

Gardiennne de la galaxie euro

La BCE face au
défi de l'excès de
liquidité



JUIN 2024

Communication publicitaire

À propos de l'auteur.

Pierre Boyer

Head of Money Market
and Short Term



Pierre Boyer est responsable des stratégies monétaires et court terme obligataires chez Candriam depuis 2012, et gérant de fonds monétaires depuis 2008.

Il a commencé sa carrière en 2004 en travaillant sur les produits dérivés au sein des équipes middle office de Calyon, avant de rejoindre le Crédit Lyonnais Asset Management en tant qu'assistant gérant de fonds monétaires. En 2005, il a rejoint CIC - Banque Transatlantique en tant que gérant actions et obligations.

Pierre est titulaire d'un diplôme en finance de l'ESCEM et d'un diplôme de troisième cycle en ingénierie financière de Skema Business School.

Som-

Sommaire.

Résumé 04

Introduction : la transformation de la BCE et le dilemme de la liquidité 06

De gardien des prix à pilier de la zone euro 07

Des mesures non conventionnelles
face à des défis sans précédent 08

L'impact sur le bilan de la BCE 09

La voie à suivre pour la BCE sur la liquidité 12

Implications sur les taux des mécanismes
de corridor et de plancher 12

Marcher sur la corde raide de l'excès
de liquidité 16

L'avenir de la gestion des liquidités dans la zone euro 18

Tracer la voie à suivre 19

Le phénix du marché monétaire renaît
de ses cendres 22

Plus une question de volatilité
du marché qu'un problème de corridor
ou de plancher 25

Conclusion : faire preuve de flexibilité dans un paysage en mutation 27

Résumé.

Résumé.

La Banque centrale européenne (BCE) a considérablement évolué ces dernières années, passant de simple observateur passif à gardien proactif de la stabilité financière dans la zone euro. Alors que la BCE normalise sa politique monétaire après une période de mesures non conventionnelles, elle est confrontée à un défi de taille : la gestion de l'excès de liquidité. Ce document examine l'évolution du rôle de la BCE et la façon dont elle peut résoudre ce problème.

Informations clés :

- **la BCE est confrontée à un exercice d'équilibre délicat** : maîtriser l'inflation tout en soutenant la croissance économique, maintenir la stabilité financière et éviter de perturber les marchés financiers.
- **sa stratégie actuelle** consiste à réduire progressivement l'excès de liquidité par le biais d'un resserrement quantitatif (« quantitative tightening », QT) et d'autres instruments.
- **la BCE envisage d'adopter une approche plus flexible** pour gérer les liquidités à l'avenir, pouvant inclure un système hybride mêlant corridor et plancher.
- **les mesures que pourrait prendre la BCE devraient redonner de l'attrait aux fonds monétaires**, notamment par rapport aux dépôts bancaires.

Le succès de la BCE dépendra de sa capacité à évoluer avec prudence dans un environnement complexe. Une communication claire, des actions mesurées et des solutions innovantes seront essentielles pour assurer une transition en douceur et garantir la stabilité financière à long terme dans la zone euro.



Introduction : la transformation de la BCE et le dilemme de la liquidité.



La BCE est prête à faire tout ce qu'il faudra pour préserver l'euro.

- Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne lors de la Conférence sur l'investissement à Londres, le 26 juillet 2012

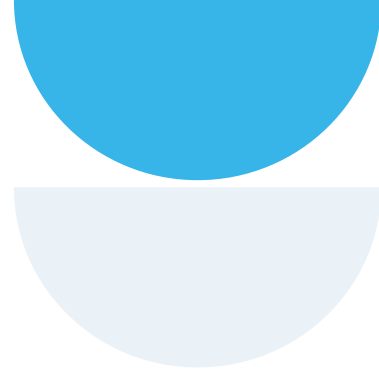
L'époque où la Banque centrale européenne (BCE) restait en retrait, se contentant de surveiller l'inflation et la masse monétaire, est révolue. Après plus de 15 ans de changements, la BCE s'est imposée comme un solide gardien de la stabilité financière de la zone euro. Le tournant décisif est survenu pendant la crise financière de 2008, mettant en lumière les limites d'une focalisation exclusive sur l'inflation. Lorsque la crise s'est muée en crise de liquidité et en crise bancaire, la pression sur la BCE pour qu'elle prenne des mesures décisives s'est accentuée.

Sous la direction de Mario Draghi, la BCE a opéré une transformation radicale, passant de la passivité à un interventionnisme proactif, et s'est dotée d'un arsenal redoutable d'outils pour protéger la zone euro. Un événement déterminant a eu lieu en 2012. Dans un discours devenu depuis célèbre, le président de la BCE de l'époque, Mario Draghi, a martelé l'engagement indéfectible de la BCE à préserver la

zone euro : « Dans le cadre de son mandat, la BCE est prête à faire tout ce qu'il faudra pour préserver l'euro. Et croyez-moi, cela suffira (...) Nous devons donc faire face à cette fragmentation financière en abordant cette question. »

La crise de la dette souveraine, au cours de laquelle plusieurs gouvernements européens ont eu des difficultés à emprunter entre 2010 et 2012, a contraint la BCE à apporter un soutien important et illimité à tous les pays de la zone euro en proie à des difficultés financières. Cette initiative a permis d'éviter une catastrophe immédiate, mais elle a également fait gonfler le bilan de la BCE à des niveaux sans précédent et inondé le marché de liquidités.

Depuis, l'environnement a encore évolué et la BCE est aujourd'hui confrontée à un nouveau défi. Elle doit désormais recalibrer ses outils et ses interventions afin de garder le contrôle de son



instrument principal : le taux d'intérêt à court terme. La récente réduction de la taille de son bilan et ses efforts visant à normaliser sa politique monétaire exigent d'autres ajustements.

Dans cet environnement en mutation, la BCE doit prendre des décisions cruciales qui auront un impact profond sur l'évolution de la finance dans la zone euro. Ces décisions sont particulièrement

importantes alors que la BCE gère les taux d'intérêt et l'excès de liquidité dans un paysage économique qui a évolué au-delà du cadre initial qui l'a vu naître. La question qui se pose est de savoir si la présidente Christine Lagarde maintiendra le « système plancher » actuel, reviendra au « système de corridor » d'avant la crise ou introduira un modèle hybride combinant contrôle et flexibilité.

De gardien des prix à pilier de la zone euro.

Depuis sa création en 1999, la Banque centrale européenne a parcouru un long chemin. Initialement mandatée pour maintenir la stabilité des prix, comme prévu dans le traité d'Amsterdam, l'institution est peu à peu devenue une pierre angulaire du système financier de la zone euro. Son poids institutionnel s'est particulièrement renforcé sous l'autorité de l'ancienne directrice générale du Fonds monétaire international et ex-ministre française de l'Économie.

Si les États membres de la zone euro ont également œuvré pour maintenir l'unité européenne, le rôle de la BCE est devenu plus proactif qu'il ne l'était en réponse aux multiples crises survenues après 2008.

Dans le sillage du mandat de Mario Draghi, la BCE a ouvert une ère d'interventionnisme monétaire marqué, avec de nombreux ajustements des taux d'intérêt, l'introduction de taux d'intérêt négatifs, des injections de liquidités et des rachats massifs d'obligations. Pendant toute la durée de la pandémie, la BCE a aussi joué un rôle majeur en soutenant l'économie de la zone euro et en agissant activement pour maîtriser l'inflation.

Des mesures non conventionnelles face à des défis sans précédent

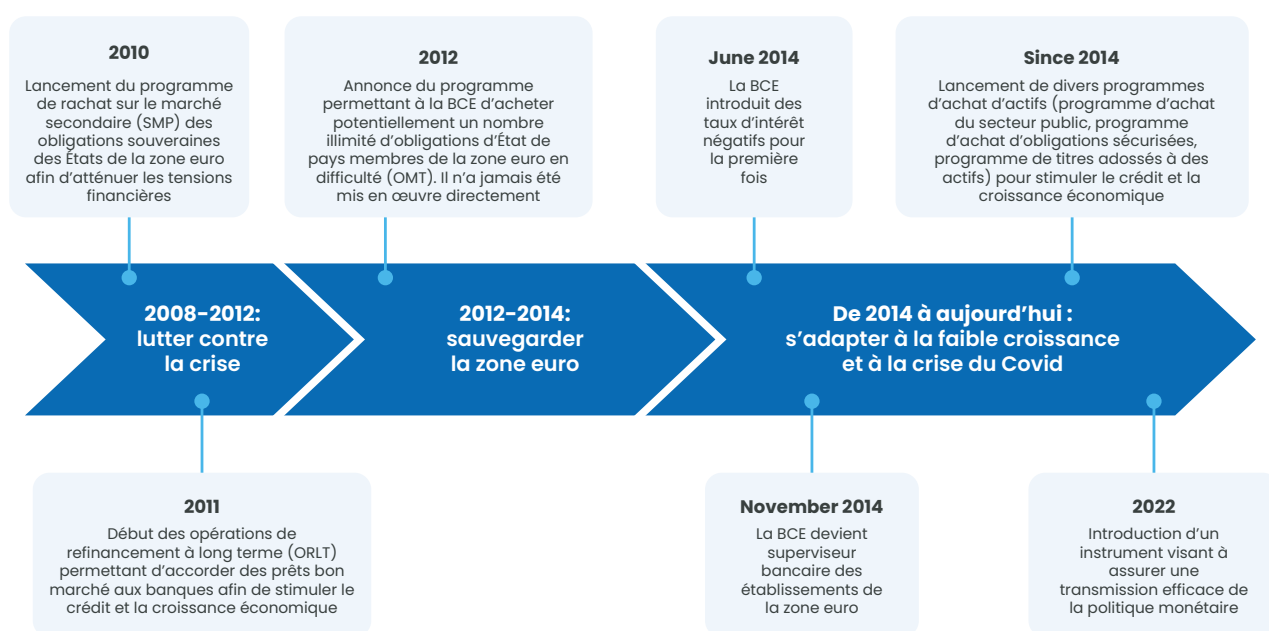
Bien que l'inflation demeure un objectif central, la crise de 2008 a révélé des vulnérabilités au sein de la zone euro, nécessitant une BCE plus proactive. Cette période a marqué un tournant majeur, la banque centrale mettant en œuvre plusieurs mesures non conventionnelles qui ont joué un rôle crucial dans la stabilisation de l'économie et la prévention d'un effondrement financier de la zone euro.

Ces mesures ont ainsi contribué à :

- **restaurer la confiance dans le système financier européen** : en fournissant une liquidité suffisante aux banques, la BCE a apaisé les inquiétudes des investisseurs et évité une crise financière plus étendue ;
- **stimuler le crédit et prévenir la déflation** : l'augmentation des liquidités a encouragé les banques à accorder davantage de prêts aux entreprises et aux ménages, soutenant ainsi l'activité économique. En augmentant la masse monétaire et en soutenant l'activité financière, la BCE a contribué à prévenir une baisse excessive de l'inflation, ce qui aurait pu entraver davantage la croissance économique.

Figure 1 :

Les réponses de la BCE aux crises



Sources : BCE, Candriam, mai 2024

L'impact sur le bilan de la BCE

Confrontée à un environnement de faible croissance prolongée, la BCE a lancé différents programmes d'achats d'actifs à grande échelle au cours de la dernière décennie, qui ont considérablement gonflé son bilan.

Le bilan de la BCE en bref

Compte tenu de son rôle crucial dans la configuration des dynamiques de marché et dans l'orientation de la politique monétaire de l'institution, le bilan de la BCE est devenu un outil primordial dans un environnement financier complexe. Il reflète à la fois la taille et la composition de l'actif et du passif de la BCE.

Voici un aperçu simplifié du bilan de la BCE :

Actif

- **Opérations principales de refinancement (OPR) et opérations de refinancement à plus long terme (ORLT) :** ces opérations fournissent des liquidités aux banques.
- **Les portefeuilles monétaires :** ces portefeuilles, qui incluent le programme d'achats d'actifs (APP) et le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), injectent des liquidités dans le système financier.
- **Autres actifs :** il s'agit d'actifs non monétaires tels que l'or, les créances du FMI et les réserves de change, entre autres.

Passif

- **Dépôts des banques :** somme des comptes courants des banques et des facilités de dépôt.
- **Dépôts des États :** dépôts des États européens.
- **Dépôts étrangers :** dépôts d'institutions officielles étrangères.
- **Autres dépôts :** dépôts des institutions financières européennes non bancaires.
- **Billets de banque :** billets en euros en circulation. Ils sont répartis entre les différentes banques centrales nationales et la BCE selon la clé de répartition des billets convenue par le Conseil des gouverneurs.
- **Autres passifs :** il s'agit des capitaux et des comptes de réévaluation.

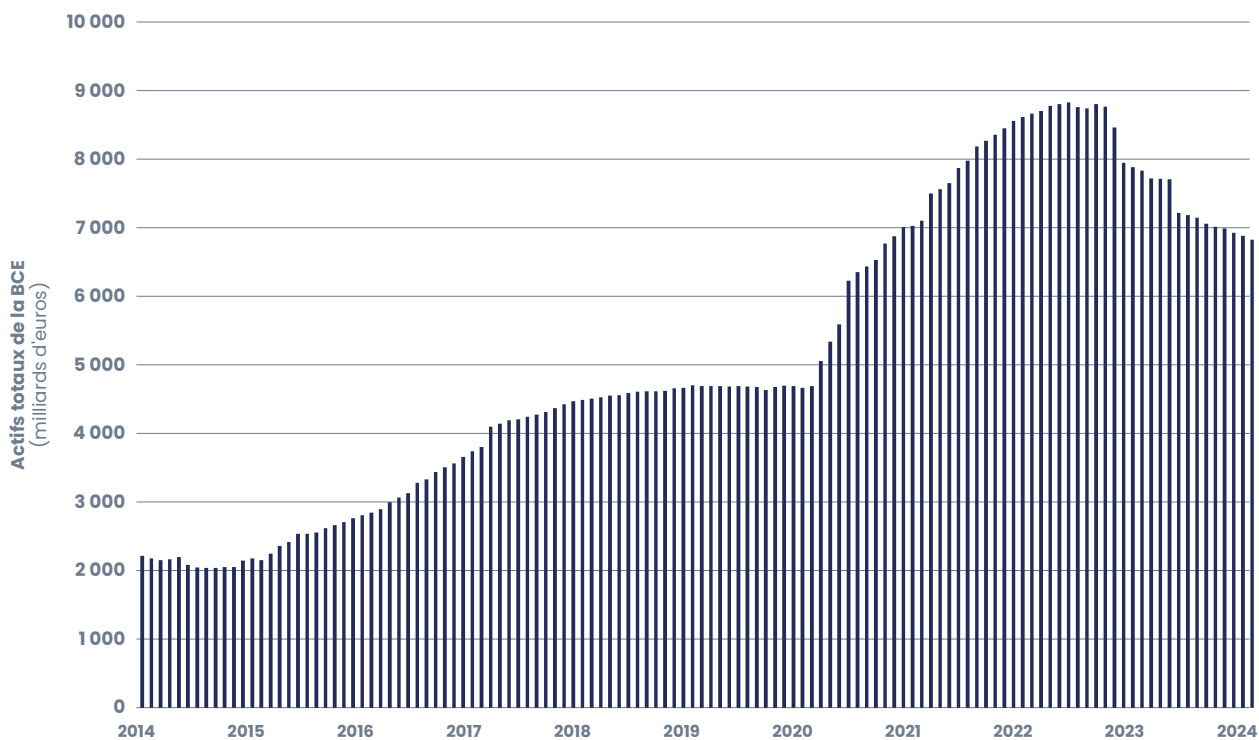
Certains éléments du bilan de la BCE, appelés « facteurs autonomes », échappent à son contrôle direct. Ces facteurs ont une incidence significative sur les conditions de liquidité, mais ne découlent pas directement des opérations de politique monétaire ou des avoirs de réserve de la BCE. Ils peuvent constituer une source importante d'incertitude dans la prévision des besoins futurs de liquidité au sein du système bancaire.

La BCE alimente l'Eurosystème

L'excès de liquidité, correspondant à l'excédent de liquidités dans le système bancaire au-delà des réserves obligatoires, est directement influencé par la taille et la composition du bilan de la BCE. Lorsque la BCE mène des opérations de financement pour les établissements de crédit, comme elle l'a fait au cours de la dernière décennie, elle injecte des liquidités dans le système financier. Ces liquidités circulent dans le système et se retrouvent finalement sous forme de dépôts au passif du bilan de la BCE. À l'inverse, la réduction de la taille de son bilan, par des mesures telles que la diminution des achats d'actifs, réduit les liquidités excédentaires.

Figure 2 :

Quand les liquidités inondent la zone euro



Sources : Candriam, Bloomberg, mars 2024

Pour les raisons mentionnées précédemment, le bilan de la BCE s'est considérablement développé depuis 2012, atteignant près de 9 000 milliards d'euros grâce aux achats d'obligations et aux opérations de prêt. Plus récemment, les mesures monétaires non conventionnelles de la BCE ont été progressivement réduites, ramenant son bilan à 7 000 milliards d'euros. Cela est dû à l'abandon progressif des prêts aux banques commerciales et à la réduction des achats d'obligations, en raison du calme observé dans le secteur bancaire et de l'augmentation des pressions inflationnistes.



Risques et avantages d'avoir des liquidités excédentaires

La gestion de l'excès de liquidité est une tâche essentielle pour les banques centrales. L'excès de liquidité peut soutenir la stabilité financière et jouer un rôle crucial dans l'efficacité des politiques monétaires. Cela permet de réduire considérablement la volatilité des taux d'intérêt à court terme, facilitant ainsi la transmission de la politique monétaire à l'ensemble de l'économie. Cependant, des liquidités excédentaires peuvent également présenter des risques, tels que l'augmentation des prix des actifs financiers ou la distorsion du fonctionnement des marchés.

Une réduction des liquidités en circulation pourrait limiter la capacité des banques à prêter, entravant ainsi l'activité économique. À l'inverse, elle peut entraîner une volatilité accrue des taux d'intérêt à court terme, ce qui peut nuire à la transmission des politiques monétaires à l'économie. Par conséquent, les banques centrales doivent évaluer soigneusement le niveau optimal de liquidités excédentaires en circulation pour atteindre leurs objectifs de politique monétaire tout en atténuant les effets secondaires potentiels.

En réponse à l'évolution de la conjoncture économique, la BCE a activement remodelé son approche pour relever les défis émergents, en mettant l'accent sur l'expansion de son bilan. L'éventail de mesures mises en œuvre a soulevé des questions quant à leur impact sur la liquidité, ce qui a conduit les banques à détenir des réserves excédentaires supérieures aux exigences réglementaires. L'excès de liquidité ayant des implications importantes pour les marchés financiers et l'activité économique, les analystes suivent de près les mesures de la BCE et leurs effets sur l'économie.

La voie à suivre

pour la BCE sur la liquidité.

La Banque centrale européenne se trouve à un tournant crucial. Après avoir guidé la zone euro à travers la crise financière de 2008, la crise de la dette souveraine, la crise du Covid-19 et les défis économiques qui ont suivi, elle est désormais confrontée à un nouveau défi complexe : le retrait des importantes mesures d'apport de liquidité mises en œuvre pendant ces périodes. Alors que les stratégies précédentes ont habilement répondu aux défis de leur époque, le paysage actuel exige une approche recalibrée. La BCE doit accomplir une tâche délicate en menant un exercice d'équilibriste pour orchestrer une transition en douceur vers une politique monétaire normalisée.

Implications sur les taux des mécanismes de corridor et de plancher

Jusqu'à présent, la BCE a utilisé deux systèmes principaux pour contrôler le montant de l'argent détenu par les banques : un système de corridor et un mécanisme de plancher. Le système de corridor en place jusqu'à la crise de 2008 permettait un contrôle précis des taux d'intérêt à court terme, mais présentait des difficultés pour évaluer avec exactitude les besoins de liquidité des banques. À l'inverse, le système de plancher mis en place après la crise de 2008 a simplifié les opérations, mais a entraîné une réduction de l'activité interbancaire et d'autres inconvénients.

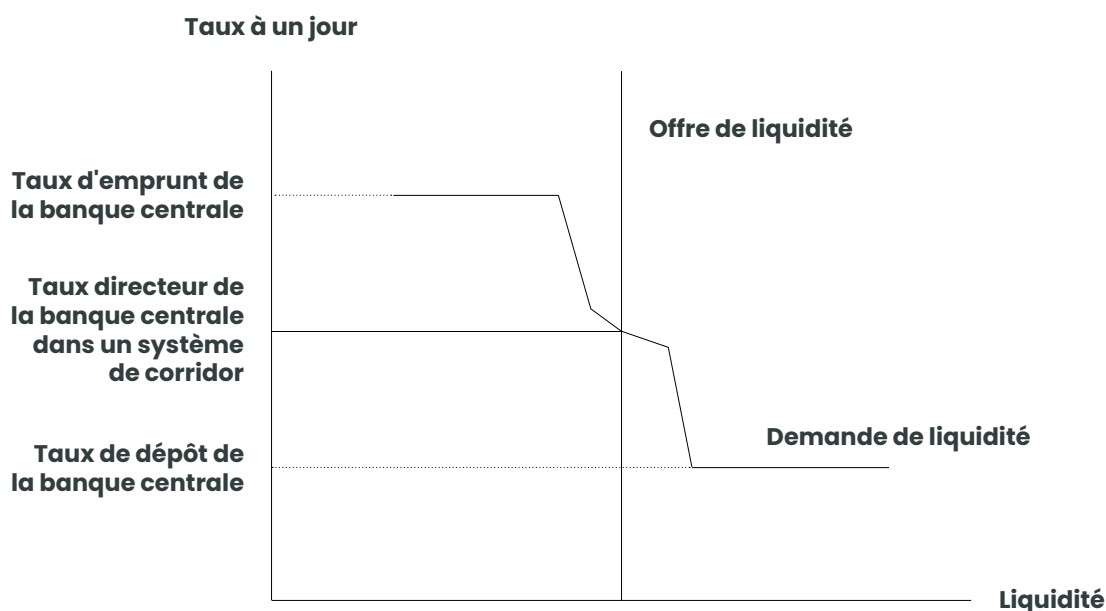
Le système de corridor : gérer le flux

Avant 2008, la BCE appliquait un système de politique monétaire dit « de corridor », fournissant aux banques juste assez de réserves pour maintenir les taux d'intérêt interbancaires à court terme dans une fourchette déterminée. Cette approche visait à garantir un échange de liquidités entre les établissements financiers principalement sur le marché interbancaire plutôt qu'en empruntant auprès de la facilité de prêt marginal de la BCE¹ ou en déposant des liquidités auprès de la facilité de dépôt.

Dans la pratique, ce système impliquait des taux interbancaires se situant entre le taux de dépôt (la borne inférieure) et le taux de la facilité de prêt marginal (la borne supérieure), la BCE ajustant la liquidité fournie par le biais d'opérations de refinancement afin de diriger les taux vers le milieu du corridor (T1 dans la figure 3).

Figure 3 :

Le système de corridor



Demande et offre de liquidités dans un système de corridor avec réserves obligatoires pendant une « période de constitution ».

Source : Candriam, mars 2024

1 - Le taux de la facilité de prêt marginal est le taux d'intérêt que les banques paient lorsqu'elles empruntent à la BCE pour un jour. Lorsqu'elles le font, elles doivent fournir des garanties, par exemple des titres, pour garantir le remboursement des sommes empruntées.

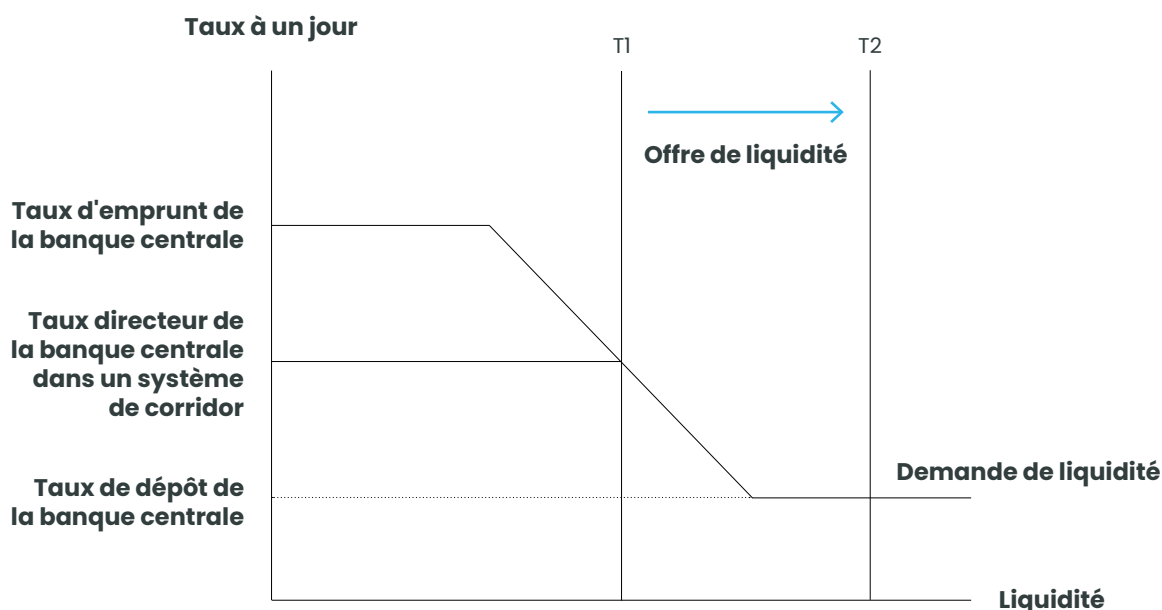
Toutefois, ce système n'était pas sans poser quelques difficultés, notamment en ce qui concerne l'évaluation précise des besoins de liquidité des banques. Une surestimation pouvait perturber les taux d'intérêt à court terme, tandis qu'une sous-estimation pouvait conduire à des pénuries de liquidité. De plus, un recours fréquent à la facilité de prêt marginal pouvait être perçu comme une faiblesse financière, ce qui risquait de nuire à la réputation d'une banque et de décourager son utilisation, réduisant ainsi son efficacité.

Le système de plancher : un afflux d'argent

Depuis 2014, la Banque centrale européenne, à l'instar de la Réserve fédérale américaine (Fed), a conservé son rôle de pompier financier, même après avoir éteint les différents incendies. Comment ? En injectant des liquidités dans le système financier par le biais d'achats d'obligations et d'opérations régulières de prêts bancaires (opérations de refinancement). Actuellement, les banques regorgent de réserves, ce qui ancre les taux d'intérêt à court terme à un niveau proche du taux de dépôt de la BCE (T2 sur la figure 4) – le taux auquel les banques peuvent déposer leurs excédents de liquidités.

Figure 4 :

Le système de plancher



Demande et offre de liquidités d'un système de corridor à un système de plancher.

Source : Candriam, mars 2024

Le système de plancher semble simple et direct, car la BCE n'a plus besoin d'ajuster avec précision les besoins de liquidité des banques. Cependant, cette solution apparemment simple masque des effets secondaires sous-jacents :

- **activité interbancaire réduite** : la diminution des prêts interbancaires a diminué l'appétence pour le risque ;
- **pénurie d'actifs financiers** : les achats d'obligations par la BCE ont réduit la disponibilité d'actifs de bonne qualité ;
- **coûts de financement élevés** : le maintien de liquidités excédentaires à des taux d'intérêt positifs est coûteux pour la BCE ;
- **resserrement de la prime de terme** : des liquidités excédentaires atténuent les primes de risque, aplatissant la courbe des taux. Si la réduction de l'écart de taux d'intérêt entre les pays européens était l'objectif initial de la BCE, des effets négatifs sont apparus plus tard, car le risque associé aux pays et aux émetteurs de dette n'était plus perçu.

Figure 5 :

Les différences principales entre les deux mécanismes

Élément	Système de corridor	Système de plancher
Activité interbancaire	Incitation forte à échanger des réserves entre les banques, ce qui réduit la dépendance du système financier à la liquidité de la banque centrale	Moins d'incitations à l'activité interbancaire
Prime de risque	Risque pleinement intégré, transparent dans les instruments financiers	La courbe des taux s'est aplatie et la composante de la prime de terme des rendements obligataires s'est comprimée sur l'ensemble du spectre. De plus, l'action de la BCE entraîne une réduction de la marge d'« asset swap » ² et de la quantité d'obligations disponibles pour être mises en collatéral.
Coût financier	Coûts très limités pour la BCE	L'environnement actuel de taux d'intérêt positifs, associé aux excès de liquidité de la BCE et au gonflement de son bilan, rend la situation extrêmement coûteuse pour la banque centrale. ³

2 - Échange d'actifs.

3 - Cela est dû à la différence entre le taux auquel la BCE rémunère ses réserves et ce qu'elle gagne sur ses actifs, ce qui est extrêmement coûteux pour la BCE dans le contexte actuel.

Marcher sur la corde raide de l'excès de liquidité

Face au nouveau contexte économique caractérisé par des pressions inflationnistes, la BCE est confrontée à une tâche complexe et à multiples facettes : absorber l'excès de liquidité dans le système financier de la zone euro sans entraîner involontairement d'effets secondaires indésirables.

Un bon équilibre à trouver

Cette situation exige de trouver un bon équilibre en prenant en compte plusieurs facteurs cruciaux :

- **inflation et croissance :**

- **maîtriser l'inflation :** trop de liquidités peuvent nourrir les pressions inflationnistes en faussant les prix. La BCE doit réduire progressivement la liquidité pour empêcher l'inflation de devenir incontrôlable.

- **soutenir la croissance économique :** une réduction trop rapide de la liquidité pourrait freiner l'activité économique et bancaire en renchérissant le crédit pour les entreprises et les ménages. La BCE doit veiller à ce que le rythme de normalisation soit mesuré afin de ne pas entraver la croissance.

- **stabilité financière et perturbations de marché :**

- **maintenir la stabilité financière :** un retrait soudain ou trop fort de la liquidité pourrait déclencher une instabilité financière en créant une pénurie de liquidité dans le système bancaire. La BCE doit s'assurer que le processus de normalisation réduit le plus possible les risques pour les banques et les autres institutions financières.

- **éviter les perturbations de marché :** des changements rapides dans les conditions de liquidité peuvent entraîner une volatilité du marché et des corrections des prix des actifs. La BCE doit gérer le processus avec soin afin de limiter les perturbations sur les marchés financiers.

- **transparence et communication :**

- **communiquer avec clarté :** la BCE doit communiquer efficacement ses plans et ses stratégies de gestion de l'excès de liquidité aux acteurs du marché. Cela permet de gérer les attentes et d'éviter une volatilité excessive sur les marchés.

- **maintenir la crédibilité** : l'institution doit démontrer son engagement à atteindre son objectif d'inflation et de stabilité des prix. Cela renforce sa crédibilité et contribue à ancrer les attentes en matière d'inflation et à limiter la volatilité des actifs dans la zone euro.



Les instruments actuellement à la disposition de la BCE

Outre les taux directeurs, les mesures non conventionnelles sont devenues essentielles à la conduite de la politique monétaire pendant la crise. Le retrait de certaines d'entre elles sera primordial pour gérer le processus de normalisation, notamment :

- **réduire la taille du portefeuille d'actifs de la BCE (« quantitative tightening », QT)** : il s'agit de permettre progressivement aux actifs arrivant à échéance de sortir du bilan de la BCE sans réinvestir les remboursements du principal. Ce processus diminue naturellement la quantité de liquidités dans le système.
- **taux et procédure d'adjudication pour les injections de liquidités** : la réduction de la liquidité pourrait se faire par l'application de taux fixes ou variables aux opérations de refinancement à une semaine et à trois mois, ainsi que par des adjudications partielles.
- **réserves obligatoires** : la BCE peut augmenter progressivement les réserves obligatoires, obligeant les banques à détenir plus de liquidités sur des comptes auprès de la BCE. Cela peut contribuer à absorber les liquidités excédentaires.
- **dépôts des États** : un changement du plafond de rémunération des dépôts des États pourrait retirer de la liquidité du système bancaire (environ 150 milliards d'euros).

En définitive, le succès de la BCE pour trouver le bon équilibre va dépendre du calibrage minutieux de ses actions. Le rythme et l'ampleur de la réduction de la liquidité, ainsi que les instruments utilisés, doivent être adaptés à l'évolution de la conjoncture économique et de la dynamique du marché. Cela exige une analyse approfondie et une volonté d'adapter l'approche en fonction des circonstances.

L'avenir de la gestion des liquidités dans la zone euro.

Alors que la situation économique s'améliore et que l'inflation est revenue à 2 %, la BCE n'a plus de raison impérieuse de maintenir un cadre d'excès de liquidité et un système de plancher.

Figure 6 :

Un avenir économique plus radieux

	2022	2023	2024	2025
PIB	3,4	0,5	0,4	1,0
Inflation	8,4	5,4	2,4	2,0
Taux de dépôt de la BCE	2,0	4,0	3,25	2,5
Taux à 10 ans	2,6	2,0	2,5	2,4

Sources : Candriam, Bloomberg, BCE, mars 2024

Pour normaliser son approche, l'institution a lancé des mesures de resserrement quantitatif, réduisant progressivement son bilan en diminuant les achats d'actifs financiers et en laissant les obligations arriver à échéance naturellement. Ce passage d'une stratégie de stimulus monétaire sans précédent à une normalisation prudente vise à contenir l'inflation et la hausse des prix des actifs financiers, tout en soutenant la stabilité financière et la croissance économique. La BCE doit cependant gérer ces mesures avec soin pour assurer une transition en douceur sans perturber les marchés ou l'économie en général.

Tracer la voie à suivre

Comment gérer à l'avenir l'excès de liquidité dans la zone euro ? La réponse à cette question est incertaine. Trois scénarios potentiels se dessinent, chacun ayant des implications différentes pour les institutions financières, la stabilité du marché et le rythme global de la normalisation. L'innovation sera essentielle pour que la BCE puisse gérer l'excès de liquidité qu'elle a créé.

Portefeuille monétaire et hypothèses

Selon Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, l'excès de liquidité dans la zone euro devrait encore diminuer de 1 400 milliards d'euros pour atteindre environ 2 100 milliards d'euros d'ici fin 2025. Comment cela est-il possible ?

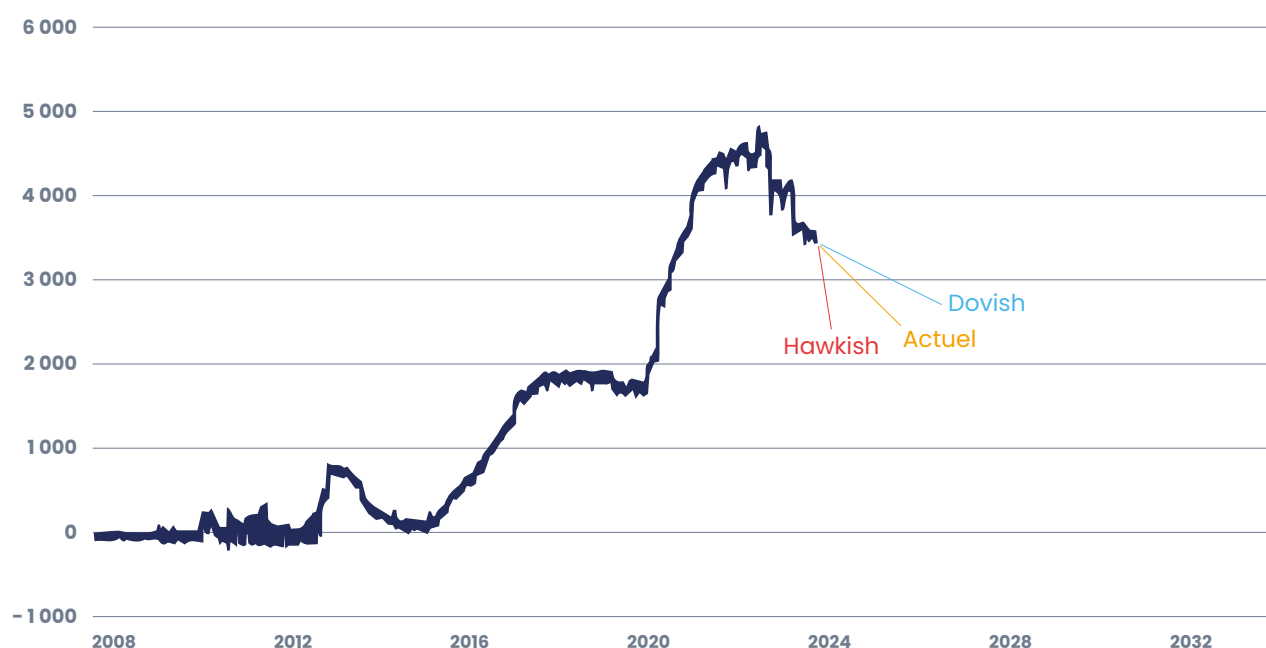
Cela nécessite un changement de position de l'institution, un défi qui se décline en trois scénarios différents :

- **maintien du flux** : dans ce scénario accommodant (« dovish »), la BCE continue à réinvestir les produits des actifs arrivant à échéance dans son portefeuille. Cela permet de maintenir le niveau actuel de liquidité, en réduisant les perturbations, mais en risquant de prolonger le processus de normalisation et d'entraver la lutte contre l'inflation.
- **réduction progressive** : la BCE met en œuvre une réduction progressive de la liquidité en réinvestissant de moins en moins les actifs financiers arrivant à échéance. Cette approche équilibrée vise à contrôler l'inflation tout en limitant la volatilité du marché. Le rythme de la réduction serait soigneusement calibré en fonction des données économiques et des conditions du marché.
- **réduction rapide** : ce scénario implique une approche plus agressive (« hawkish »), la BCE réduisant rapidement la liquidité par une diminution significative des réinvestissements, voire par des ventes d'actifs pures et simples. Si elle peut répondre rapidement aux préoccupations inflationnistes, elle comporte également un risque plus élevé de turbulences sur le marché et d'instabilité financière, pouvant déclencher une crise de liquidité pour les banques.

Figure 7 :

Les scénarios possibles pour la gestion de la liquidité par la BCE

■ Liquidité excédentaire



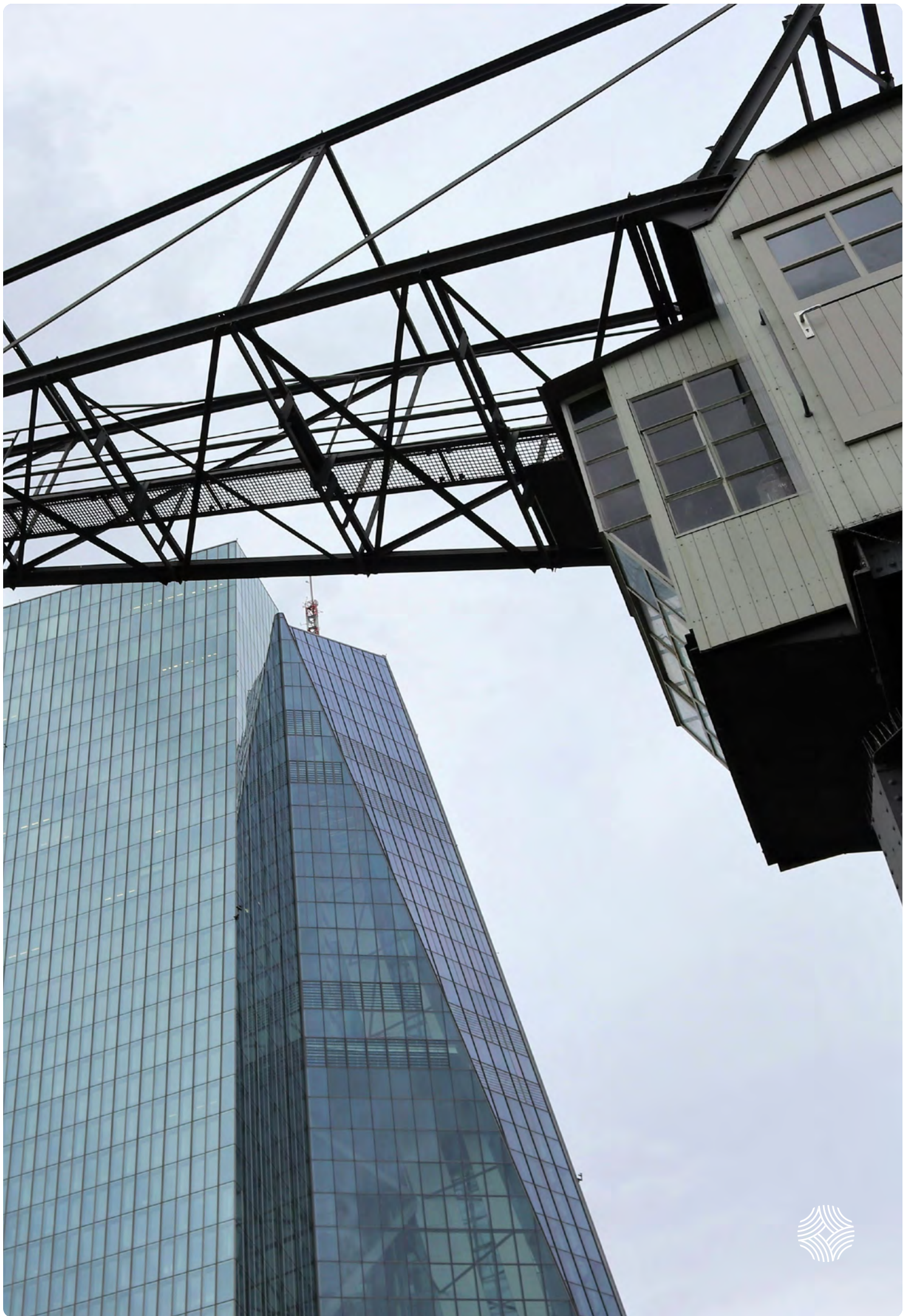
Sources : Candriam, Bloomberg, mars 2024

En suivant le scénario d'une réduction progressive, l'excès de liquidité dans la zone euro devrait atteindre environ 3 000 milliards d'euros d'ici à la fin de 2024, dépassant les projections d'Isabel Schnabel. D'ici la fin de 2025, il devrait encore baisser pour atteindre environ 2 400 milliards d'euros. Ce niveau élevé d'excès de liquidité devrait persister au moins jusqu'en 2028, restant légèrement supérieur à 1 000 milliards d'euros.

L'innovation au cœur des futures orientations

La BCE a fixé 2026 comme date butoir pour dévoiler les détails des deux nouveaux programmes innovants qu'elle pourrait mettre en place pour faciliter une transition en douceur au cours de la période prolongée de liquidité accrue : un portefeuille structurel de titres et des opérations structurelles de crédit à long terme.

- **le portefeuille structurel de titres :** la BCE a très peu détaillé ce nouveau portefeuille, indiquant simplement qu'il ne devrait pas perturber sa politique monétaire. Les obligations d'État à court terme seront privilégiées afin d'éviter les distorsions dans les spreads de crédit et les primes de terme. La clé de répartition du capital devrait rester inchangée afin de garantir la neutralité du marché. Comme ce portefeuille vise à diversifier les instruments de liquidité et à optimiser l'allocation des ressources en



permettant des injections ciblées et un éventail élargi de titres financiers concernés, il pourrait répondre à des besoins spécifiques de liquidité dans le système financier tout en favorisant la stabilité.

- **les opérations structurelles de crédit à plus long terme** : la BCE a reporté l'introduction de nouvelles opérations de refinancement à plus long terme qui pourraient prendre en compte les considérations liées au changement climatique. Des détails concernant les méthodes d'allocation, les taux d'intérêt, les échéances et les exigences en matière de garanties sont encore en cours de discussion. Ces opérations de refinancement à plus long terme, une fois introduites, pourraient fournir aux banques un accès régulier à des financements à plus long terme (au-delà de trois mois), ce qui pourrait profiter aux banques moins bien notées. La BCE veut concevoir ces opérations de manière à promouvoir la stabilité financière et à soutenir l'activité économique.

Le phénix du marché monétaire renaît de ses cendres

Dans un environnement marqué par l'amélioration des conditions économiques et de la persistance des pressions inflationnistes, la BCE revoit actuellement sa politique monétaire expansionniste, un changement qui pourrait avoir des implications importantes pour les marchés monétaires.

Aperçu des taux du marché monétaire

À la suite des récentes annonces de la BCE, plusieurs changements importants pourraient intervenir sur les marchés monétaires :

- **un avenir incertain pour les taux au jour le jour** : l'introduction de l'€STR⁴, un taux d'intérêt de référence pour les banques de la zone euro, a créé une ambiguïté pour les taux au jour le jour, traditionnellement mesurés par l'Eonia⁵. Diverses réglementations mises en place depuis 2014 (système de liquidité bancaire) pourraient compliquer davantage l'évolution des

4 - L'Euro Short-Term Rate (€STR) est un taux d'intérêt au jour le jour servant de référence et reflétant les coûts d'emprunt des banques dans la zone euro, calculé et publié par la Banque centrale européenne.

5 - L'Euro Overnight Index Average (Eonia) est le taux de référence moyen au jour le jour auquel les banques européennes se prêtent mutuellement des fonds libellés en euros.

coûts d'emprunt au jour le jour, entraînant une incertitude dans un avenir proche. Par ailleurs, la BCE a décidé de ne pas accorder aux établissements non bancaires un accès direct à ses facilités de dépôt à ce stade, atténuant ainsi l'impact immédiat sur l'€STR.

- **une réduction de l'excès de liquidité** : les mesures de resserrement de la BCE devraient permettre de réduire progressivement l'excès de liquidité dans le système financier de la zone euro. Cette réduction pourrait conduire à un découplage de l'€STR du taux de dépôt, ce qui pourrait élargir le spread €STR/BOR⁶ et augmenter les coûts d'emprunt à court terme pour les banques et les autres entités. Une réduction substantielle des liquidités excédentaires, estimée à environ 500 à 750 milliards d'euros, pourrait être nécessaire pour voir un véritable effet sur les taux d'intérêt à court terme.
- **une relance du marché interbancaire** : avec un accès réduit aux fonds à bas coûts de la BCE, les banques pourraient recourir de plus en plus aux prêts interbancaires pour obtenir des liquidités. Cela pourrait conduire à une reprise de cette activité, ce qui, avec le temps, pourrait stimuler l'émission de papier commercial par les banques et affecter les taux d'intérêt à court terme tels que l'Euribor⁷. L'ampleur de cette reprise dépendra de l'amplitude du retrait de liquidités et des conditions du marché.

Pour gérer cette transition, la BCE veut réduire l'écart entre son principal taux d'intérêt et le taux de dépôt. Un tel ajustement vise à contrôler la volatilité potentielle des taux au jour le jour et à maintenir les coûts d'emprunt à court terme dans des limites gérables.

Vers une possible renaissance des fonds monétaires ?

Alors que la Banque centrale européenne resserre son étau sur la masse monétaire, un changement est en cours qui pourrait ramener à la vie un vieil acteur : les fonds monétaires. Ceux-ci devraient retrouver une place de choix en tant que canal clé pour la transmission de la liquidité au sein du système financier européen.

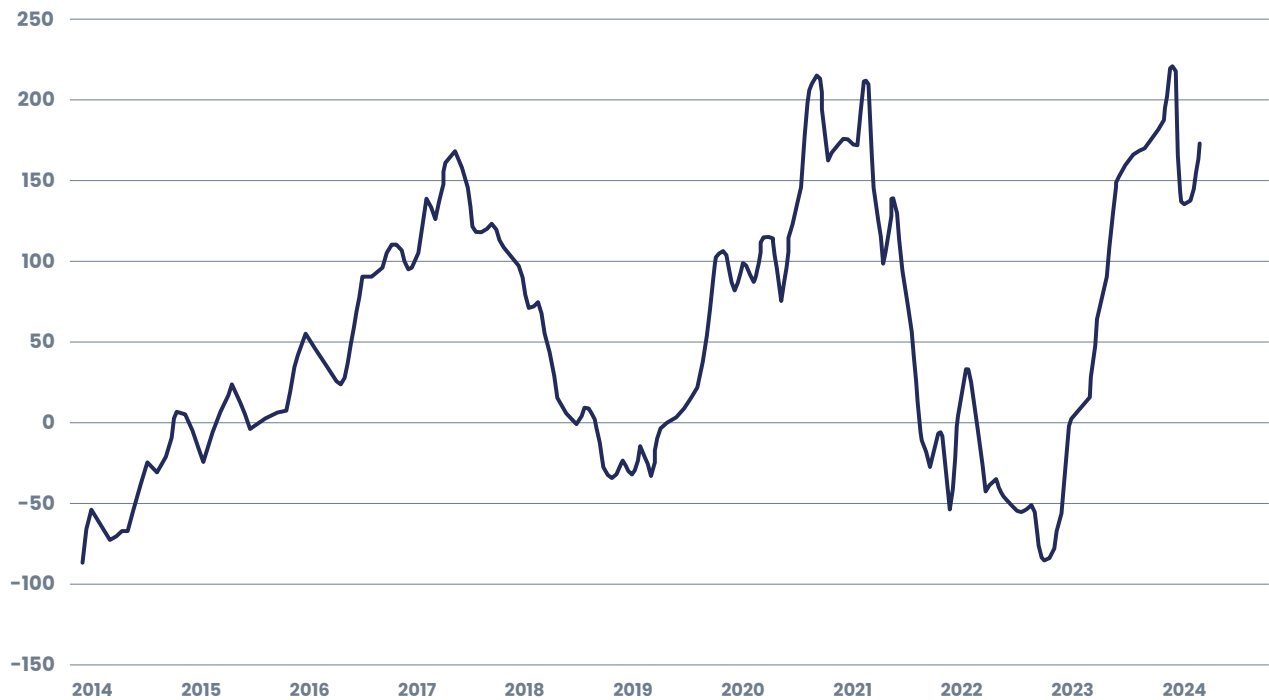
6 - Il s'agit de l'écart entre le taux d'intérêt de l'euro à un jour et le taux interbancaire à 3 mois. Jugé comme étant un bon indicateur de la santé du secteur financier, il mesure la prime de risque exigée par une banque pour prêter des liquidités à une autre banque.

7 - L'Euro Interbank Offered Rate (Euribor) sert de taux de base pour les prêts interbancaires dans l'Union européenne et est également utilisé comme référence pour fixer les taux d'intérêt sur divers prêts.



Figure 8 :

Une collecte record pour les fonds monétaires européens



Source : EFAMA - Money Market Funds, Net Sales of UCITS, EUR bn, annual flow, last observation is December 2023.

Les fonds monétaires pourraient devenir une solution intéressante pour les investisseurs en quête de sécurité et de rendements potentiels. Dans les conditions actuelles du marché, la détention de liquidités dans des fonds monétaires pourrait s'avérer avantageuse, d'autant plus que la courbe des taux pourrait favoriser la rentabilité des liquidités (cash) par rapport aux dépôts bancaires traditionnels. De plus, ces fonds présentent des avantages en termes de diversification en permettant d'investir dans différents actifs à court terme et de bonne qualité afin de répartir les risques et d'atténuer les fluctuations du marché. Cela permet aux investisseurs de gérer la volatilité tout en générant des rendements pour les liquidités qu'ils détiennent.

En période d'incertitude économique, évoluer sur les marchés financiers peut être un exercice difficile. Les fonds monétaires offrent une solution plus simple en regroupant les fonds des investisseurs et en faisant appel à une gestion professionnelle, ce qui permet aux particuliers d'investir sur les marchés monétaires sans disposer d'une expertise financière approfondie.

Plus une question de volatilité du marché qu'un problème de corridor ou de plancher

Alors que les limites des systèmes traditionnels de corridor et de plancher deviennent de plus en plus apparentes, l'institution basée à Francfort reconnaît la nécessité d'une approche plus flexible de la gestion des liquidités dans la zone euro. Cependant, la BCE souhaite garder toutes les options ouvertes afin de conserver une marge de manœuvre maximale sans pour autant divulguer trop d'informations aux investisseurs, et ainsi contrôler la volatilité des marchés jusqu'en 2026 au moins.

Dans ce contexte, la BCE pourrait choisir entre deux systèmes de gestion des liquidités : un système de plancher axé sur la demande ou une approche hybride.

Un système de plancher dynamique axé sur la demande

Dans le cadre de cette approche, la BCE passerait à une stratégie plus axée sur la demande, intégrant un système où les banques peuvent emprunter des fonds auprès de la BCE en fonction de leurs besoins. Cette approche permettrait aux banques de demander des liquidités en fonction de leurs besoins par le biais d'opérations de pension (repo), c'est-à-dire des accords par lesquels les banques empruntent de l'argent à la BCE en échange de garanties, comme l'a déjà fait la Banque d'Angleterre.

Contrairement au modèle traditionnel, cette méthode vise à renforcer la capacité de la BCE à répondre rapidement aux fluctuations de la demande de liquidités. En alignant étroitement offre et besoin de

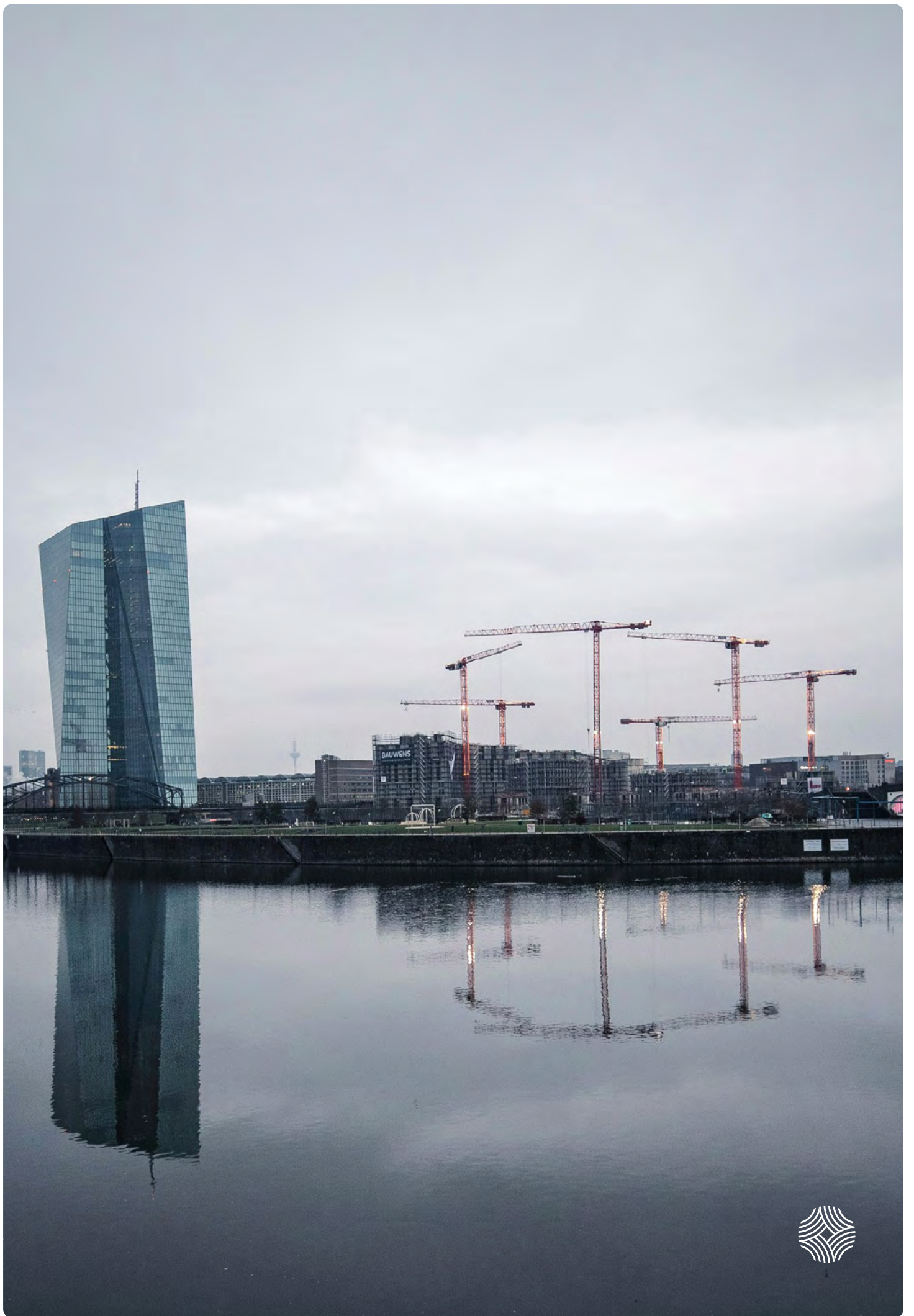
liquidités, la BCE favorise l'efficacité, une répartition équitable des liquidités entre les institutions financières et la stabilité globale du marché.

L'approche hybride

Ce modèle combine des éléments des systèmes de corridor et de plancher, établissant un équilibre entre précision et flexibilité dans la gestion des liquidités. En maintenant un niveau de réserves excédentaires permettant une très faible volatilité des taux d'intérêt à court terme, tout en intégrant certains aspects de la précision du système du corridor, la BCE peut optimiser l'efficacité de ses opérations de politique monétaire.

Cette stratégie permet de réagir de manière nuancée à l'évolution des conditions du marché tout en atténuant les effets secondaires potentiels tels que l'excès de liquidité ou la volatilité des taux d'intérêt à court terme, renforçant ainsi la résilience et l'efficacité de son cadre de gestion des liquidités.

Quel que soit le futur système choisi, la BCE se trouve à un moment crucial, confrontée au défi complexe de passer d'une politique monétaire non conventionnelle à une stratégie normalisée. La capacité de la BCE à gérer efficacement l'excès de liquidité, à préserver la stabilité financière et à promouvoir une croissance économique durable dans la zone euro sera essentielle. Pour s'engager sur cette voie, une planification minutieuse, une réflexion innovante et une compréhension approfondie de l'évolution de la dynamique des marchés seront nécessaires.



Conclusion : faire preuve de flexibilité dans un paysage en mutation.

Alors que les pays de la zone euro se sont efforcés de maintenir l'unité dans la région, la Banque centrale européenne a connu une transformation profonde de son rôle, passant d'observateur passif à gardien actif de la stabilité financière dans la zone euro. Cette évolution souligne son engagement non seulement à contrôler l'inflation et à corriger les distorsions du marché, mais aussi à favoriser une croissance durable. Cependant, évoluer dans le paysage complexe comme celui qui prévaut aujourd'hui nécessite de trouver un bon équilibre.

La BCE doit réagir de manière convaincante aux problèmes urgents comme l'inflation, tout en conservant la flexibilité nécessaire pour s'adapter à des circonstances imprévues. Le report délibéré de l'annonce des détails des nouveaux instruments de sa politique monétaire jusqu'en 2026 est emblématique de cette approche et de la maturité de l'institution en matière de communication. Cette démarche stratégique permet à la BCE de limiter les perturbations de marché et d'optimiser sa capacité à répondre efficacement à l'évolution de la dynamique économique.

En adoptant une approche mesurée et en divulguant progressivement des informations, la BCE peut assurer une transition sans heurts vers son nouveau

cadre de politique monétaire. Cela favorise la stabilité des marchés en donnant aux investisseurs la possibilité d'ajuster leurs stratégies, réduisant ainsi le risque de chocs potentiels.

En outre, le resserrement de l'emprise de la BCE sur la masse monétaire ouvre la voie à un regain de vitalité des fonds monétaires en tant qu'acteur clé du système financier européen. Ces fonds offrent une alternative convaincante aux dépôts bancaires traditionnels, compte tenu notamment de l'évolution de la courbe des taux. En gérant de manière professionnelle une réserve d'actifs à court terme de bonne qualité, ces fonds peuvent aider les investisseurs à faire face à la volatilité des marchés et à générer des rendements, même en période d'incertitude économique.

La détermination sans faille de la BCE à préserver la stabilité financière inspire confiance dans les perspectives à long terme de la zone euro. Alors que l'institution basée à Francfort continue d'évoluer et de s'adapter, son objectif constant de favoriser une économie saine dans la zone euro reste la pierre angulaire de la stabilité dans un environnement mondial de plus en plus incertain.



145 Mds €

d'actifs sous gestion
Décembre 2023*



+600

experts
à votre service



+25 ans

Leader dans
l'investissement responsable

Ce document est publié à des fins indicatives et pédagogiques uniquement et peut contenir l'avis de Candriam ainsi que des informations exclusives. Il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et les sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne saurait être tenue responsable des dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment et le contenu de ce document ne peut être reproduit sans autorisation écrite préalable.

* À compter du 31/12/2022, Candriam a apporté des modifications à sa méthodologie de calcul des actifs sous gestion (AUM), qui incluent désormais certains actifs tels que les AUM non discrétionnaires, la sélection de fonds externes, les services d'« overlay », y compris les services de sélection ESG, les services de [conseil en gestion], les services en marque blanche et les services de conseil en portefeuille modèle qui ne sont pas qualifiés d'actifs sous gestion réglementaires, tels que définis dans le formulaire ADV de la SEC. Les actifs sous gestion sont déclarés en USD. Les actifs sous gestion non libellés en USD sont convertis au taux spot du 31/12/2023.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY