK

Mesures prises par HM Treasury (pas de loi)

France:

Loi approuvée par l'Assemblée nationale le mardi 14/10/08 et par le Sénat le mercredi 15/10.

Germany:

Loi adoptée le 17/10

Ireland:

Law : Credit Institutions (Financial Support) Bill 2008

Italy:

Decree law N° 157

Spain:

Loi adoptée le 13 octobre 2008.

Sweden

Projet de loi du 20 octobre soumis au Council on Legislation.

Portugal

Décret-loi du 14 octobre 2008

Pays-Bas

Le gouvernement néerlandais a adopté le 21/10 un "Regeling voor staatsgaranties voor de uitgifte van schuldpapier van banken" qui entre en vigueur le 23 octobre.

USA

Invocation of the systemic risk exception of the FDIC Improvement Act of 1991.

Assiette de la garantie

Danemark:

Type d'instruments

- Senior debt (unsecured unsubordinated debt)
- Deposits
- Claims by depositors and senior debt (unsecured unsubordinated debt) against losses due to banks to the extent that the losses are not covered by the Deposit Guarantee Scheme, other depositor arrangements, or covered by other means (e.g. covered bonds and debt and deposits with collateral in government bonds or covered bonds).

UK

Type d'instruments

- Certificates of Deposit (CDs);
- Commercial Paper (CP);
- Senior unsecured bonds
- Notes.
- Stand-alone debt securities or instruments issued off programmes, ONLY to plain vanilla, non-complex instruments in each case approved by HM Treasury at its sole discretion.

Devises couvertes

- Sterling, euro, US dollars.

Eligibility BoE Monetary Policy Operations

- Guaranteed instruments eligible as collateral in all its extended-collateral operations, so long as the guarantee applies.

Term of the covered instruments

- No longer than three years.
- Within that period of three years, rollovers of guaranteed instruments maturing after the end of the Issuance Period are permitted under programmes, subject to the total guaranteed amount not increasing and rollovers being continuous with a maturity date not going beyond 13 April 2012. The issuer may not trigger early redemption, either in full or in part, ahead of the scheduled maturity date of the instrument guaranteed under the Scheme. The guarantee will terminate at midnight on 13 April 2012, unless extended at the discretion of HM Treasury.

France: (plan différent du plan UK ou du projet de plan belge)

A. GENERAL SCHEME

Fonctionnement du schème:

- Création d'une société destinée à refinancer les établissements de crédit (joue rôle équivalent à une banque centrale: fourniture de liquidité against collateral)
- Garantie de l'État apportée à cette société (avec une limite de € 320bn)
- C'est cette société qui octroie des prêts contre collatéral aux établissements de crédit

Caractéristiques des prêts alloués aux banques:

- Maturité jusqu'à 5 ans
- Nantis par des actifs en principe non éligibles pour monetary policy operations BCE, uniquement des créances de bonne qualité:
- des prêts immobiliers assortis d'une hypothèque de premier rang ou d'une sûreté équivalente ;
- des prêts immobiliers pour l'acquisition d'un bien situé en France, assortis d'une sûreté ou d'un cautionnement d'un organisme financier ;
- des prêts aux collectivités publiques ;
- des prêts aux entreprises bénéficiant au moins du quatrième meilleur échelon de qualité de crédit ;
- des prêts à la consommation consentis aux particuliers résidant en France

B. LA GARANTIE SPÉCIFIQUE DE L'ÉTAT OCTROYÉE À DEXIA

- La loi française a donné au ministre l'autorisation d'accorder à titre onéreux la garantie de l'État aux financements levés jusqu'au 31 octobre 2009 par les sociétés Dexia SA, Dexia Banque Internationale Luxembourg, Dexia Banque Belgique et Dexia Crédit Local de France auprès d'établissements de crédit et de déposants institutionnels, ainsi qu'aux obligations et titres de créance qu'elles émettent à destination d'investisseurs institutionnels, dès lors que ces financements, obligations ou titres ont été souscrits à compter du 9 octobre 2008 et arrivent à échéance avant le 31 octobre 2011.
- Il est précisé que cette garantie de l'État s'exercera, sous réserve de l'appel conjoint en garantie du Royaume de Belgique et du Grand-duché du Luxembourg, et dans la limite de 36,5 % des montants éligibles. 53 -
- Il s'agit donc **d'une garantie spécifique destinée à couvrir les opérations interbancaires de l'entité de tête du groupe Dexia et de ses principales filiales**, sises en France, en Belgique et au Luxembourg.
- Cette garantie, pour ce qui concerne Dexia Crédit Local de France, est théoriquement cumulable avec le *general scheme*, même si ce dispositif *ad hoc* devrait dispenser Dexia de passer par la nouvelle société de refinancement. Le prix de la garantie ainsi octroyée à Dexia devrait être calculé de la même façon que si cette banque bénéficiait d'un refinancement par la nouvelle société. Le **dispositif proposé reflète l'accord intergouvernemental conclu entre la France, la Belgique et le Luxembourg, le 9 octobre 2008** et aux termes duquel la Belgique doit assurer 60,5 % de la garantie, la France, 36,5 %, et le Luxembourg, 3 %.

Germany:

Types d'instruments

- Newly issued refinancing instruments up to 36 months.
- Covered bonds.
- Pfandbriefe not included but if the functioning of the Pfandbriefe market so requires, the German Government will adopt short-term statutory measures to secure German Pfandbriefe

Term of the instruments

- Instruments up to 36 months.

Ireland:

Type d'instruments

- Retail, commercial, institutional and interbank deposit.
- Covered bonds, senior debt and dated subordinated debt (lower Tier II).

Italy:

Type d'instruments

- new liabilities of Italian banks

Term of the instruments

- maturity up to 5 years.

Spain:

Type d'instruments

- Commercial papier
- Senior bonds
- **It may also include interbank deposits, but only in the event of a coordinated approach by Eurozone countries**

Term of the instruments

- Up to 5 years maturity

Suède

Type d'instruments

- Bonds,
- Certificates of deposits
- Other non-subordinated debt instruments which have a maturity longer than 90 days but less than five years.
- Covered bonds.
- not covered: complex and structured financial products.

Currencies covered

- NO currency restrictions.

Eligibility Monetary Policy Operations

- The Riksbank intends to treat the guaranteed debt instruments as government bonds in its lending facilities. The guarantee is to be structured in a way which will qualify the guaranteed instruments a zero-risk weighting, using the standardised approach, for capital adequacy purposes.

Term of the instrument

- Debt instruments with original maturities longer than 90 days.

Portugal

Type d'instruments

- Non précisé.

Term of the instrument

- The guarantee is applying only to guarantees to be issued before 31 December 2009 at the latest.

Pays-Bas

Type d'instruments

- Debt instrument must:
 - Be a senior unsecured debt instrument on standard market terms and falling within one of the following categories:
 - (i) certificates of deposit;
 - (ii) commercial paper; or
 - (iii) medium term notes which by their terms are expressed to be redeemed in one single payment (bullet) and which carry interest at a fixed or floating rate;

- The debt instrument must fit, in the opinion of the Guarantor, taking into account the refinancing profile and the structure of the balance sheet of the relevant Eligible Bank, within the liquidity requirements of that Eligible Bank.
- The debt instrument may not be, in the opinion of the Guarantor, a complex financial instrument.
- The terms of the debt instrument may not provide for:

(a) any cross-default or cross-acceleration event of default (howsoever described); or

(b) any right of prepayment of principal by the issuer.

Term of the instruments

- No less than three months and no more than three years;
- Proceeds of the issue of the debt instrument must be (and must be expressed to be) applied towards refinancing of any debt instruments or other borrowings of the relevant Eligible Bank with a schedule maturity date falling on or after 23 October 2008.

Currency

- euro, Sterling or US Dollar.

USA

- Newly issued senior unsecured debt issued by Eligible Entities on or before June 30, 2009, including promissory notes, commercial paper, inter-bank funding, and any unsecured portion of secured debt. The amount of debt covered by the guarantee may not exceed 125 percent of debt that was outstanding as of September 30, 2008 that was scheduled to mature before June 30, 2009. For eligible debt issued on or before June 30, 2009, coverage would only be provided for three years beyond that date, even if the liability has not matured
- Funds in non-interest-bearing transaction deposit accounts held by FDIC-insured banks until December 31, 2009.

Montant de la prime

Danemark: (financement particulier sans lien avec les primes CDS)

- The state will provide a guarantee and establish a company with the purpose of facilitating the winding-up of insolvent banks so that depositors and senior debt (unsecured unsubordinated debt) do not suffer losses on their claims against insolvent banks.
- The financial sector will contribute up to 35 bn DKK in the financing of this company :
 - 10bn DKK to cover losses in the winding-up company
 - 7,5bn DKK annually, during two years, as a guarantee commission to the winding-up company
 - Possibility of an additional 10bn DKK as increased guarantee commission

The sector will decide how to divide this potential 35bn DKK amount among individual banks

UK

- The fee will be based on a per annum rate of 50 basis points plus 100% of the institution's median five-year Credit Default Swap (CDS) spread during the twelve months to 7 October 2008, as determined by HM Treasury.
- This fee will be applied to the principal amount of an interest bearing debt instrument and in the case of non-interest bearing debt instrument to the gross proceeds of issue of debt instruments.
- HM Treasury may apply its own estimate of an appropriate CDS spread if public data is unavailable.
- HM Treasury may charge an incremental fee to any guarantee being applied to non-sterling denominated issuance.
- Fee payable three-monthly in arrears and/or on maturity from the earlier of the third business day after the date of the guarantee certificate and the date of the guaranteed debt issuance.
- Fee may be varied at HM Treasury's discretion.

France:

Taux d'intérêt appliqué sur les prêts consentis comprennent deux composantes :

- Un taux correspondant au coût de financement de la société auquel viendra s'additionner
- + une rémunération additionnelle correspondant à la tarification de la garantie de l'Etat.
- Le prix de la garantie sera représenté par une commission additionnelle aux intérêts, selon des modalités définies au moment de l'émission. Ce prix est défini de telle sorte que le coût du refinancement de chaque établissement de crédit soit équivalent à celui d'un refinancement sur le marché dans des conditions normales de fonctionnement.
- La Ministre des Finances a indiqué que la garantie ne coûtera pas le même prix pour tous les établissements. Elle s'est référée à ce sujet au système britannique. Un banquier français a indiqué que le système français est différent puisque les banques y apportent des actifs en garantie, ce qui implique que le prix de la garantie sera très sensiblement inférieur aux prix décidés dans les autres pays.

Germany:

- Fees are based on a per annum rate of 50 basis points plus the institution's median five-year Credit Default Swap spread during the last twelve months.
- No differentiation according to maturity of the debt

Ireland:

- A charging model has been developed based on the CAMEL methodology. The charge will be calculated separately each quarter for each bank based on a number of factors such as default risk, capital adequacy, credit rating, liquidity, public interest, etc.

Italy:

- Unknown

Pays-Bas:

- **Le régime décrit plus bas doit être confirmé par NL (en principe suppression de la différenciation du fee selon la maturité (moins d'un an/plus d'un an))**
- The amount of each fee shall be calculated on the basis of a percentage rate *per annum* applied to the gross proceeds of the issue of the relevant Guaranteed Debt Instrument.
- The percentage rate *per annum* shall be:
 - (a) in the case of a Guaranteed Liability with a tenor of no more than one year, 50 basis points; and
 - (b) in any other case, equal to the aggregate of: (i) the relevant Eligible Bank's CDS Spread; and (ii) 50 basis points.
- The percentage rate *per annum* shall accrue from day to day on the basis of:
 - (a) the actual number of days elapsed between the date of the relevant Guarantee Certificate and the scheduled maturity date of the relevant Guaranteed Debt Instrument; and
 - (b) the actual number of days in the year or years during which the relevant Guaranteed Debt Instrument will remain outstanding (assuming it reaches its full maturity).

Spain:

- Still unknown.
- The Guarantee will have a cost reflecting the risk born by the Government, according to market data.

Portugal

- Détail non encore connu (loi disponible en portugais).
- Les garanties sont octroyées "under adequate commercial conditions, considering in particular, the assessment of the institution's risk and, as such, fees are charged and adequate coverage by good quality assets is required" . The State may revise the fees while the guarantee remains effective, when market conditions change significantly.

Suède

- The guarantee fee will be differentiated by risk based on the institutions' public rating. Institutions lacking a public rating will pay a standardised fee. The fee will be set at a level between the current market price and an estimated price under normal market conditions. This should initially induce financial institutions to utilise the guarantee while at the same time providing incentives to refrain from such use when market prices normalise. The Swedish National Debt Office is to release details on the pricing structure before the scheme comes into effect.

USA

Fees for coverage would be waived for the first 30 days. After the first 30 days, a fee would be imposed as follows:

- For all newly issued senior unsecured debt, an annualized fee equal to 75 basis points multiplied by the amount of debt issued under this program.
- For non-interest-bearing transaction deposit accounts, a 10 basis point surcharge would be applied to non-interest-bearing transaction deposit accounts not otherwise covered by the existing deposit insurance limit of \$250,000. This surcharge will be added to the participating bank's existing risk-based deposit insurance premium paid on those deposits.

Délai pour introduire la demande de garantie

Est décrit ci-dessous le délai pendant lequel les banques peuvent introduire leurs demandes en vue d'obtenir la garantie de l'État. Les garanties octroyées pendant cette période porteront toutefois sur des actifs dont la maturité peut être plus longue.

Danemark:

- Two years with the possibility of an extension if financial stability concerns necessitate its continuation.

UK

- A six-month period from 13 October 2008, subject to any extension at the discretion of HM Treasury

France:

- Clôture du schème le 31 décembre 2009.

Germany:

- Clôture du schème le 31 décembre 2009

Ireland:

- 2 ans

Italy:

- Clôture du schème le 31 décembre 2009.

Spain:

- Clôture du schème le 31 décembre 2009.

Portugal

- Guarantee remains in force only while market conditions are not restored

Pays-Bas

- Clôture du schème le 31 décembre 2009.

Suède

- Instruments guaranteed under this scheme may be issued until 30 April 2009. This period could be extended by the Government up to 31 December 2009.

USA

- The ability of Eligible Entities to issue guaranteed debt under this program would expire on June 30, 2009.

Institutions pouvant bénéficier de la garantie:

Danemark:

- All banks in the Kingdom of Denmark with a banking licence which are members of Debt Private Beredskab (inclusive subsidiaries of foreign banks)
- Subsidiaries of Danish Banks in other countries are not covered.
- For foreign branches of Danish banks in countries with a similar guarantee arrangement, the bank may allow the branch to be covered.
- Branches in Denmark of foreign banks can receive coverage for deposits of a type covered by the Danish Deposit Guarantee Scheme, in case they are not covered by a similar arrangement in their country of origin.

UK

- UK incorporated banks (including UK subsidiaries of foreign institutions) that have a substantial business in the UK and UK building societies
- Any other UK incorporated bank (including UK subsidiaries of foreign institutions) may apply for inclusion. In reviewing these applications, the Government will give due regard to an institution's role in the UK banking system and in the overall economy.
- Within a banking group, only a single entity may participate in the Scheme. This will typically be the primary UK deposit-taker, subject to any exemptions granted by HM Treasury. Debt issued by other entities within the group will not be eligible to be guaranteed under the Scheme, unless agreed by HM Treasury.

France:

- Établissements de crédit établis en France y compris les filiales de groupes étrangers.
- Société Générale a déjà indiqué qu'elle n'aura pas recours au schéma mis en place par la France.

Germany:

- German financial institutions
- German subsidiaries of foreign institutions

Ireland:

- **Initially:** Bank of Ireland, Allied Irish Banks, Anglo-Irish bank, Irish Life & Permanent's (IL&P) including permanent banking arm TSB, Irish Nationwide Building Society and the Educational Building Society.
- **Then extended** to certain banking subsidiaries in Ireland with a significant and broad-based footprint in the domestic economy: Ulster Bank, Halifax Bank of Scotland, Postbank, IIB Bank and First Active.

Italy:

- "Italian Banks"

Spain:

- All credit institutions established in Spain
- Subsidiaries of foreign companies with sufficient active operations in Spain

Suède

- Banks and mortgage institutions based and operating in Sweden. Swedish banking groups have substantially centralised their financing activities to the parent company. This means that the guarantee will also have positive effects on the liquidity of subsidiaries of Swedish banks abroad, for example subsidiaries in the Baltic countries could also expect liquidity constraints to be eased.

Portugal

- Credit institutions with registered office in Portugal.

Pays-Bas

- Banks (including subsidiaries of foreign banks) with seat and a substantial business in NL
- Only one eligible bank per scheme (but exceptions can be granted)
- Solvency ratio to the satisfaction of NL authorities taking into account any agreement/directive with DNB

USA

- FDIC-insured depository institutions
- U.S. bank holding companies
- U.S. financial holding companies,
- U.S. savings and loan holding companies that engage only in activities that are permissible for financial holding companies to conduct under section 4(k) of the Bank Holding Company Act ("Eligible Entities").

Autorité chargée de gérer le programme

Danemark:

- Commission paid to a winding-up company established by the Government (Ministry of Economic and Business Affairs).
- Approval for the bank or branch to be comprised by the guarantee scheme must be made by FSA.

France:

- L'Agence France Trésor (AFT) assurera la gestion administrative et la planification des émissions de dette par la société

Germany:

- The *financial-market stabilisation fund* falls under the jurisdiction of the Federal Ministry of Finance and will be managed by the Bundesbank according to guidelines set by the Ministry

Ireland:

- Minister for Finance (?)

Italy:

?

Spain:

- Ministry of Finance

Suède

- Swedish National Debt Office

Portugal

- Ministère des Finances en collaboration avec la Banque du Portugal

Pays-Bas

- Het Agentschap van het ministerie van Financiën, dat vanwege zijn kerntaak - het beheer van de staatsschuld - beschikt over de noodzakelijke infrastructuur en het netwerk voor dit soort operaties.

USA

- FDIC

Conditions liées à la participation au plan:

Tous les plans exigent un niveau de capital suffisant pour pouvoir y participer.

Danemark:

- Combined with a ban on dividend payments, share repurchases and new stock options for management.
- Banks and branches which have joined the scheme may not withdraw from the scheme.

UK

- An institution must have raised, or committed to raise within the required timeframe, Tier 1 capital in the amount and in the form the Government considers appropriate, whether by Government subscription or from other sources.
- The scale of each participating institution's access to the Scheme will be based, at the discretion of HM Treasury, on an institution's sterling Eligible Liabilities as calculated by the Bank of England.
- Institutions ayant déjà obtenu la garantie: In its notice of 8 October, HM Treasury named the following institutions as initially eligible to issue guaranteed debt under the Scheme: Abbey; Barclays; HBOS; HSBC Bank plc; Lloyds TSB; Nationwide Building Society; Royal Bank of Scotland, and Standard Chartered.
- Further institutions may be added at the discretion of the Government provided they meet the eligibility criteria specified above. The precise legal entity from each of those groups participating in the Scheme, and the instruments guaranteed, will be announced as appropriate on the DMO website)

France:

- Des contreparties seront exigées par l'Etat aux établissements de crédit utilisant le dispositif
- Notamment: engagements de volumes de prêts à l'économie (PME, particuliers, ...),
- Respect par les établissements et leurs dirigeants des règles éthiques conformes à l'intérêt général (notamment obligation de souscrire au code de bonne conduite du Medef en matière d'executive pay et de golden parachutes).
- Ces contreparties seront fixées au moyen de conventions passées avec l'Etat.

Germany:

- €500,000 ceiling on executive pay and a ban on bonuses (source : FT).
- Même types de mesures que les mesures envisagées par la France.

Ireland:

- There will be some additional limitations and safeguards in relation with the participation of foreign banking subsidiaries
- In order to promote public interest, an institution will take all reasonable steps to appoint at least one but no more than two non-executive directors to its board from a panel approved by the minister during the period of the guarantee.

Italy:

- A necessary condition for intervention will be the existence of a three-year stabilization and reinforcement plan, presented by the requesting bank and judged to be adequate by the Bank of Italy.

Spain:

- The Ministry of Finance will set the requirements for those entities willing to benefit from the guarantee. It might be considered to include among them special solvency conditions proposed by the Bank of Spain.

Suède

- Only institutions with at least 6% Tier 1 capital and at least 9% combined tier 1 and tier 2 capital will qualify for the scheme.
- The State guarantee will impose restrictions with respect to wage increases, bonus payments, increases in board remuneration and bank executives' severance packages during the guarantee period

Portugal:

- Unknown

Pays-Bas

- De Nederlandsche Bank wordt geconsulteerd om te beoordelen of een bank bij aanvraag voldoende solvabel is en de lening past binnen het liquiditeitsschema van de bank. Hierbij toetst De Nederlandsche Bank of er sprake is van herfinanciering.
- Voorwaarden kunnen worden gesteld aan de structuur van de balans.
- Eisen worden gesteld in de corporate-governance sfeer. Bestuurders van banken die gebruik maken van de garantie verbinden zich vrijwillig tot aanvullende eisen rond corporate governance met betrekking tot bonussen en vertrekpremies. Wanneer banken een aanvraag indienen en een garantie toegekend krijgen, moeten zij de garantie ook afnemen.

**EXTRAIT DE WORLD ECONOMIC OUTLOOK DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL,
OCTOBRE 2008**

Table 2.1 Advanced Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Unemployment

(Annual percent change and percent of labor force)

	Real GDP				Consumer Prices				Unemployment			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Advanced economies	3.0	2.6	1.5	0.5	2.4	2.2	3.6	2.0	5.7	5.4	5.7	6.5
United States	2.8	2.0	1.6	0.1	3.2	2.9	4.2	1.8	4.6	4.6	5.6	6.9
Euro area ¹	2.8	2.6	1.3	0.2	2.2	2.1	3.5	1.9	8.7	7.4	7.6	8.3
Germany	3.0	2.5	1.8	—	1.8	2.3	2.9	1.4	9.8	8.4	7.4	8.0
France	2.2	2.2	0.8	0.2	1.9	1.6	3.4	1.6	9.2	8.3	7.7	8.3
Italy	1.8	1.5	-0.1	-0.2	2.2	2.0	3.4	1.9	6.8	6.2	6.7	6.6
Spain	3.9	3.7	1.4	-0.2	3.6	2.8	4.5	2.6	8.5	8.3	11.2	14.7
Netherlands	3.4	3.5	2.3	1.0	1.7	1.6	2.9	2.6	3.9	3.2	2.8	2.9
Belgium	2.9	2.8	1.4	0.2	2.3	1.8	4.6	2.8	8.3	7.5	7.1	8.6
Austria	3.4	3.1	2.0	0.8	1.7	2.2	3.5	2.3	4.8	4.4	4.2	4.4
Finland	4.9	4.5	2.5	1.6	1.3	1.6	3.9	2.5	7.7	6.8	6.2	6.2
Greece	4.2	4.0	3.2	2.0	3.3	3.0	4.4	3.1	8.9	8.3	7.7	8.3
Portugal	1.4	1.9	0.6	0.1	3.0	2.4	3.2	2.0	7.7	8.0	7.6	7.8
Ireland	5.7	6.0	-1.8	-0.6	2.7	2.9	3.5	2.4	4.4	4.5	5.7	7.0
Luxembourg	6.1	4.5	2.3	1.8	2.7	2.3	3.7	1.8	4.4	4.4	4.4	4.8
Slovenia	5.7	6.1	4.3	3.7	2.5	3.6	5.9	3.3	5.9	4.8	4.8	5.0
Cyprus	4.0	4.4	3.4	2.8	2.2	2.2	4.6	3.5	4.6	3.9	3.9	3.9
Malta	3.1	3.7	2.8	2.3	2.6	0.7	3.7	2.2	7.3	6.4	6.5	7.0
Japan	2.4	2.1	0.7	0.5	0.3	—	1.6	0.9	4.1	3.8	4.1	4.5
United Kingdom ¹	2.8	3.0	1.0	-0.1	2.3	2.3	3.8	2.9	5.4	5.4	5.4	6.0
Canada	3.1	2.7	0.7	1.2	2.0	2.1	2.5	2.1	6.3	6.0	6.2	6.3
Korea	5.1	5.0	4.1	3.5	2.2	2.5	4.8	4.0	3.5	3.3	3.1	3.0
Australia	2.7	4.2	2.5	2.2	3.5	2.3	4.6	3.6	4.8	4.4	4.3	4.8
Taiwan Province of China	4.9	5.7	3.8	2.5	0.6	1.8	4.2	2.5	3.9	3.9	3.9	4.1
Sweden	4.1	2.7	1.2	1.4	1.5	1.7	3.4	2.8	7.0	6.1	6.6	7.1
Switzerland	3.4	3.3	1.7	0.7	1.0	0.7	2.6	1.5	3.0	2.5	2.6	2.8
Hong Kong SAR	7.0	6.4	4.1	3.5	2.0	2.0	4.8	4.3	4.8	4.1	3.5	3.6
Denmark	3.9	1.7	1.0	0.5	1.9	1.7	3.4	2.8	3.9	2.8	1.8	2.6
Norway	2.5	3.7	2.5	1.2	2.3	0.8	3.2	2.7	3.4	2.5	2.5	3.0
Israel	5.2	5.4	4.3	2.8	2.1	0.5	4.8	3.3	8.4	7.3	6.0	6.2
Singapore	8.2	7.7	3.6	3.5	1.0	2.1	6.5	3.3	2.7	2.1	2.1	2.2
New Zealand ²	1.9	3.2	0.7	1.5	3.4	2.4	4.2	3.8	3.8	3.6	4.0	4.3
Iceland	4.4	4.9	0.3	-3.1	6.8	5.0	12.1	11.2	1.3	1.0	2.2	3.9
<i>Memorandum</i>												
Major advanced economies	2.7	2.2	1.2	0.1	2.4	2.2	3.5	1.7	5.8	5.5	5.8	6.6
Newly industrialized Asian economies	5.6	5.6	4.0	3.2	1.6	2.2	4.8	3.5	3.7	3.4	3.3	3.3

¹Based on Eurostat's harmonized index of consumer prices.

²Consumer prices excluding interest rate components.

L'ACTION DE L'EUROSISTÈME FACE À LA CRISE FINANCIÈRE

L'Eurosystème, c'est-à-dire la BCE et l'ensemble des banques centrales des pays membres de la zone euro, a agi promptement dès les premiers signes de dysfonctionnement des marchés monétaires, au début d'août 2007, et il a nettement intensifié son action depuis lors. Deux phases peuvent en effet être distinguées: une phase de turbulences caractérisée par des tensions sur les marchés monétaires qui, rétrospectivement, paraissent "moyennes", même si elles se sont quelque peu accrues à l'approche de la fin de l'année 2007 et en mars 2008 lors des difficultés de Bear Sterns; une phase de crise, ouverte par l'effondrement de Lehman Brothers à la mi-septembre 2008 et marquée par une quasi-paralysie des marchés monétaires.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a veillé à distinguer les mesures prises dans le cadre de la gestion de la liquidité du marché monétaire en euro, d'une part, et l'orientation de la politique monétaire, d'autre part. La gestion de la liquidité vise à maintenir les taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire, en particulier le taux au jour le jour (EONIA), à des niveaux proches du taux directeur de la politique monétaire, et plus généralement à atténuer les tensions sur le marché interbancaire. Les injections de liquidités opérées dans ce cadre ne modifient pas l'orientation de la politique monétaire, qui est signalée par le taux directeur ((le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement).

Cette note synthétise dans un premier temps l'action menée quant à l'orientation de la politique monétaire, dont un point d'orgue a été l'action concertée entre les banques centrales de huit pays ou zone économique débouchant sur une baisse d'un demi-point de pourcentage de leurs taux directeurs. Ensuite, elle esquisse un survol des différentes mesures mises en œuvre par le Conseil des gouverneurs de la BCE en vue de pallier les défaillances du marché monétaire ainsi que celles décidées par certaines banques centrales de l'Eurosystème, dont la Banque nationale de Belgique, en vue de fournir des liquidités d'urgence à des banques confrontées à des pressions particulièrement intenses.

A. ORIENTATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de l'évolution de son taux directeur en vue du maintien de la stabilité des prix à moyen terme, conformément à sa mission. Il apprécie les risques

pesant sur la stabilité des prix au moyen d'une analyse approfondie de l'ensemble des informations économiques, financières et monétaires disponibles. Cette analyse lui permet notamment d'évaluer l'effet de chocs majeurs comme le renchérissement des matières premières (qui s'est prolongé jusqu'à l'été 2008) et la crise financière sur la dynamique économique et la formation des prix dans la zone euro. Au cours de la première phase de turbulences financières, le Conseil des gouverneurs a considéré que les risques en matière d'évolution des prix à moyen terme étaient principalement à la hausse. Eu égard aux incertitudes dues aux turbulences financières, il s'est toutefois longtemps abstenu de relever le taux directeur.

La brusque détérioration des marchés financiers a ensuite modifié radicalement les perspectives d'évolution des prix, les risques à la hausse s'amenuisant en raison du recul des prix des matières premières et du ralentissement attendu de la demande intérieure et extérieure. Le 8 octobre 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé, dans une action coordonnée avec sept autres banques centrales, d'abaisser son taux directeur de 50 points de base, le ramenant de 4,25 à 3,75 p.c.

Le caractère mondial de la crise requérait en effet une coordination internationale. La coopération entre banques centrales est aussi de mise en matière de gestion de la liquidité, étant donné l'ampleur des activités transfrontalières des banques. Ainsi, l'Eurosystème fournit des liquidités en dollar des États-Unis, depuis décembre 2007, et en franc suisse, depuis octobre 2008, aux banques de la zone euro, grâce à des accords de swap avec la Réserve fédérale et la Banque Nationale Suisse.

B. GESTION DE LA LIQUIDITÉ PAR L'EUROSYSTÈME

1. LIQUIDITÉ DU MARCHÉ MONÉTAIRE EN EURO

Au cours de la première phase des turbulences financières, l'Eurosystème a pu agir dans le cadre opérationnel existant, contrairement à d'autres banques centrales. En effet, ce cadre disposait d'atouts comme le large éventail de contreparties pour les opérations d'open market, le large éventail d'actifs éligibles comme garantie des prêts de l'Eurosystème et l'ampleur des opérations de refinancement.

En vue de maintenir les taux à très court terme du marché monétaire à des niveaux proches du taux directeur, l'Eurosystème a procédé à des injections de liquidités sous la forme d'opérations dites de réglage fin ainsi que sous la forme de plus amples adjudications dans le cadre des opérations principales de refinancement (crédits à une semaine), ce qui permettait aux banques d'atteindre plus tôt dans la période de constitution des réserves le niveau requis de réserves obligatoires. Il a aussi absorbé la liquidité excédentaire par des opérations de réglage fin quand elle faisait pression à la baisse sur les taux, en particulier à la fin des périodes de constitution des réserves.

Pour contribuer en outre à atténuer les tensions sur d'autres segments du marché interbancaire, l'Eurosystème a allongé la durée moyenne du refinancement en organisant des adjudications supplémentaires de crédits à trois mois à partir d'août 2007 et à six mois à partir de mars 2008.

L'Eurosystème a de la sorte accru son rôle dans l'intermédiation des flux interbancaires, se substituant en partie au marché interbancaire enrayé.

Ce rôle s'est accentué dans la phase de crise récente. L'Eurosystème a encore intensifié son offre de liquidités pour répondre à la demande accrue de réserves des banques, et il a recueilli davantage de dépôts des banques.

Le 8 octobre 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que les opérations principales de refinancement seraient effectuées par une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie à ce taux (3,75 p.c. en ce moment). Il a aussi décidé de réduire le corridor constitué par les taux des facilités permanentes de 200 à 100 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Ces mesures, destinées à réduire les incertitudes auxquelles sont confrontées les banques, demeureront en vigueur aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la première période de constitution des réserves de 2009, le 20 janvier. Le 15 octobre 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'appliquer également la procédure d'appel d'offres à taux fixe avec acceptation intégrale des soumissions aux opérations de refinancement à plus long terme (crédits à trois et six mois, auxquels se sont ajoutés des crédits à un mois à partir du 29 septembre 2008), jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009. Le même jour, il a décidé d'élargir la liste des actifs éligibles en garantie des prêts de l'Eurosystème, jusqu'à la fin de 2009.

2. CONTRIBUTION À LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS MONÉTAIRES EN D'AUTRES MONNAIES

Le 12 décembre 2007, dans le cadre d'une action coordonnée de cinq banques centrales en vue de contrer les pressions sur les marchés de fonds à court terme, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'offrir des liquidités en dollar des États-Unis aux contreparties de l'Eurosystème, les dollars étant fournis par la Réserve fédérale dans le cadre d'un accord de swap. Des adjudications régulières de crédits en dollar ont été ensuite organisées (crédits à 28 jours à partir de mars 2008, à 84 jours à partir de juillet, à 7 jours à partir de septembre). À partir du 13 octobre 2008, l'Eurosystème, comme la Bank of England et la Banque Nationale Suisse, a procédé à des appels d'offres à taux fixe avec acceptation intégrale des soumissions pour les prêts en dollar à 7, 28 et 84 jours. Depuis le 21 octobre, l'Eurosystème fournit des liquidités en dollar non seulement au moyen de prêts garantis mais aussi au moyen de swaps contre euros.

Depuis le 20 octobre 2008, l'Eurosystème fournit des liquidités en franc suisse à ses contreparties au moyen de swaps contre euros à 7 jours.

3. FOURNITURE DE LIQUIDITÉ D'URGENCE

Dans un climat de défiance généralisée, certaines institutions financières peuvent être soumises à des pressions particulièrement fortes. Lorsqu'elles ont une importance systémique, l'intervention des autorités permet d'éviter les effets de contagion. Il revient aux banques centrales nationales de fournir d'urgence les liquidités nécessaires et aux pouvoirs publics de renforcer la solvabilité de ces institutions de manière à restaurer leur crédit. Plusieurs banques centrales nationales, dont la Banque nationale de Belgique, ont été amenées à fournir des liquidités d'urgence à certaines banques, en euro et en dollar des États-Unis.