

JANVIER 2010

N° 3

**DOCUMENTS
ET DÉBATS**

**DE LA CRISE FINANCIÈRE
À LA CRISE ÉCONOMIQUE**



« Aucune représentation ou reproduction, même partielle, autre que celles prévues à l'article L. 122-5. 2e et 3e a) du code de la propriété intellectuelle ne peut être faite de la présente publication sans l'autorisation expresse de la Banque de France ou, le cas échéant, sans le respect des modalités prévues à l'article L. 122-10 dudit code. »

© Banque de France – 2010

INTRODUCTION	1
PARTIE 1	LA CRISE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE
CHAPITRE 1	5 CRISE FINANCIÈRE : ORIGINES ET DYNAMIQUES
	⑤ Les grandes étapes de la crise financière
	⑨ Les mécanismes financiers à l'origine de la crise
CHAPITRE 2	11 LE PASSAGE DE LA CRISE FINANCIÈRE À LA CRISE ÉCONOMIQUE
	⑪ L'impact macroéconomique des crises bancaires
	⑯ Les canaux de transmission de la crise à l'économie réelle
	⑳ Une crise mondiale d'une ampleur exceptionnelle
PARTIE 2	LA GESTION PUBLIQUE DE LA CRISE
CHAPITRE 3	41 L'ACTION DES BANQUES CENTRALES
	④① Qu'est-il arrivé à la liquidité ? Le point de vue d'un banquier central
	④③ L'évolution des politiques monétaires

CHAPITRE 4

56 POLITIQUES PUBLIQUES ET SORTIE DE CRISE

- 56 La consolidation des passifs bancaires
- 63 Le traitement des actifs illiquides
- 69 Le transfert des risques vers les États

PARTIE 3

LA RÉGULATION FINANCIÈRE

CHAPITRE 5

81 L'AVENIR DE LA RÉGULATION

- 81 À court terme, réformer les incitations : rémunérations et règles comptables
- 87 À moyen terme, réformer la réglementation microprudentielle...
- 92 ...et instaurer une réglementation macroprudentielle
- 99 Les *credit default swaps* et les infrastructures de marché

CHAPITRE 6

103 QUELLE FINANCE POUR L'APRÈS-CRISE ?

- 103 Le secteur financier fragilisé revoit ses modèles économiques
- 112 La crise financière : un test pour les organisations et pour les *business models* des établissements financiers
- 115 Une demande pour plus de transparence et de simplification
- 121 Les nouveaux acteurs de la stabilité financière

CHRONOLOGIE

133

GLOSSAIRE

143

ENCADRÉS

1	Le séisme Lehman Brothers	7
2	Quel sera l'impact de la crise actuelle sur la croissance à long terme ?	13
3	L'économie française dans la crise	29
4	Les différents profils de reprise économique : « en V », « en U », « en W », « en L »	32
5	La transmission de la crise aux émergents et les différents enseignements qui peuvent en être tirés	36
6	Fixation des taux directeurs et formation des taux d'intérêt	43
7	Mesures non conventionnelles : l'exemple du programme d'achat de <i>covered bonds</i> par l'Eurosystème	52
8	Le risque de crédit souverain : une référence pour les marchés	75
9	Les recommandations du Comité de Bâle en matière de valorisation des instruments financiers (IAS 39)	84
10	Provisionnement et procyclicité	86
11	Projets de définition et de réglementation des marchés et établissements systémiques	97
12	Comparaison des <i>stress tests</i> américains et européens	106
13	Le <i>prime broker</i> : un prestataire de services d'investissement	118
14	Le Conseil de stabilité financière	122
15	« Les grands G » : G 7, G 8, G 10, G 20	130

Ce document fait suite au numéro 2 de *Documents et débats* de la Banque de France consacré à la crise financière, publié en février 2009.

Le système financier mondial a traversé en 2007 et en 2008 une crise d'ampleur sans précédent. Cette crise a été évolutive : elle a successivement atteint différents marchés, différents acteurs, différents pays avant de se muer en une crise économique, c'est-à-dire une crise touchant l'économie réelle. En effet, les interactions entre le secteur financier et l'économie réelle tendent à se renforcer mutuellement *via* notamment le canal du capital bancaire.

Historiquement, l'ampleur des crises économiques traduit des circonstances particulières à leur apparition mais elle résulte aussi des réponses apportées par les autorités publiques tant en termes de gestion de la crise bancaire que de politique macroéconomique. La plupart des gouvernements et des banques centrales des pays concernés ont, à cet égard, apporté des réponses de politique économique visant, dans un premier temps, à soutenir le secteur bancaire et à restaurer le fonctionnement normal des marchés, et, dans un second temps, à limiter autant que possible la propagation et les incidences de la crise à l'économie réelle. Tout le monde s'accorde à dire que les actions engagées ont été adaptées et efficaces, tant sur la forme (rapidité, coopération et convergence) que dans le contenu (soutien au financement et au capital des banques, mesures en faveur de la croissance économique).

Par ailleurs, cette crise a été l'occasion pour les acteurs du système financier mondial (établissements privés, régulateurs, banques centrales) de s'interroger sur les limites de l'ordre financier international et sur la nécessité de son renouveau. Dans ce domaine, les initiatives du G 20 ont marqué le retour de la régulation selon une double dynamique visant à la fois l'extension de son champ d'application et l'harmonisation internationale des normes comptables et prudentielles sur lesquelles elle s'appuie. Les chantiers engagés sont vastes et les domaines variés : le renforcement de la surveillance microprudentielle des établissements, l'amélioration de la résilience du système grâce à des incitations modifiées (règles de rémunération), l'adoption d'une approche globale des risques du système financier (approche macroprudentielle), la refonte de l'architecture des institutions internationales et de la supervision financière (rééquilibrage de la représentation des pays émergents et organisation de la micro et de la macrosurveillance en Europe).

NB : Les auteurs n'ont pas eu la possibilité d'actualiser à la date de parution la totalité des chiffres cités dans la publication, qui étaient les seuls disponibles à la date où les contributions ont été rédigées.

Ces derniers mois particulièrement, l'expérience des crises passées a été d'une grande utilité : elle nous a appris que la nature des mesures, leur rapidité et l'ordre dans lequel elles sont prises déterminent largement l'ampleur et le coût économique final de la crise.

Les banques centrales, acteurs majeurs du système économique et financier mondial, ont un rôle décisif à jouer dans la gestion et la résolution des crises économiques et financières, mais surtout, dans la prévention de celles-ci. Outre leur fonction cruciale de mise en œuvre d'une nouvelle politique macroprudentielle, elles se doivent d'informer sur les dynamiques de marché à l'œuvre, d'alerter en cas de risque important et de diffuser les enseignements tirés du passé.

C'est dans cet esprit que la Banque de France publie ce nouveau numéro de *Documents et débats* consacré au passage de la crise financière à la crise économique. Elle poursuit ainsi son objectif d'information et de partage des analyses sur les faits économiques et financiers.

PARTIE 1

LA CRISE
ÉCONOMIQUE
ET FINANCIÈRE

Les grandes étapes de la crise financière

Ce chapitre est une synthèse de *Documents et débats n°2 : la crise financière* (Banque de France, février 2009), qui a pour objet d'expliquer le passage d'une crise financière à une crise touchant l'économie réelle.

La crise financière puis économique qui s'est développée depuis l'été 2007 s'est déroulée en trois temps : elle a successivement atteint les marchés, les banques et l'économie réelle.

On est en effet passé d'un problème de marché (les *subprime* et leur diffusion *via* les produits structurés) à une crise financière (le marché des refinancements à court terme) puis à une crise bancaire, laquelle a eu, à son tour, des répercussions macroéconomiques.

1 | LE DÉCLENCHEMENT DE LA CRISE

111 La sous-évaluation du risque

Dans un environnement de faible taux d'intérêt, les investisseurs ont cherché à accroître leurs rendements en investissant dans des produits rémunérateurs, mais risqués. Du fait d'un environnement économique extrêmement favorable (inflation faible, croissance forte, solidité financière des entreprises), les investisseurs ont sous-estimé les risques attachés à ces produits.

112 Un système bancaire aux frontières mal définies

Aux États-Unis, les prêts *subprime* ont été octroyés par des courtiers qui n'étaient pas des banques, et n'étaient donc pas soumis à une supervision de la même qualité que celle à laquelle ces dernières sont soumises. Certains véhicules financiers spécifiques dits « conduits » ou « SIV » (*structured investment vehicles*) jouaient un rôle similaire à celui des banques, en empruntant à très court terme et en finançant des produits structurés à long terme très rémunérateurs, réalisant ainsi, en période faste, des bénéfices importants. Cependant, ils n'étaient pas soumis aux mêmes exigences réglementaires que les banques et se sont retrouvés dans l'impossibilité de se refinancer et donc de poursuivre leur activité quand la liquidité s'est asséchée.

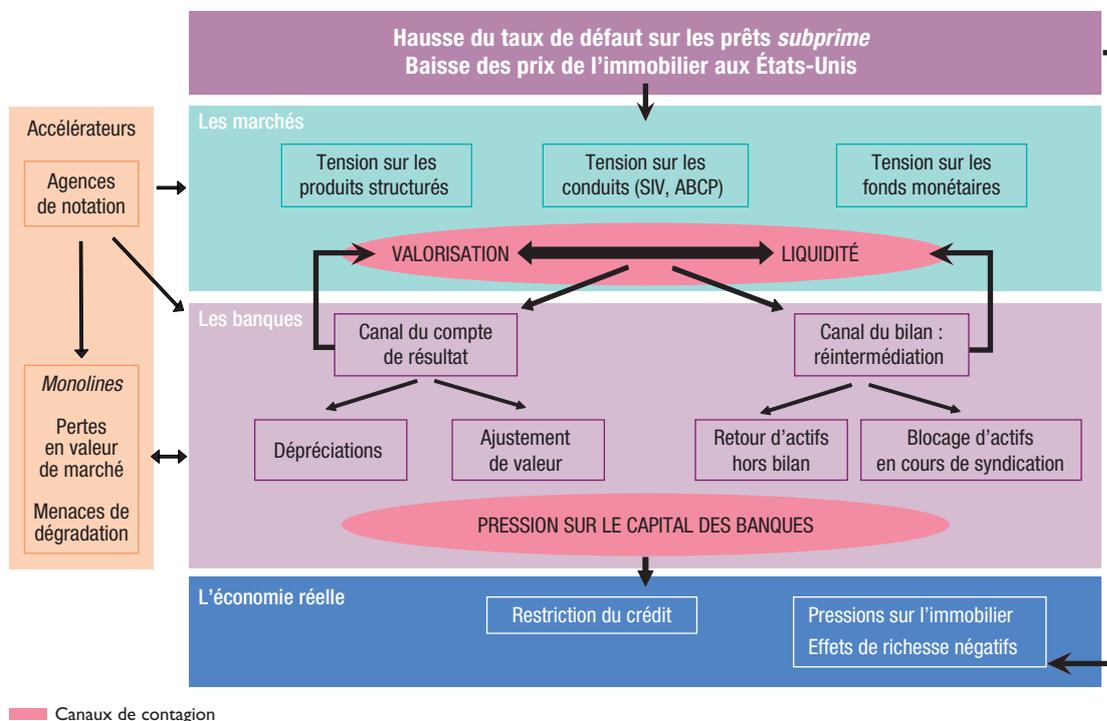
113 L'innovation financière et la globalisation

Les années précédant la crise ont été marquées par la création et le développement de produits financiers dits structurés consistant à construire des instruments financiers à partir de différents éléments « sous-jacents », dont ces crédits immobiliers *subprime*. La crise sur ces crédits immobiliers spécifiques s'est étendue à certains produits structurés dans la mesure où ils entraient dans leur composition, puis à l'ensemble des produits structurés parce qu'il y avait un doute sur la composition réelle de ces derniers.

2 | L'ACCÉLÉRATION DE LA CRISE

Par construction, le fonctionnement et la valeur des produits structurés sont difficiles à comprendre pour un investisseur. Afin d'en faciliter la vente, les agences de notation (Moody's, Standard & Poor's ou Fitch Ratings) leur attribuent une note censée guider le choix des investisseurs. Le non-remboursement des crédits *subprime* dont certains entraient dans la composition de ces produits, a provoqué une dégradation de leur note et, naturellement, un mouvement de défiance des investisseurs. Ce facteur explique le passage d'un phénomène de marché à la crise bancaire dans la mesure où la baisse de la valeur (notation) des produits structurés a provoqué, pour les véhicules (SIV) qui les portaient à leur bilan, des difficultés de financement. Ces mêmes véhicules ont alors tiré sur les lignes de liquidité bancaire qui leur avaient été octroyées. Les banques ont alors repris à leur bilan (« réintermédiation ») les encours concernés, logés dans ces véhicules, mettant en péril leur propre bilan. Enregistrés comptablement à leur valeur de marché, les actifs concernés ont vu leur valorisation s'effondrer, provoquant le retrait des investisseurs et l'enclenchement d'un cercle vicieux entre assèchement de la liquidité et baisse de la valorisation. Ces tensions ont exercé une forte pression sur les fonds propres des banques qui ont réduit leur activité de prêts, conduisant au passage d'une crise financière à une crise de l'économie réelle.

Une crise en trois temps : marchés, banques, économie réelle



Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière

Encadré 1 Le séisme Lehman Brothers

La faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, a marqué un tournant dans la crise, à la suite duquel les tensions sur les marchés financiers ont atteint leur paroxysme. Elle a, en effet, déclenché :

Une crise de confiance profonde dans la solvabilité des institutions financières :

- les primes de risque sur le défaut du secteur bancaire ont atteint des records avant de refluer en réponse aux actions des banques centrales et surtout des États (cf. chapitres 3 et 4).

Un climat de défiance généralisé entraînant le blocage des marchés de capitaux :

- dans ce contexte, on a assisté à un phénomène de fuite vers la qualité marqué par une forte préférence des investisseurs pour les titres d'État ;
- tandis que les investisseurs se sont massivement désengagés des actifs les plus risqués, notamment des marchés d'actions et du crédit ainsi que des hedge funds ;
- la montée de la défiance entre intervenants de marché et entre banques en particulier, a entraîné un blocage du marché monétaire interbancaire, réduisant fortement les transactions entre institutions, et une envolée de la prime de risque de contrepartie.

La faillite de Lehman Brothers a accentué la fuite vers la qualité : la demande de bons du Trésor américains a poussé les taux de rendement du T-Bill 3 mois à de plus bas niveaux historiques, passant même sous le seuil de 0 %.

Aversion au risque

Facteur commun d'aversion au risque

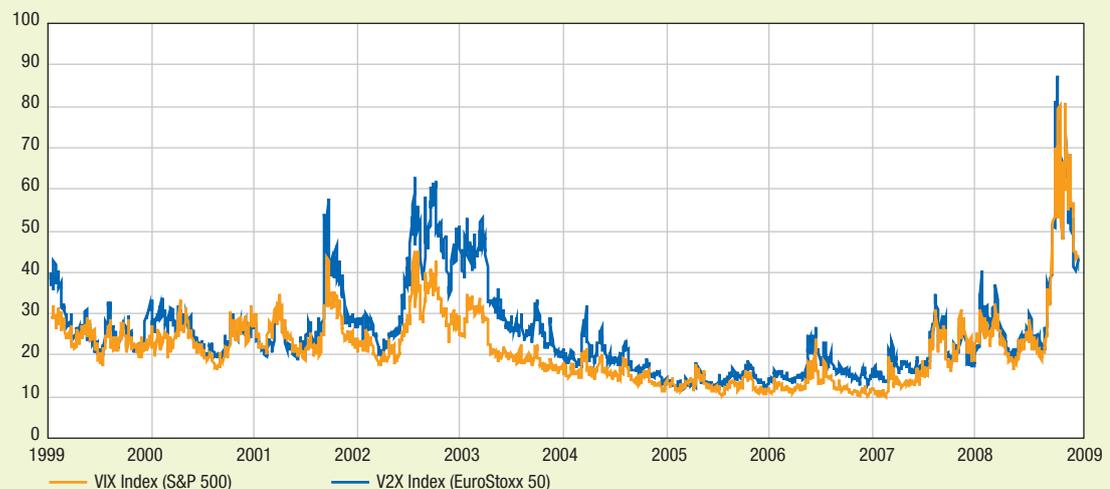


Estimé par une analyse en composantes principales de plusieurs primes de risque (estimées par des spreads de crédit)
Sources : Bloomberg, JP Morgan, Merrill Lynch ; calculs : Banque de France, Direction de la Stabilité financière

Volatilité

Indices de volatilité du S&P 500 et de l'EuroStoxx 50

(en %)

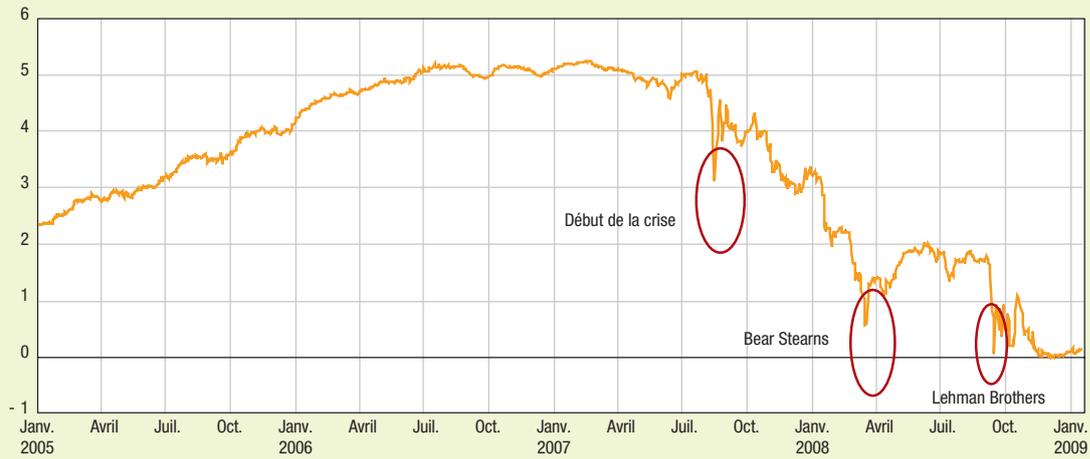


Source : Bloomberg

.../...

Fuite vers la qualité

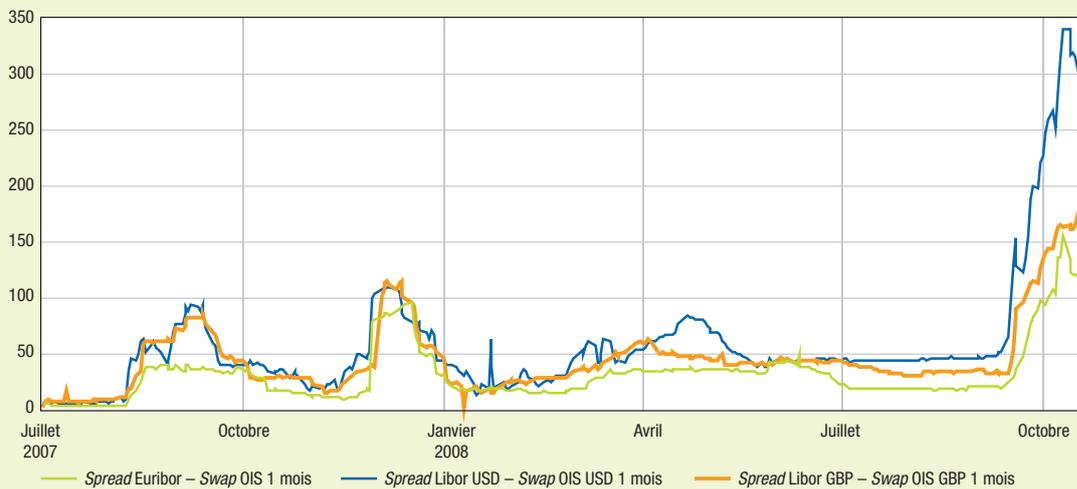
(taux de rendement du T-Bill 3 mois)



Source : Bloomberg

Prime de risque de contrepartie observée sur le marché interbancaire

(en points de base)



Source : Bloomberg

Les mécanismes financiers à l'origine de la crise

1| LES MARCHÉS DE CAPITAUX ET LA LIQUIDITÉ ¹

111 Désintermédiation, libéralisation et déréglementation financières, titrisation...

La désintermédiation, la déréglementation, la libéralisation financières et la titrisation sont probablement les évolutions les plus marquantes observées sur les marchés de capitaux au cours de la dernière décennie. Elles ont non seulement profondément modifié le paysage financier mais également le contour de la liquidité. La forte croissance de la masse monétaire et du crédit a été un élément-clé des conditions de financement bon marché sur les marchés de capitaux.

Cette finance « facile » a exacerbé la tentation des investisseurs de prendre davantage de risques et d'avoir plus largement recours à l'endettement, alimentant ainsi l'expansion du crédit et de la monnaie. L'élimination de certaines barrières structurelles entre banque d'investissement et banque de dépôt a également favorisé la fluidité du crédit, des initiateurs de prêts aux émetteurs de titres de dette. Il en est également résulté une concurrence accrue au sein du secteur financier et une stimulation de l'innovation financière. Enfin, la titrisation a non seulement permis aux banques de rendre liquides les actifs financiers, mais elle leur a également offert de nouvelles opportunités, de l'octroi de crédits, à leur reconditionnement puis à leur cession sous forme de titres.

112 ...ont contribué à l'émergence d'un nouveau modèle de financement qualifié « d'initiation puis distribution » du crédit

Ces différentes tendances ont donné naissance à un nouveau modèle de transfert des risques, par lequel les banques, après avoir accordé des prêts, cèdent le risque de crédit sous-jacent à un ensemble d'investisseurs par le biais d'instruments dédiés. Auparavant, les établissements bancaires étaient les principaux initiateurs des prêts. Ils les conservaient à leur bilan et les suivaient jusqu'à l'échéance. La titrisation leur a donné la possibilité de ne plus faire apparaître le risque de crédit à leur bilan mais de le transférer à d'autres investisseurs. La valorisation d'instruments structurés complexes est devenue un véritable défi.

2| LES PRINCIPALES LIMITES D'UN TEL MODÈLE DE FINANCEMENT

211 La présence d'imperfections sur le marché du crédit

Dans ce modèle de financement, les deux parties de la transaction ne sont pas enclines à vérifier la qualité des actifs, créant de part et d'autre un problème d'aléa moral :

- les émetteurs de prêts parce qu'ils prévoient de transférer le risque de crédit à d'autres investisseurs ;

¹ Source : Extrait de Débats économiques, n° 4, « À propos des turbulences financières », Banque de France, février 2008. Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante : www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/debats/turbulences_finan.pdf.

- les acquéreurs de prêts qui envisagent de les restructurer parce qu'ils savent en effet que les acheteurs finaux se fient surtout à la notation attribuée à l'actif sous-jacent.

Les asymétries d'information altèrent donc chaque étape du processus et constituent une puissante source de contagion. De surcroît, un tel système ne peut fonctionner que si chaque intervenant de marché, impliqué dans ce processus, a en permanence accès à la liquidité.

212 La valorisation

Par construction, les produits structurés sont peu liquides. Ils sont constitués pour s'adapter parfaitement aux caractéristiques et au profil de risque requis par leur acquéreur. Ces propriétés limitent leur aptitude à être revendus à d'autres investisseurs dont les préférences ou les besoins peuvent être différents. Cela fait apparaître un phénomène de circularité : la valorisation à la « juste valeur » doit s'effectuer sur la base d'un prix de marché, en application des normes comptables internationales ; les opérateurs ne peuvent valoriser correctement un actif que s'il existe une liquidité suffisante sur le marché ; et, pour finir, la liquidité dépend de la valorisation.

Dans ce processus, les agences de notation sont investies d'une mission essentielle qui consiste à réunir et à contrôler l'information concernant les emprunteurs mais le processus comporte deux faiblesses importantes :

- les agences de notation se considèrent comme uniquement responsables de l'évaluation du risque de crédit et non de celle du risque de liquidité alors que les investisseurs sont souvent persuadés du contraire ;
- le modèle utilisé pour noter les produits structurés est identique, en termes de présentation, à celui qui est utilisé pour les produits obligataires traditionnels, alors que les risques sont plus élevés.

213 La relative inadéquation du capital au risque dans le modèle de titrisation

Les nouvelles entités, comme les conduits et les SIV, effectuaient des transformations d'échéances à grande échelle sans aucun capital pour absorber les chocs. Toutefois, la plupart d'entre eux étaient dotés de lignes de crédit bancaires ou d'autres garanties des banques qui les sponsorisent. Ces lignes de crédit se substituent aux fonds propres qui auraient autrement été exigés de ces entités pour pouvoir émettre des billets de trésorerie bénéficiant de la note AAA. La titrisation ne protège pas complètement les banques du risque de crédit sur les actifs transférés. Tout d'abord, les initiateurs de crédits sont généralement exposés aux premières défaillances sur les prêts qu'ils vendent, dans la mesure où ils conservent généralement une partie du risque. En outre, les véhicules spécialisés dans l'acquisition de ces produits, bénéficient d'importantes lignes de crédit de la part des banques qui les ont mis en place, précisément pour faire face aux risques de liquidité. Quand ils font appel à ces lignes, les bilans des banques peuvent considérablement augmenter, diminuant le montant des capitaux disponibles pour financer de nouveaux prêts.

L'impact macroéconomique des crises bancaires

Les banques sont au cœur du financement des économies et lorsque leur situation financière ne leur permet plus d'assurer cette mission, la distribution du crédit est compromise. Dans le passé, et si on prend en compte l'ensemble des pays (y compris émergents), les crises ont duré, en moyenne, entre trois et quatre ans. Elles ont entraîné, sur la même période, une charge pour les finances publiques représentant 13 % du PIB et une baisse cumulée du PIB de près de 20 %.

Il convient d'ailleurs de noter la différence entre ces deux effets, puisque l'impact de la crise sur le PIB est une perte de richesse pour la Nation, alors que l'aggravation du déficit budgétaire pose des problèmes de répartition, entre les agents économiques, de la charge de son financement ultérieur, sous forme de hausses d'impôts ou d'accroissement de l'endettement (c'est-à-dire de report sur les générations ultérieures).

Dans tous les pays, des leçons ont été tirées de ces périodes de crise financière. On sait aujourd'hui qu'il faut agir rapidement, et dans cet ordre : recapitaliser le système bancaire, rétablir des conditions monétaires et financières favorables au financement de l'économie et soutenir temporairement l'activité par des mesures budgétaires appropriées.

1| UN SYSTÈME BANCAIRE EN BONNE SANTÉ EST NÉCESSAIRE AU DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE

Le développement économique passe par la réalisation d'investissements productifs et la couverture d'un besoin en fonds de roulement lié à la constitution de stocks et à la longueur du processus de production. Le financement des activités productives, *via* les crédits aux entreprises ou à la consommation, est donc crucial. Il peut s'effectuer par deux canaux : soit au travers des marchés financiers par des émissions de titres, soit par l'intermédiation bancaire. Dans les économies modernes, ces deux canaux sont complémentaires. Mais le rôle des banques est évidemment central, en particulier en zone euro.

Un système bancaire en crise ne peut assumer correctement son activité d'intermédiation ; il y a arrêt des financements nouveaux et non-renouvellement des crédits arrivant à maturité, ce que l'on appelle un *credit crunch*. Deux mécanismes peuvent jouer :

- **Pinsuffisance de fonds propres des banques.** Les règles prudentielles proportionnent à leurs fonds propres les risques que peuvent prendre les banques. En période de retournement économique et financier, des pertes peuvent apparaître qui réduisent le capital des banques ; cet effet peut être amplifié par des règles comptables qui imposent, pour certains actifs, des valorisations instantanées en prix de marché. Parallèlement, les risques, souvent mesurés par référence à des notations d'agences régulièrement abaissées en période de crise, augmentent et requièrent davantage de fonds propres ;
- **Pinsuffisance de liquidité.** Lorsque les marchés ne fonctionnent plus et que les banques n'ont plus l'assurance de pouvoir se refinancer, elles cessent de distribuer du crédit.

2 | LE COÛT DES CRISES BANCAIRES

Toutes les crises bancaires sont différentes, même si elles partagent un certain nombre de caractéristiques communes. Très généralement, elles font suite à une période de forte expansion du crédit et de forte hausse de la valeur des actifs boursiers et/ou immobiliers dans un mécanisme largement autoentretenu puisque l'augmentation de la valeur des actifs utilisés pour garantir les prêts permet de nouveaux prêts, même si la justification économique intrinsèque de ces derniers n'est pas avérée. Tout choc externe qui fragilise la valeur de ces actifs met alors en évidence la mauvaise qualité des prêts et la crise éclate. Les pertes réduisent les fonds propres des banques, les établissements les plus engagés deviennent insolvable et tant que des doutes subsistent sur l'ampleur et la répartition des pertes, les marchés deviennent totalement illiquides.

Le calcul du coût économique d'une crise est difficile. Idéalement, il faudrait pouvoir comparer la croissance effective avec ce qu'elle aurait été en l'absence de crise bancaire. On doit donc faire des estimations conventionnelles qui donnent des ordres de grandeur. Le tableau ci-dessous, qui ne concerne que les pays développés, est extrait d'un document de travail du FMI analysant notamment les incidences sur la croissance des crises bancaires intervenues dans le monde de 1970 à 2007.

Pays de l'OCDE	Date de la crise bancaire d'ampleur systémique (début)	Part maximale des créances douteuses (% du total des crédits)	Coût budgétaire brut (% du PIB)	Perte de croissance (% du PIB)	Taux de croissance minimal du PIB au cours de la crise (%)
Espagne	1977		5,6		0,2
Norvège	1991	16,4	2,7		2,8
Finlande	1991	13	12,8	59,1	-6,2
Suède	1991	13	3,6	30,6	-1,2
Japon	1997	35	14	17,6	-2,0
États-Unis (crise des <i>savings & loans</i>)	1988	4,1	3,7	4,1	-0,2

Source : Laeven et Valencia (2008)

L'ampleur variable des crises traduit des circonstances particulières à leur apparition mais elle résulte aussi des réponses apportées par les autorités publiques tant en termes de gestion de la crise bancaire que de politique macroéconomique.

L'expérience des précédentes crises bancaires indique donc que la nature, la rapidité et le séquençage des mesures prises par les pouvoirs publics ont des effets déterminants sur l'ampleur et le coût de la crise. La restauration d'un système bancaire en bonne santé, c'est-à-dire avec des fonds propres et une rentabilité d'un niveau suffisant est un préalable à toute relance efficace de l'activité par les mesures de politique macroéconomique habituelles comme les divers types de relance budgétaire ou la baisse des taux d'intérêt.

Encadré 2 Quel sera l'impact de la crise actuelle sur la croissance à long terme ?

L'exemple des crises financières passées montre qu'il existe un risque important de voir dans les économies avancées les perspectives de croissance réduites par la crise actuelle. Dans une approche comptable des sources de la croissance, celle-ci est déterminée in fine par l'évolution des facteurs de production (capital et travail) et l'efficacité de la combinaison de ces facteurs (mesurée par la productivité globale des facteurs – PGF). Or toutes ces composantes pourraient être affectées par la crise, à des degrés divers selon l'horizon considéré.

Canaux et horizons de transmission de la crise à la croissance potentielle

Facteur de production \ Horizon	Court terme	Moyen terme	Long terme
Capital	Dépréciation accrue Cycle de l'investissement Contraintes financières	Hausse du coût du capital	
Travail		Hystérèse *	
Productivité globale des facteurs	Vieillessement du capital		Réallocation sectorielle R&D

* voir glossaire

Les mécanismes de transmission

Le stock de capital pourrait être rapidement et durablement touché

En effet, la crise peut conduire à une baisse durable du capital productif, sous l'effet notamment de la baisse de l'investissement — si le phénomène concerne surtout les très petites entreprises (TPE), il porte depuis quelques mois davantage qu'auparavant sur les PME — et de l'arrêt définitif de chaînes de production inutilisées. Si la reprise de l'investissement est faible lors de la sortie de crise, l'impact sur le niveau du stock de capital pourrait être durable.

Le niveau d'emploi potentiel pourrait baisser transitoirement à moyen terme

La forte hausse du chômage et la réduction permanente de l'activité dans certains secteurs peuvent conduire au maintien prolongé du chômage, à un niveau élevé, indépendamment de l'évolution de la conjoncture : l'emploi dans les secteurs durablement affectés par la crise peut ne pas se redéployer vers des secteurs plus dynamiques. La hausse du chômage structurel pourrait alors également conduire à un fléchissement du taux d'activité, certains inactifs étant dissuadés d'entrer sur le marché du travail.

La crise pourrait avoir des effets progressifs et durables sur l'efficacité du capital et du travail

À court terme, la PGF peut être affectée par le vieillissement du capital provoqué par la chute de l'investissement. Toutefois, l'essentiel de l'impact de la crise sur la PGF devrait apparaître progressivement du fait d'une chute des dépenses de recherche et développement (R&D). En effet, en période de crise, si les entreprises subissent des contraintes financières, elles peuvent être amenées à restreindre leurs dépenses de R&D.

Les réallocations sectorielles de l'activité consécutives à toute crise de grande envergure peuvent aussi conduire à une baisse du niveau, voire de la croissance de la PGF si certains secteurs très productifs réduisent durablement leur activité.

Les scénarios possibles

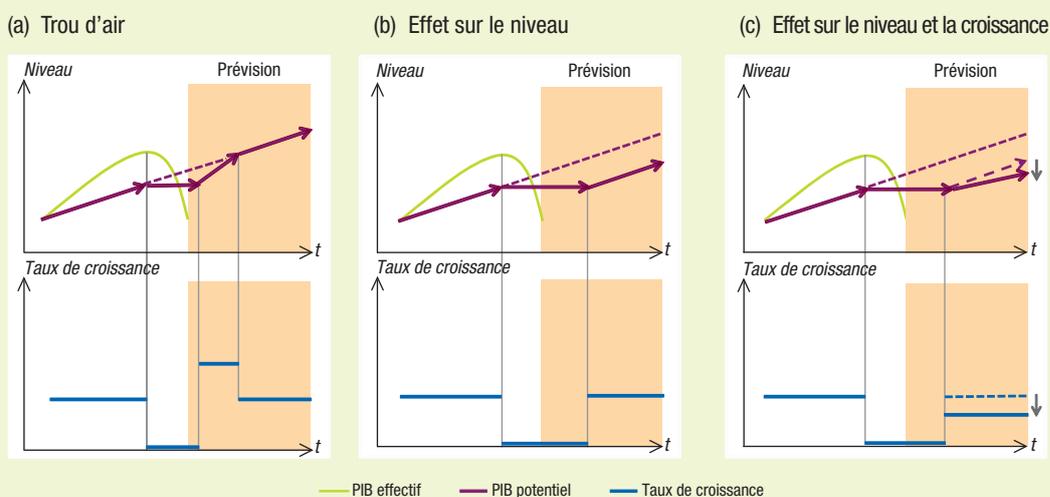
L'étude des canaux de transmission de la crise au PIB potentiel indique qu'il est possible d'envisager des effets à la fois sur son niveau et sur sa croissance à plus ou moins longue échéance, conduisant à des conséquences plus ou moins durables.

.../...

Trois scénarios peuvent ainsi être évoqués (cf. schémas ci-dessous) :

- (a) un scénario « trou d'air », dans lequel le PIB potentiel et sa croissance ne sont pas durablement affectés par la crise et peuvent être rapidement restaurés ;
- (b) un scénario dans lequel le niveau du PIB potentiel est durablement affecté par la crise, car sa croissance ne retrouve que progressivement son niveau d'avant-crise ;
- (c) un scénario dans lequel le PIB potentiel et sa croissance sont affectés à long terme.

Schémas récapitulatifs des trois scénarios d'évolution du niveau et de la croissance du PIB potentiel



Le scénario le plus crédible

Étant donnée la fragilité de la mesure du PIB potentiel en temps réel, l'analyse de l'impact de la crise sur la croissance potentielle n'est robuste qu'ex post. Ainsi, les trois scénarios envisagés supra restent à ce stade tous possibles. Toutefois, les considérations suivantes conduisent à privilégier un effet « sur le niveau » du PIB potentiel (scénario b) dans les économies avancées, sans néanmoins écarter un effet possible sur le taux de croissance du PIB potentiel (scénario c).

La littérature économique récente a très largement documenté les crises financières passées. Elle montre que les crises financières conduisent effectivement à des effets de niveau (conduisant à des pertes de PIB potentiel, de 4 % en moyenne pour les crises les plus sévères).

Un effet relativement prolongé de la crise sur le niveau et la croissance du PIB potentiel est probable en raison notamment de la procyclicité effectivement observée des dépenses de R&D, notamment quand les entreprises subissent des contraintes de financement, ce qui est le cas dans la crise actuelle. De plus, une crise d'envergure mondiale risque d'accroître les conséquences de ces contraintes. En effet, un pays isolément atteint par la crise peut éventuellement bénéficier ensuite des innovations qui se seront poursuivies dans les autres pays (qui eux n'auront pas baissé leurs dépenses de R&D). À l'inverse, quand de nombreux pays réduisent simultanément leurs dépenses de R&D, le risque de perte pérenne de PIB potentiel est très fort.

L'importance et la rapidité de mise en œuvre des mesures de soutien à la croissance et au système financier dans les différents pays devraient limiter le risque de dérèglement des comportements économiques, notamment du système financier, qui pourraient affecter de façon permanente la croissance potentielle (scénario c).

3 | LE RISQUE DE DÉFLATION

La baisse rapide de l'inflation, dans un contexte de crise financière et de très fort ralentissement économique, conduit à évoquer le risque de déflation, situation où la baisse des prix est associée à une crise économique à la fois sévère et longue. Mais toute baisse de prix n'est pas synonyme de déflation ; il faut en fait distinguer les situations de déflation de celles, plus positives, de désinflation.

311 Définitions

L'inflation est une hausse continue et durable du niveau général des prix. Ce n'est pas un choc instantané, une hausse limitée à certains biens. C'est un processus permanent et général. L'inflation est alimentée par des anticipations : c'est parce que les salariés et les entreprises anticipent que les prix vont monter qu'ils ajustent eux-mêmes à la hausse leurs prix et leurs salaires.

Symétriquement, la déflation est un processus permanent et général de baisse des prix. Il n'y a pas déflation si seulement certains prix baissent. Par exemple les prix des ordinateurs portables ou produits électroniques de haute fidélité peuvent baisser sous l'effet du progrès technique. Mais ce n'est pas une déflation.

La désinflation est un ralentissement de l'inflation ou une baisse ponctuelle du niveau général des prix. Par exemple, si on passe de + 3 % par an à + 1 % par an, il y a désinflation. Si, par contre, on passe à une variation des prix négative de - 1 % par an et que cette baisse est anticipée comme durable, alors il y a déflation.

312 Comment et quand se forme une spirale déflationniste ?

La désinflation est une bonne chose car elle augmente le pouvoir d'achat des ménages. En revanche, la déflation est à terme dangereuse car elle déclenche des spirales qui peuvent provoquer ou accentuer une récession et dont il est très difficile de sortir. Trois mécanismes sont à l'œuvre dans une spirale déflationniste :

- Anticipant une baisse continue des prix, les ménages sont incités à reporter leurs achats de biens durables, contribuant ainsi à réduire la demande agrégée adressée aux entreprises. En retour, anticipant une réduction de leurs débouchés et une baisse de leurs profits, les entreprises sont tentées de diminuer leur production et de réduire leur demande de travail, contribuant ainsi à l'augmentation du chômage, à la baisse des salaires et à celle du revenu disponible des ménages.
- La déflation augmentant mécaniquement le coût réel de la dette¹, généralement non indexé sur l'évolution des prix, cette hausse du coût de la dette dégrade la situation des emprunteurs, notamment les entreprises. Cela peut les conduire à réduire leurs investissements. De même, l'alourdissement de la dette des ménages peut les conduire à augmenter leur épargne, ce qui accélère, par un mécanisme autoentretenu, la baisse de la demande agrégée.
- Enfin, la déflation peut paralyser la politique monétaire car il est impossible de baisser les taux d'intérêt en dessous de zéro. Mais, même à ce niveau, si les prix diminuent, cela signifie que les taux d'intérêt réels supportés par l'économie sont fortement positifs, alors même que la situation (fort ralentissement de la croissance ou récession) justifierait au contraire des taux d'intérêt réels négatifs.

¹ Phénomène de « déflation par la dette » mis en évidence par I. Fisher pendant la crise de 1929

Les canaux de transmission de la crise à l'économie réelle

Initialement circonscrite aux marchés financiers, la crise s'est diffusée rapidement et fortement à l'économie dite réelle. La distinction classique entre économie réelle et financière est avant tout d'usage pratique : l'économie réelle désignant davantage une fin (les échanges marchands, la consommation, l'emploi...) et la sphère financière regroupant les moyens servant au financement de l'économie (le crédit, les actions, les obligations).

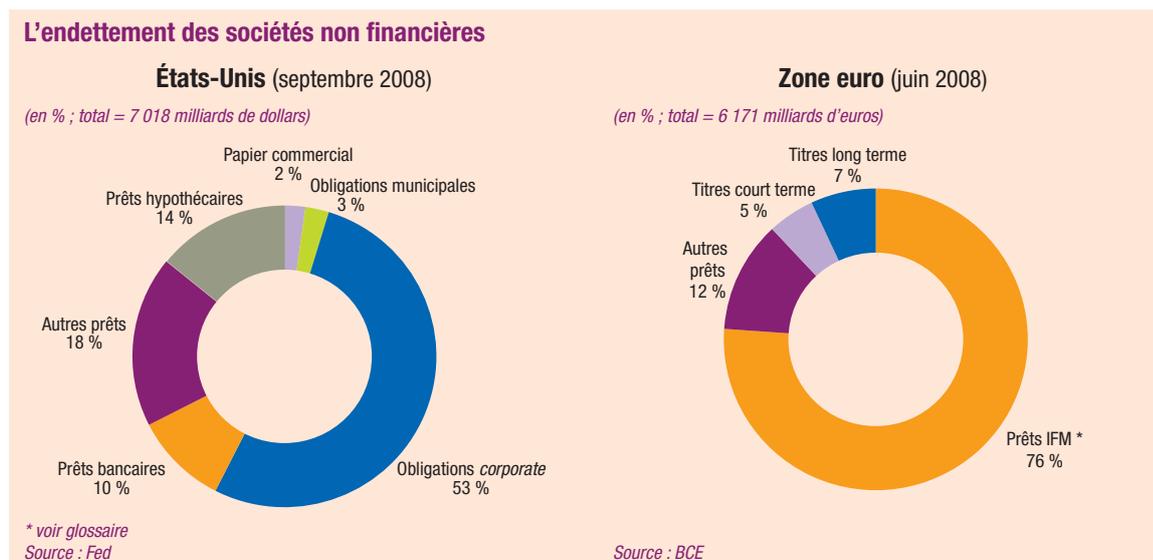
Deux canaux principaux ont été à l'origine de la contagion :

- la réduction du financement du secteur privé ;
- l'impact négatif des effets de richesse sur la consommation et l'emploi, moteurs de croissance.

1| LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE PAR LE CRÉDIT ET LES MARCHÉS

Les entreprises financières et non financières ont traditionnellement recours à deux sources de financement :

- le financement bancaire : source la plus utilisée en Europe et notamment en zone euro ;



- le financement par les marchés : davantage utilisé aux États-Unis ; les sociétés non financières (SNF) et les banques émettent des titres sur les marchés, à différentes maturités en fonction de leurs besoins (besoins de trésorerie à court terme, besoins de financement d'investissements structurels).

Durant l'été 2008, ces deux sources de financement se sont taries : les marchés se sont brutalement bloqués, les investisseurs refusant d'acquérir des titres pourtant sûrs, les banques refusant de se prêter les unes aux autres sur le marché interbancaire par crainte du risque de contrepartie et durcissant leur conditions d'octroi de prêts vis-à-vis des ménages et des entreprises.

111 Le cycle de crédit en France

Ralentissement de la croissance des crédits aux sociétés non financières depuis l'été 2008

La dégradation de l'environnement économique s'est notamment traduite par une forte limitation des investissements et des opérations de fusion-acquisition des SNF. Dans le même temps, un ralentissement du taux de croissance des encours de crédit a été noté, ce taux tombant à 0,4 % en août 2009.

Toutefois, les banques ont répercuté dans leurs conditions les baisses des taux de marché, notamment pour les crédits de montant important (supérieur à 1 million d'euros). En outre, l'enquête réalisée par la Banque de France sur la distribution du crédit indique que, **depuis le début de 2009, le resserrement des critères d'octroi des banques s'est progressivement atténué, notamment pour les grandes entreprises**, tandis que le recul de la demande de crédits des entreprises se tempérait quelque peu.

Quoi qu'il en soit, depuis le dernier trimestre 2008, le moindre recours des SNF au financement bancaire a été partiellement compensé par le rebond des émissions de titres à moyen et long termes des grandes entreprises qu'a favorisé la normalisation progressive des conditions de financement sur les marchés.

Meilleure orientation des crédits aux ménages au second semestre 2009

L'année 2008 a été marquée par le **fléchissement continu du taux de croissance annuel des crédits à l'habitat** résultant de la conjonction de plusieurs facteurs : retournement du marché de l'immobilier (forte diminution des volumes de transactions, amorce de baisse des prix), ralentissement de l'activité économique (dégradation des perspectives macroéconomiques, remontée du chômage) et, du côté des banques, resserrement des conditions d'octroi des crédits.

La baisse du taux de croissance annuel des crédits à l'habitat s'est poursuivie jusqu'à l'été 2009 (+ 3,8 % à fin août). Depuis le deuxième trimestre, les réponses des banques à l'enquête sur la distribution du crédit de la Banque de France font état d'une légère reprise de la demande des ménages (soutenue par l'amélioration des perspectives économiques et la concrétisation de projets immobiliers différés en 2008) et de l'assouplissement des conditions d'offre (léger desserrement des critères d'octroi, répercussion des taux de marché sur les taux de crédits à l'habitat). De même, les flux mensuels de crédits nouveaux à l'habitat, atones en début d'année, semblent montrer des signes de reprise.

112 Le financement à court terme : le marché des billets de trésorerie

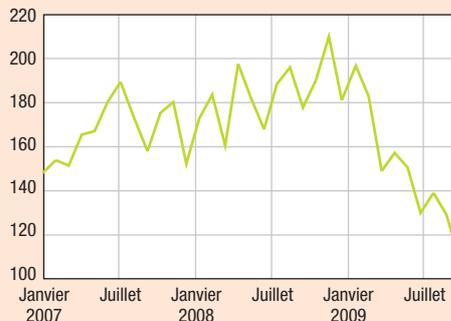
Le financement des entreprises européennes par les marchés financiers (marchés obligataire et monétaire) reste marginal et représente moins de 15 % de l'endettement des SNF, le reste étant apporté par les établissements bancaires. C'est la proportion inverse aux États-Unis dont les entreprises ont eu largement recours au marché monétaire par l'intermédiaire de l'« *US commercial paper* – USCP », titres de créance à moins d'un an, à l'identique d'instruments comme le billet de trésorerie (BT) français² ou l'*Euro commercial paper* (ECP), marché basé à Londres. Si la proportion du financement par les marchés diverge de part et d'autre de l'Atlantique, il n'en demeure pas moins qu'on a observé dans les deux cas une diminution très notable du recours à ce type de financement par les entreprises. Ainsi, aux États-Unis, si le financement du secteur non financier a pu représenter un encours de « *commercial paper* » de plus de 200 milliards de dollars avant la crise, ce chiffre est tombé en septembre 2009 à un peu plus de 108 milliards de dollars. Sur le marché de l'ECP, le secteur non financier a relativement mieux résisté jusqu'à l'été 2008, mais a enregistré une baisse progressive depuis le début 2009, l'encours passant de près de 200 milliards de dollars à 148 milliards en septembre 2009. En France, l'encours total est passé d'un niveau maximum de 65 milliards en juin 2007 à 60 milliards fin 2008 et à 42 milliards en septembre 2009.

En tout état de cause, l'accès à ces marchés est relativement sélectif, la notation jouant un rôle important dans les conditions financières faites aux émetteurs de ce type de papier. En France par exemple, les PME n'ont pas d'activité sur ce marché, l'accès étant réservé aux sociétés qui ont le statut de société par actions et le montant minimal d'émission d'un BT étant fixé à 150 000 euros. On compte environ soixante-dix émetteurs actifs sur ce marché avec, parmi les dix premiers, des acteurs de la sphère publique tels que l'Acoss, l'Unedic, la Cades, EDF, et des grandes entreprises, françaises comme Axa, Danone, Carrefour, LVMH, mais également non résidentes comme General Electric, Arcelor Mittal, Volkswagen.

2 La Banque de France veille au respect des conditions d'émission par les émetteurs, peut suspendre ou interdire d'émission un émetteur qui manque au respect des dispositions en vigueur, procède régulièrement à des publications statistiques sur les émetteurs de titres de créances négociables et met en ligne sur son site internet les dossiers de présentation financière. Les émetteurs rendent compte à la Banque de France des opérations de rachat de leurs titres et l'informent de tous remboursements anticipés.

États-Unis : Encours USCP secteur non financier

(en milliards de dollars)



Source : Federal Reserve

Marché ECP secteur non financier

ECP ECD *corporate* + gouvernements

(en milliards d'euros)



Source : Dealogic

France : Encours BT toutes devises

Émetteurs résidents et non résidents

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

113 Le financement à moyen et long termes : les marchés obligataires

Pour assurer leur financement à long terme, les entreprises, qui émettent des obligations à différentes maturités, se sont davantage financées sur les marchés de dette dès la fin de l'année 2008. On a alors observé une forte croissance des émissions obligataires par les entités non financières, mais aussi une sélectivité accrue et un renchérissement des coûts de financement en France et en zone euro.

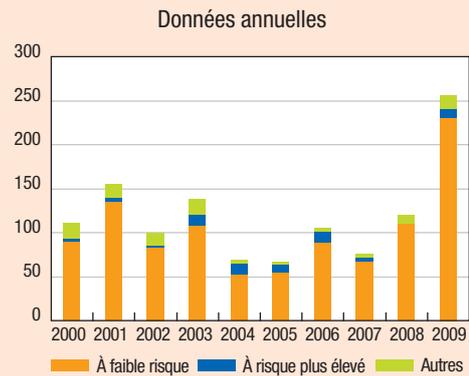
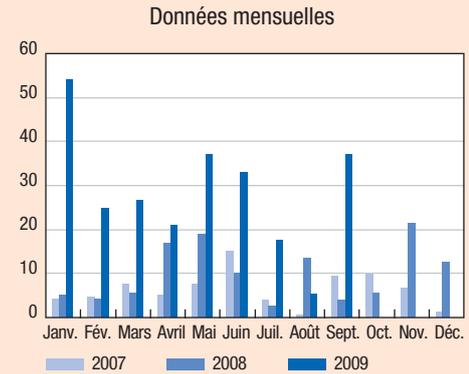
Depuis le début de l'année 2009, les conditions de financement s'améliorent et les entreprises ont retrouvé des volumes et un rythme d'émission plus traditionnels.

Le marché obligataire européen s'est caractérisé par plusieurs tendances :

- le début de l'année 2009 a été marqué par un volume d'émission exceptionnel, et s'est stabilisé depuis ;
- la maturité moyenne des émissions obligataires s'est rallongée au fil des mois, signe d'un retour des investisseurs de long terme sur les marchés ;
- les *spreads* des obligations des entreprises se sont resserrés au cours des derniers mois, diminuant d'autant le coût de financement. Ce resserrement a permis une inversion de la hiérarchie des primes de risque vis-à-vis du secteur bancaire non garanti (prime de risque des émissions des entreprises industrielles inférieure à celle des obligations du secteur bancaire pour la même maturité), y compris sur le long terme.

Émissions obligataires des entreprises non financières en zone euro

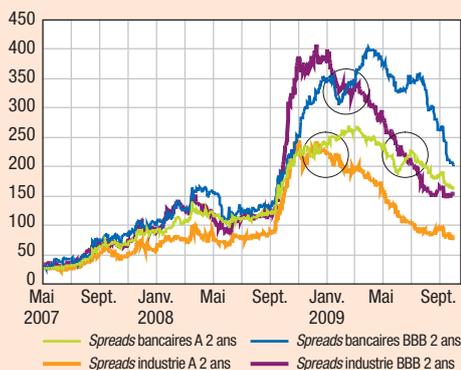
(en milliards d'euros, à fin septembre 2009)



Source : Dealogic

Comparaison de *spreads* de corporates A et BBB contre dette souveraine 2 ans

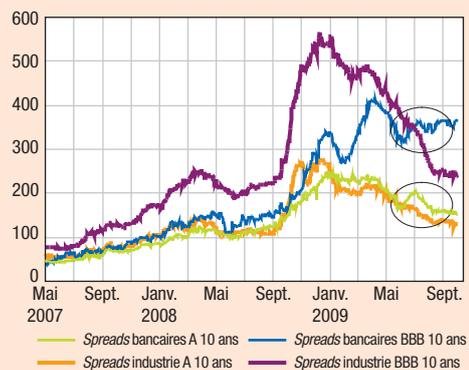
(en points de base)



Source : Bloomberg

Comparaison de *spreads* de corporates A et BBB contre dette souveraine 10 ans

(en points de base)



Source : Bloomberg

2 | LA DÉGRADATION DES PATRIMOINES FINANCIER ET IMMOBILIER DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

Le secteur privé a également vu sa situation financière se dégrader du point de vue de ses avoirs financiers et immobiliers capitalisés dans le passé. Entreprises non financières et ménages ont été impactés par la baisse brutale et significative du prix des actions et de l'immobilier.

De la fin 2007 au deuxième trimestre 2009, les entreprises non financières hors exploitations agricoles ont enregistré aux États-Unis un recul global de 17 % de leurs actifs nets, dû essentiellement à une chute de la valeur de leurs biens immobiliers ainsi que, dans une moindre mesure, de leurs actifs financiers. En France et en Allemagne, l'actif financier net des entreprises s'était dégradé de la mi-2006 à la mi-2007 du fait d'une appréciation de leur actif moindre que celle de leur passif.

En ce qui concerne les ménages américains, de la fin 2007 au premier trimestre 2009, la valeur nette de leur patrimoine a fondu d'environ 20 % ; en pourcentage du revenu disponible, ce repli est supérieur à la richesse accumulée pendant les cinq années précédentes. Toutefois cette valeur nette a légèrement progressé au deuxième trimestre 2009 (+ 4 %). Dans la zone euro, les évolutions ont été très diverses selon les pays, du fait de différences dans la composition du portefeuille. Par ailleurs, l'actif immobilier des ménages français a davantage diminué que celui de leurs homologues allemands du fait d'évolutions très différentes du prix de l'immobilier : les prix ont baissé de plus de 10 % depuis leur point haut alors qu'ils sont restés quasiment stables en Allemagne.

Cette réduction des patrimoines financier et immobilier des agents privés non financiers peut avoir un impact sur la croissance par trois principaux mécanismes.

Premièrement, quand les ménages jugent durable une baisse de leur richesse et la considèrent comme une baisse de leur revenu permanent, ils ont plus de difficultés à atteindre leur objectif de patrimoine et sont encouragés à épargner pour cela. Cet impact est plus important dans les pays où le financement de l'économie repose principalement sur le marché (États-Unis, Royaume-Uni, Pays-Bas...), car une fraction plus importante du patrimoine des ménages est investie en actions, dont la valeur fluctue davantage que celle des autres placements financiers. Il est en revanche moins significatif dans les pays où le financement repose sur le système bancaire (Allemagne, France, Italie...). Il est aussi plus faible pour le patrimoine immobilier car la baisse du prix de l'immobilier, si elle est défavorable aux propriétaires, bénéficie à ceux qui sont locataires ou cherchent à acquérir un bien immobilier. Selon des estimations de la Banque de France³, une baisse considérée comme permanente d'un euro de la richesse totale des ménages aboutit à une baisse d'un à trois centimes de la consommation annuelle. Cet effet est donc statistiquement significatif mais économiquement faible, d'autant que les analyses montrent qu'une grande partie des évolutions du prix des actifs n'est pas jugée permanente.

Deuxièmement, la baisse du prix des actifs augmente le coût du capital, c'est-à-dire la rémunération servie aux apporteurs de fonds propres (en particulier, il est plus difficile d'émettre des actions lorsque le marché est déprimé, les investisseurs financiers exigeant alors des dividendes plus élevés

³ Chauvin (V.) et Damette (O.) (2009) : "Wealth effects: the French case" mimeo présenté au congrès annuel de l'AFSE 2009

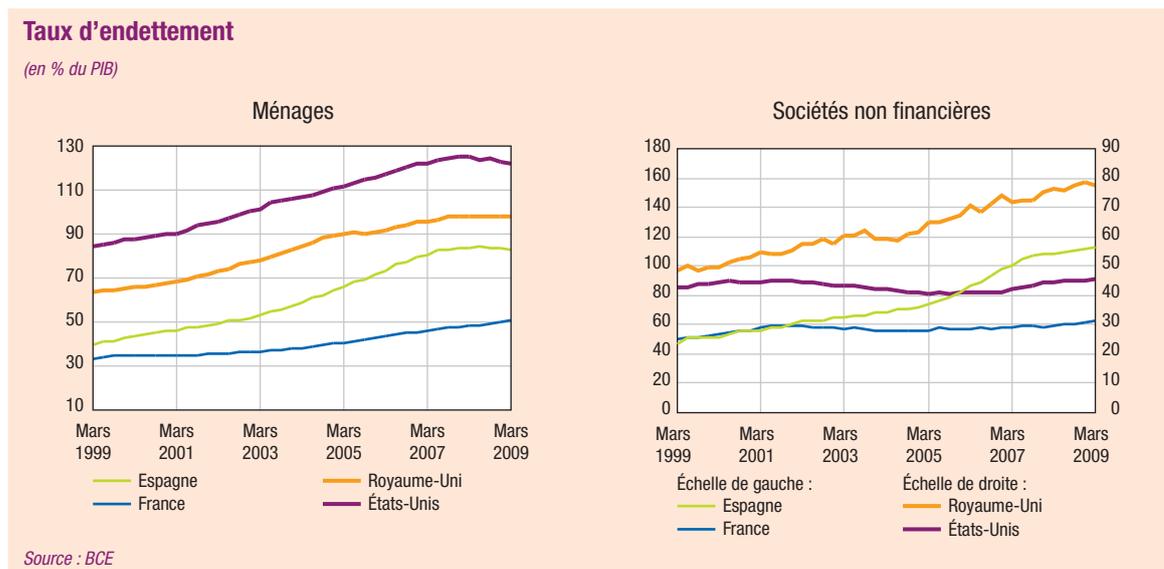
de la part des entreprises émettrices d'actions, car ils n'escomptent plus de gain en capital sur leur portefeuille d'actions). Cela a un impact sur l'investissement des entreprises du secteur productif.

Troisièmement, la baisse des prix peut peser sur la distribution des crédits de deux façons. D'une part, les banques sont, même en période « normale », en situation d'information imparfaite (« asymétrique ») vis-à-vis des emprunteurs (elles ne connaissent pas en détail les projets qu'elles financent, elles ne savent pas si l'emprunteur va faire face à ses échéances de prêt). Elles exigent donc des garanties réelles de la part de l'emprunteur, souvent sur son patrimoine personnel. Or, en période de crise, la valeur de ce dernier, comme indiqué ci-dessus, est plus faible. D'autre part, dans un environnement économique plus incertain en période de crise, tous les projets — même les plus profitables — deviennent plus risqués.

Cette situation est d'autant plus vraisemblable que le taux d'endettement des agents privés a atteint des niveaux historiquement élevés dans de nombreux pays, comme l'indique le graphique ci-après. La montée de l'endettement, voire le surendettement, est d'ailleurs un phénomène qui touche tout autant l'offre de crédit (les prêteurs hésitent à engager des fonds supplémentaires), que la demande de crédit.

3 | LA MONTÉE DE L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES

Le surendettement des ménages et des entreprises, peut en effet constituer un canal supplémentaire de transmission de la crise financière à l'économie réelle, puisque la difficulté des ménages et des entreprises à contracter de nouveaux prêts, voire à satisfaire les échéances des prêts en cours, les conduit à revoir à la baisse leur niveau de consommation et d'investissement, ce qui pèse sur la demande agrégée et, *in fine*, dans certains cas, sur le niveau général des prix.



Une crise mondiale d'une ampleur exceptionnelle

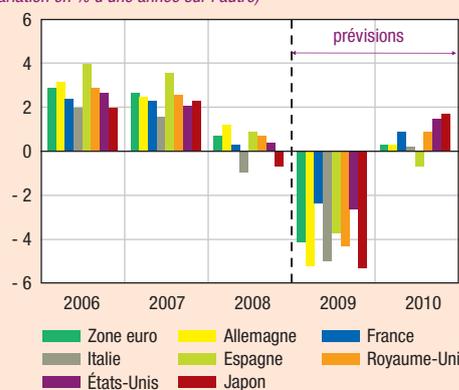
Dans la plupart des économies industrialisées la baisse de l'activité a commencé au premier semestre 2008 et s'est accentuée au tournant de l'année 2009. Le repli de l'activité économique en 2009 sera certainement le plus prononcé depuis la seconde guerre mondiale pour l'ensemble des pays industrialisés.

Il convient de distinguer plusieurs phases dans la transmission de la crise financière à l'économie réelle :

- les effets directs de la crise immobilière et financière de l'été 2007 à l'été 2008 ;
- l'aggravation de la crise à l'automne 2008, en liaison avec la faillite de la banque Lehman Brothers ;
- la timide reprise observée au cours de l'année 2009.

Taux de croissance du PIB en volume Prévisions du FMI

(variation en % d'une année sur l'autre)



Source : FMI, World Economic Outlook, octobre 2009

Croissance et projection de croissance du PIB

(en volume, en %)

	Date de la prévision	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Espagne	États-Unis	Japon	Royaume-Uni	Chine	Russie	Monde
2008		0,6	1,0	0,3	-1,0	0,9	0,4	-0,7	0,7	9,0	5,6	3,0
2009												
BCE	Sept. 09	-4,4/-3,8										
CE	Mai 09	-4,0	-5,4	-3,0	-4,4	-3,2	-2,9	-5,3	-3,8	6,1	-3,8	-1,4
CE prév. intérimaire	Sept. 09	-4,0	-5,1	-2,1	-5,0	-3,7			-4,3			
OCDE	Juin 09	-4,8	-6,1	-3,0	-5,5	-4,2	-2,8	-6,8	-4,3	7,7	8,1	
OCDE prév. intérim.	Sept. 09	-3,9	-4,8	-2,1	-5,2		-2,8	-5,6	-4,7			
FMI	Oct. 09	-4,2	-5,3	-2,4	-5,1	-3,8	-2,7	-5,4	-4,4	8,5	-7,5	-1,1
2010												
BCE	Sept. 09	-0,5/0,9										
CE	Mai 09	-0,1	0,3	-0,2	0,1	-1,0	0,9	0,1	0,1	7,8	1,5	1,9
OCDE	Juin 09	0,0	0,2	0,2	0,4	-0,9	0,9	0,7	0,0	9,3	5,6	
FMI	Oct. 09	0,3	0,3	0,9	0,2	-0,7	1,5	1,7	0,9	9,0	1,5	3,1

1 | LE RETOURNEMENT DE L'ACTIVITÉ S'EST CARACTÉRISÉ INITIALEMENT PAR UNE CONTRACTION DE LA DEMANDE PRIVÉE

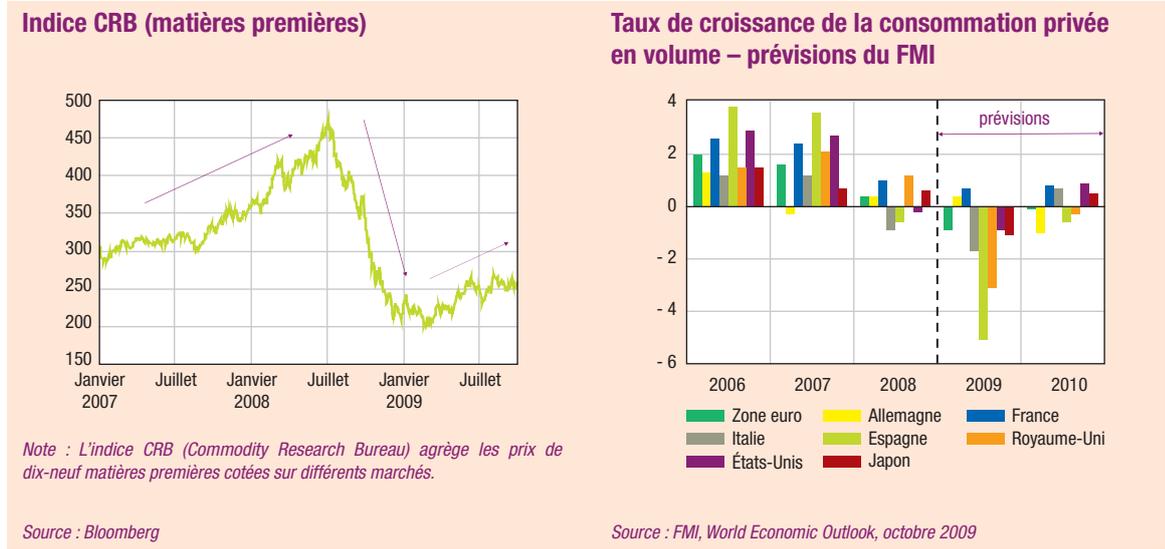
111 Une baisse précoce de l'investissement résidentiel des ménages dans certains pays

L'investissement résidentiel s'est effondré dans les pays qui étaient en situation de « bulle immobilière » avant le début de la crise :

- aux **États-Unis**, la baisse de l'investissement résidentiel a débuté en 2006 et représente au total un repli de 56 % entre le quatrième trimestre de 2005 et le deuxième trimestre de 2009. La hausse des saisies immobilières se chiffrait en juillet 2009 à + 32 % en comparaison annuelle. Les prix de l'immobilier ont chuté de 32,2 % au total entre le deuxième trimestre de 2006 et le premier trimestre de 2009, mais ont toutefois montré récemment des signes de redressement.
- Le **marché immobilier britannique** s'est retourné courant 2007, et le repli s'est aggravé avec la crise financière. Les difficultés de refinancement des prêts hypothécaires à taux variable (très utilisés au Royaume-Uni), du fait de la hausse des taux d'une part et de la restriction du crédit d'autre part, ont généré une autre source d'affaiblissement du marché immobilier, avec près d'un tiers des emprunteurs risquant de ne pas pouvoir se refinancer. En juin 2009, les prix de l'immobilier avaient baissé de 20,8 % par rapport au point haut atteint en août 2007.
- En **Espagne** le secteur immobilier était déjà très atteint avant la crise financière : en 2007, les mises en chantier avaient déjà diminué de 50 % sur un an. La situation a continué à se détériorer avec la crise : en juillet 2009, la baisse de la production en construction atteignait 18,1 % sur un an. La baisse des prix des logements atteignait 8,3 % sur un an au deuxième trimestre de 2009.
- Le **marché immobilier japonais** ne s'est jamais remis de la crise immobilière de 1990. Les prix n'ont cessé de chuter depuis lors et ont atteint leur point le plus bas depuis 35 ans. La production en construction a baissé de 20,0 % entre le début 2006 et juillet 2009.
- En **France**, où le diagnostic de « bulle immobilière » est plus nuancé, l'investissement des ménages s'est aussi ajusté, de 9,9 % depuis le pic atteint au premier trimestre 2008 jusqu'au deuxième trimestre de 2009.

112 Une consommation des ménages bridée par des effets de richesse négatifs et le choc sur les prix des matières premières, puis par le redressement du chômage

À partir du second semestre de 2007, la consommation privée a ralenti à son tour dans la plupart des pays industrialisés, cette tendance s'accroissant début 2008 avec une baisse dès le premier trimestre aux États-Unis et dès le deuxième en zone euro et au Japon. Ce mouvement trouve son origine en partie dans les effets de richesse négatifs liés au retournement des prix des actifs, notamment immobiliers, mais également dans la hausse des prix des matières premières (pétrole, métaux, produits agricoles, etc. — cf. graphique ci-après) qui a entamé le pouvoir d'achat des ménages.



Puis, au fur et à mesure que la crise s'installait, la dégradation de l'emploi est venue également pénaliser leur revenu. De plus, confrontés à une dégradation de leur patrimoine et des perspectives économiques, les ménages ont eu tendance à épargner davantage. Les taux d'épargne ont ainsi augmenté dans la plupart des pays, partant le plus souvent de niveaux très bas :

- aux États-Unis, le taux d'épargne est passé de 1,2 % au premier trimestre 2008 à 5,0 % au deuxième trimestre 2009 ;
- au Royaume-Uni, le taux d'épargne est remonté de - 0,5 % au premier trimestre 2008 à 5,6 % au deuxième trimestre 2009 ;
- en zone euro, la propension à épargner s'est également accentuée, avec une hausse de deux points de pourcentage du taux d'épargne entre le troisième trimestre de 2007 et le premier trimestre de 2009 (de 13,6 % à 15,6 %).

Au deuxième trimestre de 2009, la baisse de la consommation privée atteignait sur un an 1,8 % aux États-Unis, 1,3 % en zone euro et 1,0 % au Japon. Ce sont les ventes de biens de consommation durables (notamment d'automobiles) qui ont été les plus durement touchées, avec une forte chute dès le second semestre de 2008. Au quatrième trimestre de 2008, leur part dans le PIB américain avait diminué d'environ 1 point de pourcentage par rapport à son niveau de fin 2007 (elle s'est stabilisée au premier semestre de 2009).

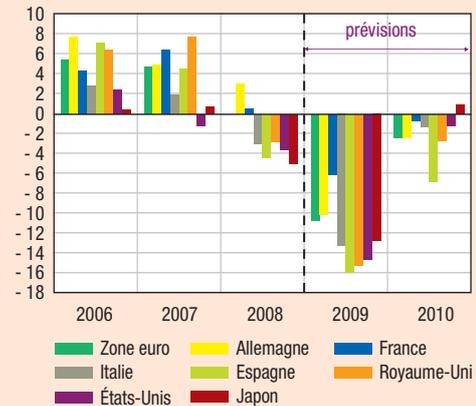
113 Un investissement des entreprises pénalisé par la baisse des perspectives d'activité

La baisse de la confiance et des revenus des ménages a conduit les entreprises à anticiper une baisse de la demande finale et un recul des commandes de l'étranger. Par ailleurs, les conditions

de financement des entreprises se sont progressivement dégradées avec l'amplification de la crise. Aussi, dans de nombreux pays, les projets d'investissement ont été soit reportés soit abandonnés.

- Aux États-Unis, par exemple, la baisse de l'investissement privé non résidentiel en volume atteignait 20 % sur un an au deuxième trimestre de 2009.
- Une contraction marquée a également été observée au Japon ainsi que dans la zone euro, où l'investissement des sociétés non financières a baissé de 15,1 % en valeur entre le troisième trimestre de 2008 et le premier trimestre de 2009.

Taux de croissance de la formation brute de capital fixe en volume – prévisions du FMI



Source : FMI, World Economic Outlook, octobre 2009

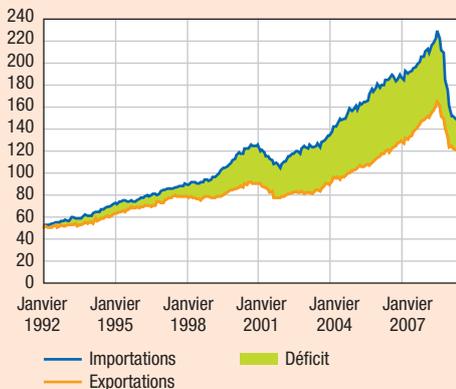
2 | LA CRISE SE DIFFUSE RAPIDEMENT À L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE ET S'AMPLIFIE À L'AUTOMNE 2008

211 L'interpénétration des économies favorise la diffusion de la crise

Les effets de richesse négatifs et le choc sur les prix des matières premières ont affecté diversement les différentes économies. Cependant, aucune n'a été épargnée par le ralentissement économique. En particulier, il n'y a pas eu de « découplage » entre les États-Unis et le reste du monde, comme cela a pu être envisagé à un certain moment.

Balance commerciale des États-Unis
Échanges de biens et services

(cvs, en milliards de dollars)

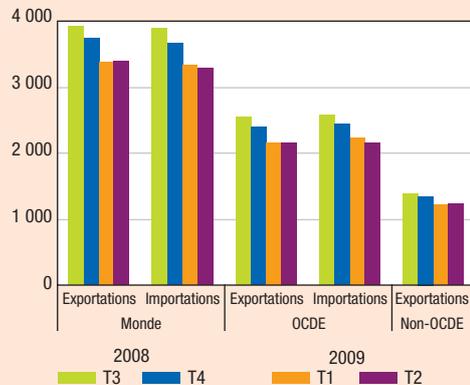


Source : Bureau of Economic Analysis (US Commerce Department)

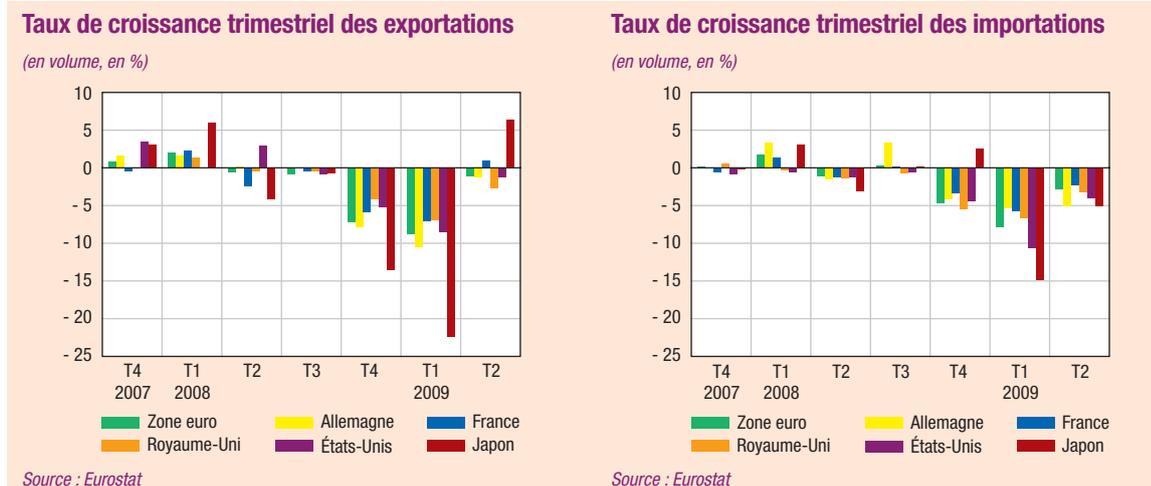
Évolution du commerce mondial

Exportations et importations de biens et services des grandes zones économiques

(en volume, cvs, en milliards de dollars 2000)



Source : OCDE



De fait, le ralentissement américain a directement pesé sur la demande adressée aux autres économies et, d'une manière plus générale, les échanges internationaux ont souffert du fléchissement des demandes intérieures privées dans les différentes économies (cf. graphiques ci-dessus).

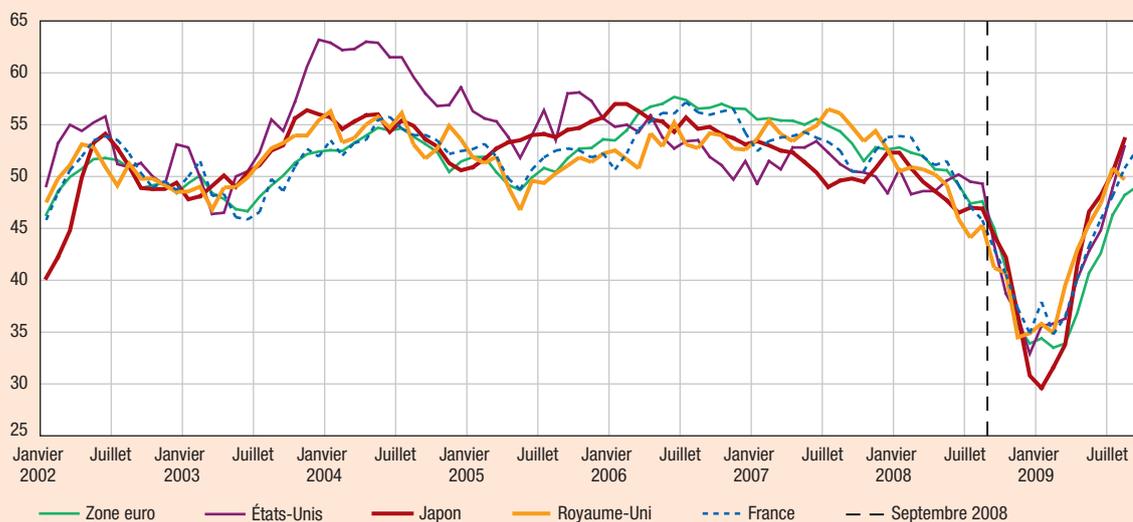
- En zone euro, la baisse des exportations atteignait 17,1 % sur un an au deuxième trimestre de 2009 et la baisse des importations 14,4 %. La baisse des échanges extérieurs a été particulièrement pénalisante pour l'Allemagne, avec une contribution des exportations nettes à la croissance du PIB cumulée sur un an de - 4,5 points (l'économie allemande est très dépendante de son commerce extérieur, avec des exportations de biens et services qui représentaient 52 % du PIB allemand en 2008).
- Aux États-Unis, les exportations ont diminué de 15,2 % et les importations de 18,6 % au deuxième trimestre 2009 par rapport au deuxième trimestre 2008 (mais les exportations ne représentaient que 12 % du PIB en 2008).
- Le Japon est le pays le plus sévèrement touché par la baisse des échanges commerciaux. Outre la baisse de la demande extérieure induite par la crise, la vive appréciation de la valeur effective du yen qui a débuté vers la fin 2008 a pesé sur les exportations. Elles ont diminué de 29,3 % au deuxième trimestre 2009 par rapport au même trimestre de l'année précédente (les importations baissant de 17,1 %).

Cependant, le commerce extérieur n'est que l'un des canaux par lesquels les difficultés économiques de certains pays ont pu se transmettre à d'autres. L'imbrication des marchés financiers a également joué un rôle important. L'interdépendance des économies résulte surtout de l'importance primordiale dans l'économie mondiale de firmes multinationales implantées dans de multiples endroits du monde et adoptant des stratégies à un niveau global.

212 Une nette dégradation de la confiance des consommateurs et des entreprises après la faillite de Lehman Brothers

Le durcissement des conditions d'accès au crédit pour les ménages et les entreprises et son impact négatif sur la demande privée étaient déjà perceptibles bien avant la faillite de Lehman Brothers. Le phénomène s'est encore accentué après cet événement, dégradant un peu plus la situation des ménages et des entreprises (cf. *supra* au 1]).

Indices PMI * (indices des directeurs d'achat) dans le secteur manufacturier



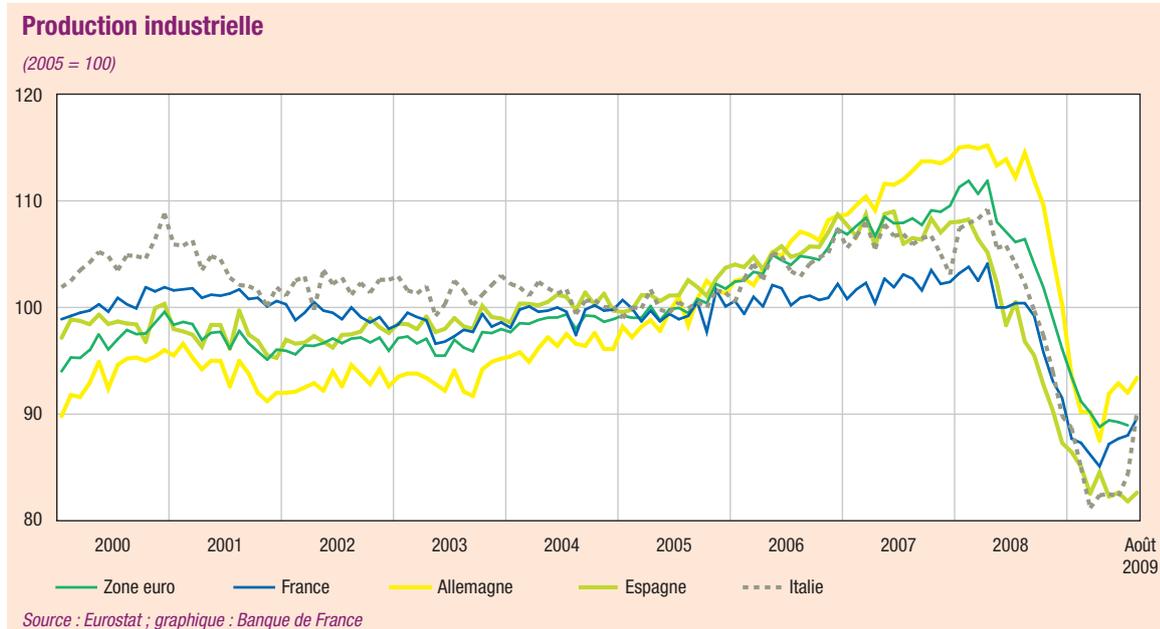
* voir glossaire

Source : NTC Research/Markit

Le « séisme Lehman Brothers » a par ailleurs joué un rôle de catalyseur dans la dégradation de l'activité économique *via* une perte de confiance généralisée des agents économiques. Les niveaux des indicateurs de confiance, déjà nettement orientés à la baisse, ont connu un effondrement à partir de septembre 2008 et n'ont atteint leur point bas qu'à la fin du premier trimestre de 2009, après six mois de chute ininterrompue. Pour les entreprises comme pour les ménages, qui avaient été confrontés depuis plus d'un an à un choc sur les prix des matières premières, à un retournement des marchés immobiliers dans de nombreuses économies et à une dégradation de l'activité et des conditions financières, la faillite de la banque Lehman Brothers a été le signal de détresse du système financier, révélateur du caractère durable de la crise et annonciateur de sa prochaine aggravation.

La crise est alors entrée dans sa phase la plus aiguë, caractérisée notamment par une chute très brutale de la production industrielle, les entreprises cherchant à ajuster leurs stocks à la baisse attendue de la demande, afin notamment de soulager leur trésorerie : autant, à court terme, une baisse de la demande non anticipée peut se traduire par des invendus et donc par un gonflement des stocks, autant à moyen terme, les entreprises cherchent systématiquement à adapter leurs stocks en fonction de leurs anticipations de demande, ce qui explique qu'un ajustement cyclique des stocks soit toujours présent dans les épisodes de récession.

- Aux États-Unis, la variation sur un an de la production industrielle s'est établie à - 13,1 % en juillet 2009. La variation des stocks a contribué pour moitié à la baisse de 1,9 % du PIB enregistrée sur le premier semestre de 2009.
- En zone euro, la baisse de la production industrielle atteignait 15,9 % sur un an en juillet. Sur le premier semestre de 2009, le déstockage a contribué à hauteur de 1,5 point à la baisse de 2,6 % du PIB.
- Au Japon, la production industrielle a baissé de 18,7 % et les stocks de 10,4 % entre août 2008 et août 2009.



L'effondrement brutal et simultané de la production industrielle de l'ensemble des économies (contraction de 20 % en zone euro), accompagné d'un repli du même ordre des échanges internationaux conduisant à un retour à un niveau d'activité de 1997, a pu surprendre. Il s'explique toutefois par l'imbrication des chaînes de production au niveau mondial. Au-delà de sa contribution significative au repli général de l'activité, l'exemple de l'industrie automobile est particulièrement frappant : confrontés à une baisse de la demande, particulièrement sévère dans les pays touchés par des effets de richesse négatifs importants (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne, Irlande...), les constructeurs automobiles ont fortement réduit leur production afin d'écouler leurs stocks à partir de l'automne 2008 ; leur action a été immédiatement imitée par leurs fournisseurs et toute la filière a été rapidement affectée.

3| UNE TIMIDE REPRISE SE DESSINE, MAIS DES INCERTITUDES DEMEURENT ET LE BILAN DE LA CRISE SERA LOURD

311 Les signaux de reprise se multiplient

Depuis le début du deuxième trimestre 2009, une reprise économique semble se mettre en place. Comme la chute qui l'a précédée, l'amélioration de la situation conjoncturelle est commune à l'ensemble des économies.

- Cette amélioration est lisible dans presque toutes les données d'enquêtes disponibles. Les indices PMI dans le secteur manufacturier, par exemple, se sont nettement redressés dans tous les pays pour lesquels ils sont calculés et ont franchi le seuil d'expansion aux États-Unis, en France, au Royaume-Uni ou encore au Japon (cf. graphique page précédente). Les indices pour le secteur des services suivent la même tendance.

Encadré 3 L'économie française dans la crise

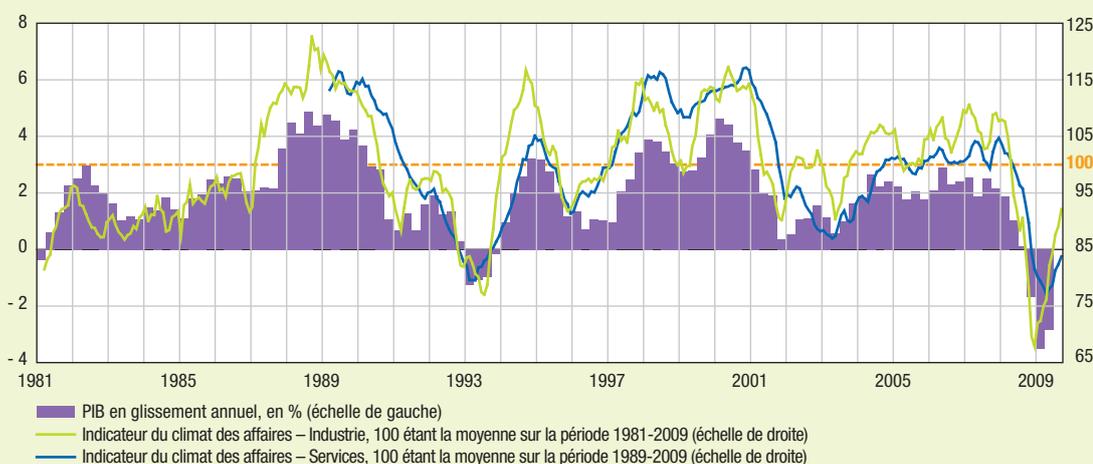
Pourquoi la France a-t-elle mieux résisté que ses partenaires ?

Comme les autres économies industrialisées, la France devrait connaître en 2009 la plus forte chute de son PIB depuis la seconde guerre mondiale, avec un repli d'un peu plus de 2 % selon les dernières prévisions disponibles. Toutefois, l'économie française résiste plutôt mieux à la crise que d'autres : les dernières prévisions de croissance du PIB pour 2009 sont de l'ordre de - 5 % pour l'Allemagne, de - 4 % pour l'ensemble de la zone euro, de 2,5 % à - 3 % pour les États-Unis ou encore de - 5 % à - 6 % pour le Japon. De plus, la France est avec l'Allemagne l'un des premiers pays industrialisés à être sorti techniquement de la récession, avec une croissance du PIB de 0,3 % au deuxième trimestre de 2009.

Pour expliquer cette relative robustesse de l'économie française, plusieurs facteurs ont été avancés :

- **l'importance des stabilisateurs automatiques, qui ont notamment permis une bonne tenue de la consommation des ménages. Le rythme de croissance des dépenses des ménages a certes ralenti, mais la France est l'un des rares pays industrialisés où la consommation s'est accrue par rapport à son niveau de début 2008 ;**
- l'absence de déséquilibres majeurs sur le plan financier ;
- une exposition relativement faible au commerce international comparativement à d'autres économies industrialisées (l'Allemagne en particulier).

Croissance du PIB et climat des affaires en France



Sources : INSEE (PIB), Banque de France (indicateurs climat des affaires)

Des incertitudes demeurent sur la pérennité de la reprise

Au deuxième trimestre, le redressement de la production a concerné toutes les branches, à l'exception de la construction et des industries agroalimentaires. La hausse de la production a été de 0,8 % pour les branches industrielles et de 0,4 % pour les branches non industrielles. Par ailleurs, l'amélioration sensible des données d'enquête depuis la fin du deuxième trimestre laisse supposer que la reprise se poursuivrait.

.../...

La reprise de l'activité devrait pouvoir s'appuyer sur une contribution positive des variations de stocks. Sur les trois derniers trimestres (du quatrième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009), la variation des stocks expliquait les deux tiers de la baisse du PIB, avec une contribution cumulée de -1,7 point pour une baisse de 2,5 % du PIB. Ceci était notamment lié à une stratégie de déstockage massif adoptée dès l'automne 2008 par les constructeurs automobiles, qui s'est répercutée sur toute la filière. Les dernières enquêtes disponibles montrent que le niveau des stocks est désormais revenu sous sa moyenne de long terme.

Cependant, cet effet ne devrait être que temporaire et des incertitudes persistent du côté de la demande. Certes, la consommation des ménages a confirmé sa bonne tenue au deuxième trimestre de 2009, avec une croissance de 0,2 %. Toutefois, celle-ci a été essentiellement portée par la prime à la casse dans l'automobile. De plus, la montée persistante du chômage continuerait de peser sur le pouvoir d'achat des ménages dans les mois à venir.

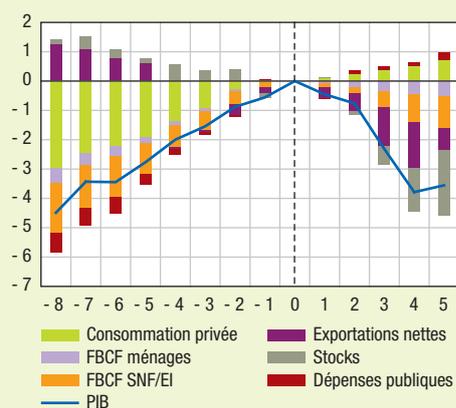
Par ailleurs, la baisse de l'investissement des ménages s'est poursuivie à un rythme très soutenu au deuxième trimestre (-1,8 %, après -1,9 %) et la production dans le secteur de la construction a encore baissé en juillet, de 0,5 %. Enfin, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie est resté en août à un niveau extrêmement faible, à 70,7 %, à peine au-dessus du point bas historique atteint en avril (69,6 %), ce qui limite les perspectives de reprise de l'investissement.

Le comportement des composantes du PIB dans la crise actuelle en France

(entre le 3^e trimestre 2006 et le 2^e trimestre 2009)

Déviations en points du PIB par trimestre, à partir du 1^{er} trimestre 2008

(en volume, aux prix de 2000, prix constants)



Source : INSEE ; calculs Banque de France

- Certains pays, comme la France (cf. encadré 3) et l'Allemagne, qui ont tous deux enregistré une croissance du PIB de 0,3 % au deuxième trimestre 2009, sont techniquement sortis de la récession.
- Pour la zone euro dans son ensemble ainsi que pour les États-Unis, le PIB a encore baissé au deuxième trimestre 2009, mais de manière nettement moins marquée qu'au précédent (-0,1 % après -2,5 % au deuxième trimestre en zone euro, -0,3 % après -1,6 % aux États-Unis). La consommation des ménages s'est par ailleurs légèrement redressée en zone euro (+0,2 %) au cours de ce même trimestre.
- Même si la zone euro n'est pas encore techniquement sortie de la récession, un point bas semble avoir été passé pour la production industrielle ; ainsi, malgré un repli de 0,3 % en juillet, l'indice de la production industrielle a dépassé de 0,2 % son niveau d'avril.

La reprise s'appuie sur plusieurs facteurs.

- L'action des pouvoirs publics a été décisive, avec des *stimuli* budgétaires très importants, la mise en œuvre de politiques monétaires extrêmement accommodantes et le recours à des mesures inédites afin d'assurer la stabilité et l'efficacité du système financier ; en réponse à ces mesures,

la confiance des agents privés s'est redressée et les conditions de financement se sont améliorées ; c'est donc aussi bien la demande privée que la demande publique qui est stimulée par l'action des pouvoirs publics (cf. *infra* chapitre 4).

- La désinflation générée par le repli des cours des matières premières a soutenu le pouvoir d'achat et la consommation des ménages.
- La phase la plus brutale d'adaptation des entreprises à la situation de crise s'achève progressivement ; en particulier, l'investissement des entreprises a nettement moins baissé au deuxième trimestre 2009 qu'au premier dans les principaux pays industrialisés.
- Au second semestre de 2009, la reprise devrait également s'appuyer sur le retournement du cycle des stocks (cf. note 2 de l'encadré 4).
- Enfin, les pays émergents participent au retour de la croissance mondiale, tirée par le rebond du commerce extérieur.

312 De nombreuses incertitudes demeurent

La reprise est fragile et directement menacée par :

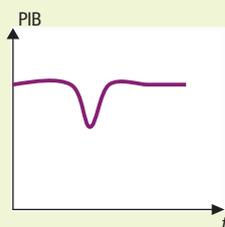
- l'essoufflement progressif de certains *stimuli* budgétaires, tels que les primes à la casse dans l'automobile, qui ont joué un rôle important dans le redressement de l'activité industrielle ; plus généralement, il convient de garder à l'esprit le caractère nécessairement temporaire des mesures exceptionnelles mises en œuvre depuis le début de la crise ;
- le caractère également temporaire du soutien apporté par l'achèvement du cycle de stocks ;
- la situation financière toujours fragile et l'endettement toujours important des agents économiques (cf. dans ce chapitre, « les canaux de transmission de la crise », 3) ;
- la situation de capacités de production excédentaires que connaissent actuellement les industries, compte tenu du niveau actuellement très faible de la production ; en zone euro par exemple, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière a atteint en juillet son plus bas niveau historique, s'établissant à 69,6 %, contre 81,5 % en moyenne depuis 1990 et cette faiblesse limite les perspectives de redressement de l'investissement des entreprises ; un rattrapage, au moins partiel, des pertes enregistrées pour la production industrielle et un retour du taux d'utilisation des capacités de production vers la moyenne de long terme sont toutefois anticipés ;
- la hausse du chômage, encore très forte malgré l'embellie constatée du côté de l'activité, l'emploi s'ajustant avec une certaine inertie aux fluctuations de la production ;
- la correction toujours en cours des marchés immobiliers dans certaines régions, en zone euro notamment, où la production en construction a encore baissé en juillet (- 2,0 % par rapport à juin).

Encadré 4 Les différents profils de reprise économique : « en V », « en U », « en W », « en L »

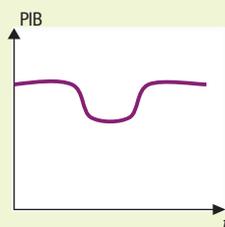
Il a beaucoup été question ces derniers temps dans la presse économique de reprise « en V », « en U », « en W » ou « en L ». Ces qualificatifs font référence au profil que dessine la courbe de l'activité en phase de reprise à court terme. Ainsi, de manière schématisée :

- une reprise « en V » correspond à une récession courte, avec un redémarrage rapide de l'activité ;
- une reprise « en U » correspond au contraire à une phase de récession plus durable, la reprise mettant plus de temps à se confirmer ;
- une reprise « en W » est une reprise de l'activité en deux temps, avec une première phase de redressement suivie d'une rechute de l'activité, avant une deuxième reprise plus durable ; on utilise également l'expression « double dip » (« double baisse ») pour qualifier ce type d'épisode ;
- enfin, une courbe « en L », correspond à une absence de reprise.

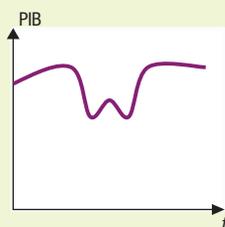
Courbe « en V »



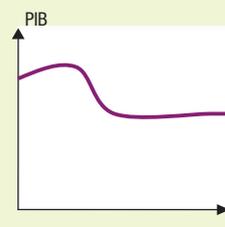
Courbe « en U »



Courbe « en W »



Courbe « en L »



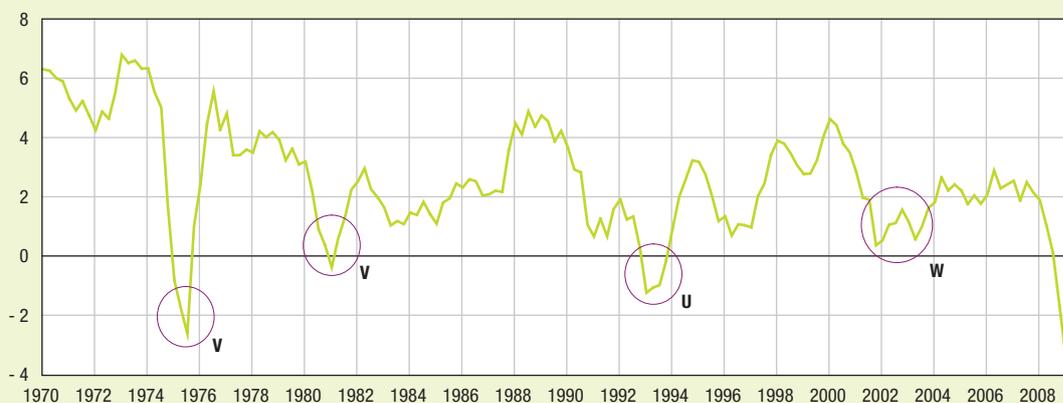
Ces termes sont purement descriptifs. La plupart des économistes les appliquent aux séries de croissance du PIB. Une petite minorité les applique cependant aussi au PIB en niveau.

À titre d'exemple, dans le cas de la croissance du PIB français mesurée par le glissement annuel (cf. graphique ci-dessous) :

- les reprises constatées après les récessions de 1974 et de 1980 semblent décrire des courbes « en V » ;
- l'épisode de 1993 s'apparente plutôt à une courbe « en U » ;
- le ralentissement de 2002, qui ne s'est pas traduit par une récession à proprement parler, mais qui a été très net, suit clairement une courbe « en W » (la reprise amorcée grâce à une bonne tenue de la demande intérieure a été rapidement contrariée par une dégradation des exportations nettes).

Glissement annuel du PIB en France

(en volume)



Source : INSEE

.../...

Une étude menée par le FMI¹ montre que les reprises économiques sont plus lentes après des crises financières qu'après des crises liées à d'autres types de chocs, sur le prix du pétrole, par exemple. Ceci semble se confirmer dans le cas de la France pour les épisodes de 1974 et 1980 (chocs pétroliers) et de 1993 et 2002 (crises financières). Le FMI constate par ailleurs que les crises synchronisées sont plus durables, ce qui est peu rassurant dans le cas actuel, avec une crise véritablement mondiale. En revanche, un autre élément mis en évidence dans cette étude est plus encourageant : les politiques monétaires et budgétaires jouent un rôle particulièrement important pour mettre fin aux crises et conforter les reprises économiques. Or, dans la crise actuelle, les politiques mises en œuvre sont d'une ampleur sans précédent.

De fait, au vu des dernières évolutions conjoncturelles, l'action rapide des politiques économiques semble avoir permis d'éviter un scénario « en U » ou « en L » dans la crise actuelle. Un risque de rechute de l'activité (scénario « en W ») n'est toutefois pas à écarter : un nouveau ralentissement pourrait en effet intervenir une fois que le traditionnel soutien du cycle des stocks² se sera essouffé, si l'impact des politiques économiques s'amenuise. Par ailleurs, les marchés du travail continuent de se détériorer, ce qui constitue un facteur de fragilité supplémentaire. La reprise reste donc à confirmer et il convient de rester vigilant.

Plus généralement, au-delà des différents profils évoqués, se pose aussi la question de la pérennité de la reprise, c'est-à-dire du nombre de trimestres/d'années pendant lesquels l'économie s'inscrit sur sa nouvelle trajectoire. Cela importe pour les effets à long terme de la crise économique, au-delà des effets à court terme.

Appliqué au taux de croissance, un retour à la croissance antérieure au bout de quelques années (voir schéma des reprises « en V », « en U » ou « en W », ci-dessus) est cohérent avec un effet sur le niveau du PIB à long terme : en effet, pendant quelques années, l'économie progresse à un rythme inférieur à sa moyenne antérieure. C'est l'image des « années perdues » (voir scénario b — « effet sur le niveau du PIB » — dans l'encadré 2 « Quel sera l'impact de la crise actuelle sur la croissance à long terme ? »). Au contraire, un schéma de reprise forte « en V » ou « en U », autoentretenu au-delà des premières années, avec une croissance supérieure à la moyenne antérieure, permettrait de rattraper les pertes de croissance de la période de crise (voir scénario a — « trou d'air » — dans l'encadré 2).

1 FMI, *World Economic Outlook*, avril 2009, ch. 3 : "From recession to recovery : how soon and how strong?"

2 En période de récession, les entreprises réduisent leur production davantage que ne l'exigerait le ralentissement de la demande, de manière à réduire leurs stocks. Une fois les stocks ramenés à un niveau conforme aux attentes des entrepreneurs, la demande sera satisfaite par davantage de production et moins de déstockage, ce qui apportera, toutes choses égales par ailleurs, un supplément de croissance du PIB.

313 Une hausse généralisée du taux de chômage

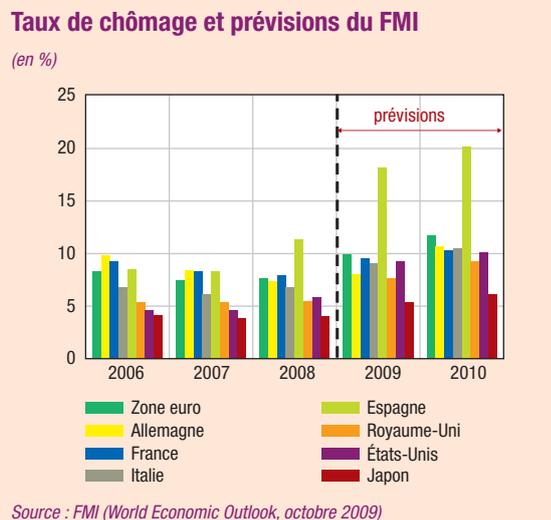
Le bilan de la crise en termes de pertes d'emploi sera vraisemblablement assez lourd. Au niveau mondial, l'Organisation internationale du travail (OIT) estime entre 219 et 241 millions⁴ le niveau auquel la crise pourrait porter le nombre de chômeurs dans le monde en 2009 (180 millions en 2007). Le taux de chômage s'est d'ores et déjà considérablement redressé dans les principales économies industrialisées, alors que l'ajustement de l'emploi est encore en cours, à un rythme toutefois plus modéré qu'en début d'année 2009.

- Aux États-Unis, le taux de chômage atteignait 9,4 % en juillet 2009, en hausse de 3,6 points sur un an.
- Dans la zone euro, le taux de chômage s'est redressé de 2 points en un an, pour atteindre 9,5 % en juillet 2009. La situation est très contrastée entre les pays. Ainsi, en Irlande et en Espagne, le chômage a fortement progressé, du fait de la dégradation du marché immobilier (baisse des constructions de logements) qui a entraîné des pertes d'emplois considérables dans ce secteur entre juillet 2008

4 OIT (2009) : "Key Indicators of the Labour Market", 6^{ème} édition

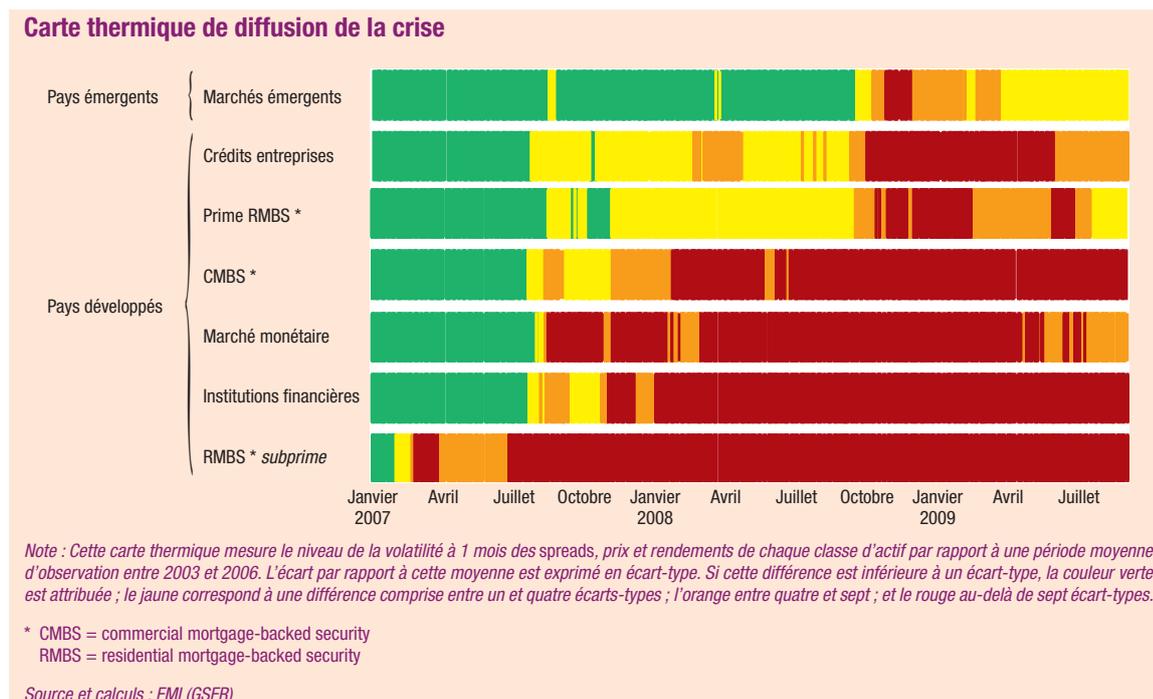
et juillet 2009. Le taux de chômage est ainsi passé de 6,0 % à 12,5 % en Irlande et de 11,4 % à 18,5 % en Espagne. En Allemagne en revanche, l'existence de mécanismes de réduction du temps de travail en cas de baisse d'activité a permis de limiter, au moins temporairement, la hausse du taux de chômage. Celui-ci s'est établi à 7,7 % en juillet 2009, contre 7,2 % un an auparavant. Dans l'ensemble de la zone euro, les incertitudes en matière d'emploi auxquelles sont confrontés les ménages pourraient durer davantage qu'aux États-Unis, où le cycle de l'emploi est généralement plus court.

- Le Japon n'est pas épargné par la dégradation de l'emploi : le taux de chômage s'est redressé de 1,7 point en un an, passant de 4,0 % en juillet 2008 à 5,7 % en juillet 2009. La baisse marquée depuis le début de 2009 du ratio des offres d'emploi par rapport aux demandes suggère que les difficultés vont sans doute aller en s'amplifiant.



4 | L'IMPACT DE LA CRISE SUR LES PAYS ÉMERGENTS

S'il n'y a pas eu de vrai découplage entre pays développés et pays émergents, ces derniers ont commencé à subir les conséquences de la crise financière et économique avec un certain retard.



Selon les dernières prévisions du FMI ⁵, l'activité économique dans les pays émergents et en développement devrait fortement ralentir en 2009, avec une croissance de 1,7 %, contre 6 % en 2008, et enregistrer un rebond en 2010, la croissance atteignant alors 5,1 %. Par rapport aux prévisions réalisées en mars, qui tablaient sur une croissance de 2 % en 2009 et de 4,2 % en 2010, la situation serait donc un peu plus dégradée en 2009 mais légèrement plus favorable en 2010.

Les pays émergents n'ont pas été frappés de la même façon par la crise financière et l'impact n'a pas eu partout la même ampleur.

- Les **pays émergents d'Europe centrale et orientale** ont surtout été touchés par les répercussions du phénomène de *deleveraging*. Pendant des années, la croissance du levier des banques a nourri une forte croissance du crédit, qui répondait à d'importants besoins de financement d'investissements structurels dans cette région. L'effondrement de la distribution du crédit a été aussi fort mais plus brutal que ne l'avait été sa croissance auparavant, entraînant plusieurs conséquences : une forte hausse des *spreads* sur la dette extérieure, la détérioration des marchés actions et une pression de plus en plus forte sur les monnaies locales. En outre, la détérioration des conditions financières a conduit les banques à enregistrer des dépréciations sur leurs actifs (surtout des prêts), érodant le capital et réduisant la qualité des autres actifs pour les filiales et les banques-mères. Or, la plupart des pays émergents d'Europe sont dépendants des banques d'Europe occidentale (surtout Autriche, Belgique, Allemagne, Italie et Suède) qui possèdent la majorité des banques locales. Les difficultés des banques occidentales sont à l'origine de celles des banques d'Europe de l'Est, lesquelles nourrissent à leur tour les problèmes de leurs maisons-mères selon un processus autoentretenu.
- Les problématiques de financement transfrontière ⁶ ont été plus limitées en Asie et en Amérique latine car ces régions disposaient de réserves de change plus importantes et de marchés de financement locaux plus profonds.

La crise s'est davantage diffusée par le canal du commerce international, notamment à cause de l'effondrement des volumes échangés en Asie, qui a réduit considérablement les revenus des pays. Les besoins de financement ont donc augmenté au moment où les sources de financement extérieures se tarissaient, où les fonds spéculatifs (source majeure de capital pour les entreprises asiatiques) tentaient de se débarrasser de leurs actifs devenus illiquides et où les banques réduisaient leur levier.

Les banques asiatiques et d'Amérique latine ont cependant été plus épargnées qu'en Europe car elles étaient bien capitalisées et se finançaient en partie sur les marchés locaux.

Dans de nombreux pays émergents, les pouvoirs publics ont mis en place des mesures de soutien afin de limiter l'impact négatif du *deleveraging* et l'aversion pour le risque. Les banques centrales ont étendu la fourniture de liquidité et plusieurs États ont élargi leur couverture des dépôts, même si la capacité de certains d'entre eux à y parvenir de manière crédible est parfois limitée, notamment quand les dépôts sont libellés en dollars. Certaines banques centrales ont amélioré le financement transfrontière en fournissant des dollars à leurs banques grâce à des accords de *swaps* de devises.

⁵ World Economic Outlook, octobre 2009

⁶ En avril 2009, le FMI estimait que les pays émergents devraient faire face à des besoins de financement de 1 600 milliards de dollars en 2009 et 1 800 milliards de dollars en 2012. En part du PIB, cela représente 9 % du PIB en Asie, 19% pour l'Europe émergente et 8 % pour l'Amérique latine.

En mars 2009, le G 20 s'est engagé à fournir 250 milliards de dollars pour aider le commerce et le crédit à l'exportation des pays émergents. Il a également augmenté substantiellement les ressources du FMI et introduit un dispositif d'octroi de lignes de crédit modulable (cf. chapitre 6, « les nouveaux acteurs de la stabilité financière », 3|1).

Les dispositifs de soutien étatiques pourraient pourtant générer de nouvelles difficultés. Les dépenses engagées ont, comme dans les pays développés, aggravé la situation des finances publiques et poussé à la hausse les primes de risque souverain. Les agences de notation ont dégradé la notation de la dette souveraine de plusieurs pays émergents, rendant plus difficile le financement de marché.

À l'automne 2009, la conjoncture au sein des économies émergentes n'est pas homogène. La croissance des pays émergents en 2009 est le fait de quelques grands émergents, comme la Chine et l'Inde. Phénomène notable, la Chine recommence à importer pour sa consommation finale, au-delà de l'énergie et du commerce d'assemblage. Ailleurs, les signaux favorables se concentrent en Asie, alors que l'Europe émergente, la Russie et l'Amérique latine sont toujours en récession. À ce stade, les signaux favorables ne doivent pas être surestimés, ceux-ci étant pour une large part dus à des facteurs non pérennes, plans de relance et hausse des prix des matières premières.

Encadré 5 La transmission de la crise aux émergents et les différents enseignements qui peuvent en être tirés

Depuis septembre 2008, et plus particulièrement depuis la faillite de Lehman Brothers, les pays émergents et en développement sont rattrapés par la crise. Leur faible exposition directe aux subprime avait laissé espérer, un temps, un découplage entre ces économies et celles des pays avancés. Mais les canaux de transmission des turbulences financières se sont peu à peu révélés.

Les pays émergents et en développement ont été affectés par un triple choc exogène : un tarissement de la liquidité internationale, un effondrement de la demande mondiale renforcé, dans certains cas, par une baisse rapide des prix des matières premières.

- Dix ans après la crise asiatique, les économies émergentes sont progressivement redevenues plus ouvertes aux capitaux étrangers, notamment à travers la forte augmentation des créances transfrontières des banques étrangères sur ces économies. En 2008, les flux de capitaux à destination des pays émergents et en développement ont enregistré une forte correction (une baisse de plus de 500 milliards de dollars), liée à des sorties bancaires, tout en demeurant positifs. En 2009, la situation s'est aggravée et même les investissements directs à l'étranger (IDE) ont été affectés. Ainsi, en deux ans, la chute des flux de capitaux vers les pays émergents a été importante : de près de 700 milliards de dollars d'entrées nettes de capitaux privés en 2007, on assisterait à des sorties nettes qui pourraient s'élever à plus de 50 milliards de dollars en 2009 selon les prévisions du FMI¹.

- À l'inverse, il faut noter la particularité du Brésil où, pour contenir l'appréciation du real, une taxe de 2 % a été mise en place sur les flux de capitaux entrants investis en produits de taux ou en actions.

- Après avoir affecté le bas de la balance des paiements des pays émergents (compte de capital et compte financier), la crise s'est propagée vers le haut de la balance (compte de transactions courantes).

¹ World Economic Outlook d'octobre 2009

.../...

Toutes les zones géographiques ont été affectées, quoiqu'inégalement. Les exportations des pays émergents, après avoir enregistré une croissance inférieure à 5 % en 2008, se contracteraient de 7,2 % en 2009. Les pays d'Asie et de l'Europe émergente, avec une contribution des exportations au PIB en moyenne supérieure à 50 %, sont les plus affectés par le choc de demande mondiale. Les pays d'Amérique latine apparaissent un peu moins exposés, même si certains pays comme le Mexique ou le Venezuela ont un secteur exportateur très sensible au ralentissement de la demande des pays avancés.

- Un autre facteur de vulnérabilité réside dans la forte volatilité du prix des matières premières observée pendant la crise. Pour les pays producteurs, elle modifie les termes de l'échange et rend incertain le niveau des recettes fiscales attendues. Ainsi la baisse du cours du pétrole enregistrée entre juillet et décembre 2008 (de 133,6 dollars à 41,3 dollars) et celle des autres matières premières à l'automne 2008 ont considérablement pesé sur les économies du Venezuela, du Mexique ou encore des pays du Golfe arabo-persique. Des pays comme l'Argentine ou l'Afrique du Sud ont, quant à eux, été plus particulièrement sensibles aux évolutions des prix agricoles et miniers. La nouvelle hausse des prix des matières premières laisse présager une légère amélioration des comptes courants de ces pays producteurs. A contrario, pour les pays émergents importateurs de matières premières, si le mouvement baissier initial a limité l'ampleur des effets de la crise, un retour à la hausse des cours devrait leur être néfaste.

- En outre, certains flux de financement extérieurs devraient aussi se contracter comme les transferts des migrants ou les investissements directs. Enfin, la crise actuelle se traduit aussi par une forte réduction des recettes budgétaires et une augmentation substantielle des besoins de financement.

Quels premiers enseignements peut-on tirer de la transmission de la crise aux économies émergentes ?

- **Une première caractéristique marquante de la crise actuelle est qu'elle touche tous les pays, y compris ceux qui disposaient d'importantes réserves de change.** Partant de l'expérience des crises précédentes, et en particulier de la crise asiatique de la fin des années quatre-vingt dix, de nombreux pays émergents avaient accumulé d'importantes réserves de change. Ces réserves étaient perçues comme une assurance contre toute forme de retournement des flux internationaux de capitaux et, dans une certaine mesure aussi, comme une garantie d'indépendance vis-à-vis du FMI. Pourtant, la crise actuelle a aussi affecté ces pays, telles la Russie ou la Corée du Sud.

- **En second lieu, cette crise de liquidité a mis en évidence la nécessité de réformer le cadre collectif de gestion des crises,** et en particulier d'organiser la fourniture de liquidité, en l'absence de prêteur international en dernier ressort. Les autorités publiques ont dû répondre dans l'urgence au tarissement de la liquidité privée internationale. Les initiatives bilatérales, régionales et multilatérales se sont multipliées, notamment des swaps ont été accordés par les grands émetteurs de devises internationales, la Fed et l'Eurosystème. Ensuite, un renforcement sans précédent des ressources des institutions financières internationales, dont le triplement des ressources du FMI, a été décidé par le G 20. Enfin, les instruments de prévention et d'intervention, avec par exemple l'introduction de la nouvelle facilité (flexible credit line) du FMI, ont aussi été réformés.

- **Cependant, on constate que les efforts préalables d'assainissement macroéconomique ont permis de mieux affronter la crise mondiale.** Si tous les pays émergents sont atteints par la crise, ils ne l'affrontent pas de manière analogue, et tous ne disposent pas des mêmes marges de manœuvre budgétaires et monétaires. Même si on a constaté des améliorations substantielles dans beaucoup de pays depuis la crise de 1997, les sources traditionnelles de vulnérabilité de ces pays n'ont pas pour autant disparu et elles expliquent en grande partie les différences actuelles de résilience de ces pays face à la crise. Parmi ces vulnérabilités initiales, on peut citer l'état de leur stock de dette (publique et externe), sa composition, ou encore l'état de leurs déficits (courants et publics). Les pays paraissant résister le mieux à la crise sont ceux qui sont le moins sujets à ces vulnérabilités financières et structurelles.

PARTIE 2

LA GESTION
PUBLIQUE
DE LA CRISE

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

*Extraits de l'allocution d'ouverture de **Jean-Paul Redouin**, sous-gouverneur de la Banque de France, devant l'Association des marchés de taux en euros, avril 2008*

QU'EST-IL ARRIVÉ AUX ACTIFS ?

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

Trois remarques simples permettent d'illustrer ce propos :

- Premièrement, la prolifération des structures hors bilan engagées dans la **transformation d'échéances** a constitué un facteur supplémentaire de déstabilisation des marchés. Ces structures, dépourvues des « coussins de sécurité » que procurent les fonds propres, se sont trouvées dans l'incapacité de détenir des actifs illiquides longs lorsque les investisseurs ont décidé de ne pas renouveler les financements accordés à court terme à ces structures, ce qui a provoqué une vague de ventes forcées et donc une baisse des prix.
- Deuxième observation : les canaux de fourniture de liquidité dépendant des actifs titrisés et structurés sont, de par leur nature même, fragiles : ils s'appuient sur des instruments innovants, dépourvus de marchés secondaires profonds et robustes. L'opacité et la complexité des produits ont constitué des obstacles importants à l'apparition de tels marchés secondaires et à l'existence de prix de marché observables.
- Enfin, en utilisant des instruments financiers à fort effet de levier, les émetteurs ont accru la probabilité d'occurrence d'une situation d'illiquidité sur le marché, tout en donnant aux investisseurs une impression trompeuse de liquidité abondante.

QU'EST-IL ARRIVÉ AU MARCHÉ MONÉTAIRE ?

Le marché monétaire est aujourd'hui confronté à un véritable bouleversement, qui peut être analysé de différents points de vue. Premièrement, le bouleversement se produit au niveau des **échéances** : sur les horizons les plus courts (inférieurs à une semaine), la liquidité est abondante. Il est également possible de se procurer de la liquidité sur des durées supérieures à 1 ou 2 ans. Mais entre ces deux échéances, on constate un assèchement de la liquidité (à 1 mois, 3 mois et 6 mois), la seule entité fournissant de la liquidité sur ces horizons à moyen terme étant en fait la banque centrale.

[...]

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

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

LE RÔLE DES BANQUES EN TANT QUE FOURNISSEURS ET GESTIONNAIRES DE LIQUIDITÉ

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

L'intermédiation bancaire permet ainsi d'assouplir les contraintes de crédit qui pèsent sur les agents non financiers.

Au cours des dernières décennies, le système financier a développé une approche plus efficace de la gestion de la liquidité. Grâce aux innovations financières, les banques sont passées d'un modèle *originate-to-hold* (octroi et détention du crédit) à un modèle *originate-to-distribute* (octroi puis cession du crédit) et se reposent davantage sur les financements de marché. Cela a permis un assouplissement supplémentaire des contraintes de crédit dans l'économie, la croissance des prêts pouvant être partiellement déconnectée de celle des dépôts bancaires. Cependant, les institutions financières ont probablement été trop confiantes dans leurs techniques de gestion actif/passif, qui sont devenues de plus en plus sophistiquées. En période de crise, les institutions financières ont rencontré plus de difficultés que prévu à ajuster rapidement leur gestion actif/passif. Il existe donc probablement une limite à l'optimisation de cette gestion et c'est une leçon à retenir pour le futur.

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

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

L'évolution des politiques monétaires

1 | L'ADAPTATION DU DISPOSITIF OPÉRATIONNEL

« L'élaboration de la politique monétaire consiste à fixer le taux directeur à un niveau compatible avec les objectifs macroéconomiques de la banque centrale [...], tandis que la gestion de la liquidité consiste à permettre au marché monétaire de fonctionner « normalement », de telle sorte que les impulsions de politique monétaire puissent être transmises efficacement au reste de l'économie ». ¹

Encadré 6 Fixation des taux directeurs et formation des taux d'intérêt

Pour atteindre leurs objectifs, au premier rang desquels figure la stabilité des prix, les banques centrales disposent principalement d'un instrument : la fixation du taux directeur qui correspond généralement à un taux d'intérêt à très court terme (de un à quelques jours) auquel les banques commerciales se refinancent auprès de la banque centrale. La modification de ce taux constitue donc le premier maillon d'une longue chaîne de causes à effets reliant les décisions de politique monétaire au niveau général des prix.

Les taux directeurs

On a assisté, durant la crise, à une remarquable convergence des cadres opérationnels des banques centrales des grands pays industrialisés. La plupart d'entre elles, à l'exception de la Banque du Japon, utilisent à présent un corridor de taux d'intérêt, dont la fonction est de maintenir l'évolution du taux de l'argent au jour le jour dans un intervalle délimité par les facilités permanentes de part et d'autre du taux de refinancement. L'Eurosystème utilise, depuis sa création, deux facilités de ce type : une facilité de prêt, qui fixe une borne supérieure pour le taux de l'argent au jour le jour et qui correspond au taux d'intérêt auquel les banques peuvent emprunter des liquidités en fin de journée ; une facilité de dépôt, qui fixe une borne inférieure au taux de l'argent au jour le jour et qui correspond au taux auquel sont rémunérés les dépôts des banques auprès de la banque centrale. L'ensemble constitué par les taux des facilités permanentes et le taux minimal des opérations principales de refinancement forme les taux directeurs de l'Eurosystème.

Les canaux de transmission de la politique monétaire

Le niveau et les mouvements des taux directeurs influencent l'économie à travers essentiellement deux canaux de transmission : celui des taux d'intérêt et celui du crédit.

Le canal des taux d'intérêt

Il existe, sur les marchés financiers, un grand nombre de taux d'intérêt, qui correspondent chacun à une durée et une catégorie d'emprunteurs déterminées. On peut les représenter par une « courbe des taux », qui définit, pour une catégorie donnée d'emprunteurs, le taux des emprunts à chaque maturité (trois mois, six mois, un an,

.../...

¹ Extrait du discours de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France : « La conduite de la politique monétaire en période de tensions financières », European Banking and Financial Forum, Prague, avril 2008, www.banque-france.fr/fr/institut/telechar/discours/2008/disc20080401.pdf

deux ans, dix ans... et jusqu'à trente ou quarante ans). La courbe des taux présente généralement une pente positive, les taux à long terme étant supérieurs aux taux courts. C'est à travers la courbe des taux, son niveau et sa pente que les changements de taux directeurs se diffusent à l'économie. La forme de la courbe des taux est donc essentielle pour la transmission de la politique monétaire. Elle dépend principalement de trois facteurs :

- *l'évolution anticipée des taux courts. On montre, en effet, que si les marchés anticipent une hausse des taux courts, les taux longs vont également monter en proportion. En fait, le taux à dix ans, par exemple, est égal à la combinaison des (dix) taux à un an anticipés pour chacune des dix années à venir ;*
- *l'incertitude qui affecte ces anticipations de taux : elle se matérialise par une prime de risque spécifique. Plus les anticipations de taux courts sont incertaines, plus les taux longs sont élevés. C'est une des raisons pour lesquelles les banques centrales s'attachent à préserver leur crédibilité : avec des anticipations bien ancrées, les primes de risque sont moins élevées ;*
- *l'offre et la demande de titres qui affectent les taux longs aux différentes échéances. Par exemple, si les compagnies d'assurance accroissent leur demande de titres d'État à dix ans, le prix de ces titres augmente et leur taux baisse. À l'inverse, si le déficit budgétaire se creuse, l'État doit émettre plus de titres, leur offre s'accroît, leur prix baisse, et le taux d'intérêt que doit consentir l'État émetteur s'élève. En déterminant ses taux directeurs, la banque centrale vise à agir sur l'ensemble des taux qui affectent l'économie nationale : une variation du taux directeur provoque, toutes choses égales par ailleurs, un déplacement de la courbe des taux, au moins sur sa partie courte ; si la banque centrale est crédible, elle peut également, à travers sa communication, influencer les anticipations d'inflation, donc la pente de la courbe de taux ; il faut noter enfin que l'économie réagit au niveau et aux variations qu'enregistrent les taux d'intérêt réels, c'est-à-dire la différence entre les taux nominaux dégagés par le marché et l'inflation anticipée. La banque centrale agit également sur l'inflation anticipée, donc sur les taux réels, selon qu'elle est plus ou moins crédible.*

Le canal du crédit

Tous les agents économiques, ménages ou entreprises, n'ont pas directement accès aux marchés financiers. Beaucoup dépendent du crédit bancaire. Le canal du crédit bancaire est donc important pour la transmission de la politique monétaire. Ce canal est complémentaire de celui des taux. Les taux d'intérêt déterminent le coût des ressources que les banques se procurent sur les marchés monétaire (à court terme) ou financiers (à long terme). Ainsi, plus leurs ressources sont chères, moins les banques sont incitées à prêter et plus elles prêtent à taux élevé ; la demande de crédit, dans ce cas, diminue. La politique monétaire a donc un impact à la fois sur les conditions et sur le volume du crédit distribué dans l'économie. Ces variations du volume et des conditions des prêts bancaires affectent à leur tour les dépenses d'investissement et de consommation.

Les banques centrales, et particulièrement la Banque centrale européenne, ont mis en place des mesures de soutien à la liquidité à court terme selon plusieurs axes : allongement des maturités de leur facilité de refinancement, mise en place de financement en devises, élargissement de la gamme des contreparties éligibles, extension de périmètre du collatéral admissible au refinancement et modification des procédures d'appels d'offre afin d'offrir des montants illimités de liquidité. De plus, les assouplissements monétaires *exceptionnels* ont conduit les taux directeurs à des niveaux *exceptionnellement bas*.

Les mesures de soutien à la liquidité				
Dates	Banque centrale européenne	Banque d'Angleterre	Système fédéral de réserve	Banque du Japon
Décembre 2007 Janvier 2008	Fourniture de 10 milliards de dollars <i>via</i> un repo de 28 jours	Adjudications de dollars	Adjudications bi-hebdomadaires, collatéral très large	
Mars	Nouvelles opérations de fourniture de liquidité en dollars (15 milliards) : <i>term auction facility</i> (TAF) (cf. <i>infra</i> 2 2)		Création de la <i>term securities lending facility</i> (TSLF) permettant aux <i>primary dealers</i> d'échanger du collatéral contre des titres du Trésor Création de la <i>primary dealer credit facility</i> (PDCF), facilité d'emprunt permanente destinée aux <i>primary dealers</i>	
Avril		<i>Special liquidity scheme</i> : <i>swap</i> de titres de moindre qualité contre <i>gilt</i>		
Mai	Le montant des TAF à 28 jours est porté de 15 à 25 milliards de dollars.			
Juillet	Introduction d'une TAF à 84 jours de 28 milliards de dollars		Introduction d'une TAF à 84 jours	
Septembre	Introduction d'une TAF <i>overnight</i> de 40 milliards de dollars. Le montant des TAF 28 et 84 jours passe à 110 milliards de dollars.	Introduction d'une TAF <i>overnight</i> de 40 milliards de dollars		
	Action concertée : introduction d'une TAF de maturité une semaine Augmentation des lignes de <i>swap</i> avec la Fed de 120 à 240 milliards de dollars	Augmentation des lignes de <i>swap</i> avec la Fed de 40 à 80 milliards de dollars	Élargissement du collatéral éligible à la PDCF et à la TSLF. Le montant de la TSLF passe à 200 milliards de dollars.	
Octobre	Action concertée : passage à une TAF à taux fixe préannoncé avec <i>full allotment</i> pour les TAF à 7, 28 et 84 jours. Le montant en dollars mis à disposition par la Fed devient illimité. Introduction d'une TAF hebdomadaire à 7 jours	Création d'un <i>discount window facility</i> discrétionnaire permettant aux banques d'échanger une large variété de collatéral contre des <i>gilts</i> ou éventuellement du <i>cash</i> .	Lignes de <i>swap</i> à la Banque du Mexique, du Brésil, de Singapour et de Corée du Sud (30 milliards de dollars chacune)	
				Annonce d'un programme d'achat massif (3 000 milliards de yen) de billets de trésorerie Facilité de refinancement permettant aux banques d'apporter en collatéral des obligations <i>corporate</i> pour un montant illimité
Janvier 2009	Modification des règles sur le collatéral concernant les ABS : à partir du 1 ^{er} mars, ils devront être AAA à l'émission et au minimum A durant leur vie.			

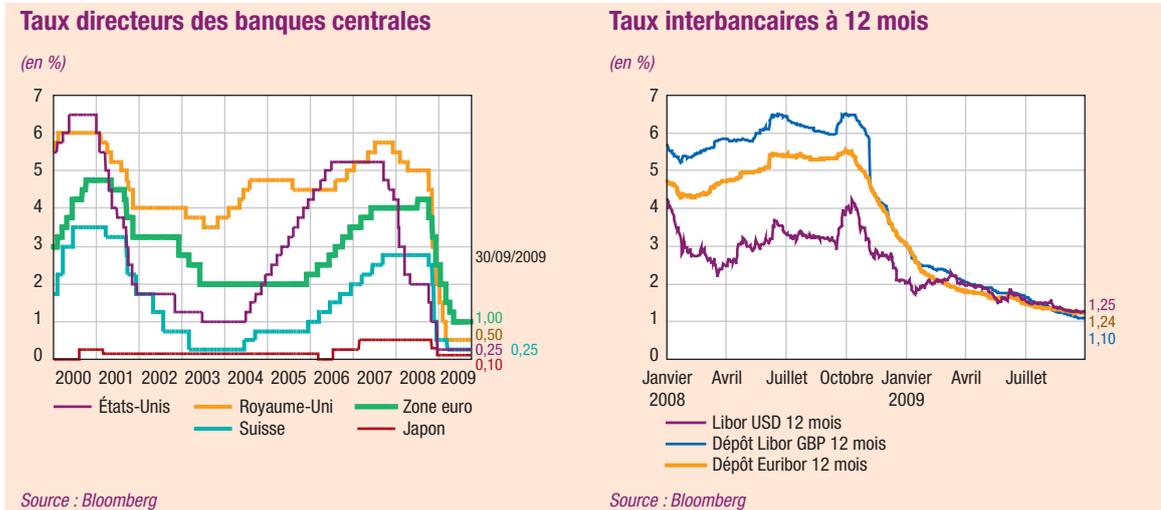
Dates	Banque centrale européenne	Banque d'Angleterre	Système fédéral de réserve	Banque du Japon
Février				Annnonce d'un programme détaillé (1 000 milliards de yen) d'achats d'obligations <i>corporate</i> (notées au moins A et avec une maturité résiduelle inférieure à 1 an)
Mars				Annnonce de la souscription par la Banque du Japon de prêts subordonnés (jusqu'à 1 trillion de yen) émis par les banques afin de renforcer leurs fonds propres <i>Tier Two</i>
Avril			Mise en place de lignes de <i>FX-swaps</i> avec la BCE, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse jusqu'au 30 octobre 2009	Élargissement du collatéral éligible aux prêts à l'État, aux municipalités et à ceux bénéficiant de garanties publiques
Mai	Durée maximale des opérations d'apport de liquidité aux banques portée de 6 mois à 1 an maximum			
Juin	Accords de <i>swap</i> de devises entre la Fed et la BCE prolongés jusqu'en février 2010			
Juillet			Réduction des montants alloués <i>via</i> la TAF à 100 milliards de dollars contre 125 précédemment	
Octobre				Annnonce de l'arrêt fin décembre 2009 du programme d'achat d'obligations et de billets de trésorerie

Les baisses de taux directeurs

Dates	Banque centrale européenne	Banque d'Angleterre	Système fédéral de réserve	Banque du Japon
Octobre 2008	Action concertée* : baisse des taux directeurs de 50 pb			Baisse de 20 pb du taux directeur, à 0,20 %
Novembre	Baisse des taux de 50 pb, à 3,25 %	Baisse des taux de 150 pb, à 3 %		
Décembre	Baisse des taux de 75 pb, à 2,50 %	Baisse des taux de 100 pb, à 2 %	Baisse du taux cible des <i>Fed funds</i> de 1 %, à une fourchette entre 0 % et 0,25 %	Baisse du taux directeur de 10 pb, à 0,10 %
Janvier 2009	Baisse des taux de 50 pb, à 2 %	Baisse des taux de 50 pb, à 1,50 %		
Février		Baisse des taux de 50 pb, à 1 %		
Mars	Baisse des taux de 50 pb, à 1,5 %	Baisse des taux de 50 pb, à 0,5 %		
Avril	Baisse des taux de 25 pb, à 1,25 %			
Mai	Baisse du taux directeur de 25 pb, à 1 %			

Note : pb = points de base

* Avec également les banques centrales du Canada, de Suède et de Suisse



Mais la sévérité de la crise a rendu partiellement inopérantes les voies traditionnelles de transmission de la politique monétaire (cf. encadré 6). Cette situation peut devenir encore plus préoccupante si les anticipations de baisse des prix conduisent à une situation de déflation (baisse généralisée et prolongée du niveau des prix). Pour éviter ce scénario, les banques centrales ont dû modifier leur cadre opérationnel et introduire des mesures innovantes dites « non conventionnelles ».

2 | LES MESURES NON CONVENTIONNELLES

Les mesures non conventionnelles visent à rétablir le fonctionnement normal des canaux de transmission de la politique monétaire en utilisant d'autres armes que celle des taux directeurs. Elles ont été mises en œuvre par les grandes banques centrales, successivement : en décembre 2008 par le Système fédéral de réserve américain, en janvier 2009 par la Banque d'Angleterre et en juin 2009 par la Banque centrale européenne.

211 Présentation des objectifs et du fonctionnement des mesures non conventionnelles

On peut distinguer trois grandes catégories de mesures non conventionnelles, susceptibles d'être combinées. Ces mesures visent respectivement à :

- augmenter massivement la quantité de monnaie en circulation dans l'économie. On parle alors de *quantitative easing* (assouplissement quantitatif) ;
- agir sur la pente de la courbe des taux en s'engageant sur la trajectoire future des taux directeurs de façon à orienter les anticipations des agents ;
- débloquer les marchés de crédit en achetant directement des titres sur ces marchés afin de peser sur les primes de risque. On parle dans ce cas de *credit easing* (assouplissement des conditions de crédit).

Le recours à la monnaie centrale, ou base monétaire, comme instrument de régulation de la liquidité vise à contourner l'obstacle du blocage des taux d'intérêt. La banque centrale tente de « saturer » la demande de monnaie des agents économiques, en espérant que ceux-ci dépenseront directement leurs encaisses excédentaires. C'est pourquoi, très souvent, l'offre de monnaie est canalisée vers le seul agent dont on est certain qu'il dépensera : l'État *via* son déficit budgétaire. Les politiques d'achat de titres de la dette publique par les banques centrales représentent donc une des formes les plus utilisées de *quantitative easing*.

La banque centrale a également la possibilité d'agir sur la courbe des taux en influençant les anticipations. Pour ce faire, elle peut s'engager explicitement à maintenir son taux directeur à un niveau très bas (voire nul) pour une période de temps significative. Elle peut également définir les conditions préalables à une augmentation future de ce taux : par exemple, garantir qu'aucune hausse n'interviendra tant que l'inflation n'aura pas atteint un certain niveau. Cette stratégie est encore plus efficace si la banque centrale s'est dotée, dans son cadre général de politique monétaire, d'une définition chiffrée de la stabilité des prix, qui sert alors de référence explicite. Allonger, au-delà des quelques jours traditionnels, l'échéance du refinancement accordé au taux directeur participe également de cette politique.

Enfin, si le canal du crédit est bloqué, la banque centrale peut se substituer aux banques commerciales et au marché pour financer directement l'économie. Concrètement, la banque centrale élargit dans un premier temps la gamme des crédits à l'économie qu'elle refinance² puis peut se porter directement acheteuse de titres représentant des crédits à l'économie : billets de trésorerie, obligations privées, bons hypothécaires. Ces opérations de *credit easing* ont un double effet : elles réaniment le marché de ces titres ; elles procurent directement des financements à l'économie. En contrepartie, toutefois, la banque centrale doit assumer un risque de crédit et de taux qui n'entre pas dans sa fonction ordinaire.

En résumé, on peut présenter les mesures non conventionnelles dans le tableau suivant :

Objectif	Mesure	Achat de titres publics	Achat de titres privés	Engagement à maintenir les taux
Augmenter la quantité de monnaie dans l'économie		Oui	Oui si pas de stérilisation	Non
Agir sur les anticipations d'inflation et la courbe des taux		Oui	Oui à travers les primes de risque	Oui
Débloquer les marchés du crédit		Non	Oui	Non

212 Récapitulatif des mesures de rachat et de financement d'actifs par les grandes banques centrales

Concrètement, les banques centrales ont mis en place deux types de mesures non conventionnelles : des opérations de financement et des opérations d'achat direct de titres. Les autorités monétaires prennent ainsi acte de l'enrayement des mécanismes de financement — intermédiés ou non — en prenant le relais des banques et des marchés.

² Pour se refinancer auprès des banques centrales, les banques doivent remettre des garanties, habituellement des titres d'État ou des créances de très grande qualité ; en relâchant ses exigences, la banque centrale encourage la distribution des crédits désormais admis en garantie.

Les politiques non conventionnelles de l'Eurosystème et de la Fed comportent des différences notables. Compte tenu de l'importance du financement intermédié (le recours au marché par les agents non financiers est relativement minoritaire en zone euro), l'Eurosystème a agi en répondant essentiellement aux besoins de refinancement des banques.

En l'absence d'un cadre opérationnel initial aussi souple et large que celui de l'Eurosystème (notamment en ce qui concerne la gamme de collatéral accepté aux opérations de politique monétaire) et du fait de l'importance très notable du recours au marché – en temps normal – par les agents non financiers, la Fed a dû progressivement étendre son champ d'action au-delà du refinancement des banques (i) en mettant en place des facilités de financement d'actifs très divers (ABS ou *commercial papers*) bénéficiant à des types d'acteurs multiples ou encore (ii) en procédant à des achats directs de titres. Ces différentes mesures ont toutes été instaurées pour améliorer les conditions de financement de l'économie (en agissant tant par une baisse des rendements des actifs de référence qu'en allouant des liquidités supplémentaires au système économique).

La mise en oeuvre de mesures non conventionnelles à grande échelle a ainsi conduit le Système fédéral de réserve à acheter des actifs allant notamment des obligations d'État (reconstituant son encours traditionnel, détenu au titre de la politique monétaire) à des titres adossés à des créances hypothécaires de très longue durée (cf. tableaux récapitulatifs ci-après).

L'Eurosystème a également lancé un programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bonds*). De son côté, la Banque d'Angleterre a engagé un programme d'achat d'actifs : l'enveloppe prévue, qui a été réévaluée, est de 200 milliards de livres ; les actifs éligibles doivent avoir une maturité minimum de 5 ans, qui a été abaissée à 3 ans ensuite (août 2009).

*Extrait du discours de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France, Assemblée générale de l'Office de Coordination bancaire et financière, Paris, 23 juin 2009*

« Les banques centrales de l'Eurosystème ont utilisé toutes les possibilités de leur cadre opérationnel en intervenant massivement pour injecter des liquidités dans le système bancaire. Les opérations ont été massives et rapides en fonction des évolutions des marchés. Dans la zone euro, le risque de refinancement à court terme a été considérablement réduit puisque maintenant l'Eurosystème répond à taux fixe et de manière illimitée aux demandes des établissements. En complément à ces actions, les banques centrales ont développé de nouvelles facilités afin de restaurer le fonctionnement des marchés. Je mentionnerai simplement les deux actions les plus récentes annoncées par le Conseil des gouverneurs. D'une part l'introduction d'opérations de refinancement à un an, qui complète la palette des refinancements disponibles pour les établissements de crédit. D'autre part, **l'annonce d'un programme de 60 milliards d'euros d'achat d'obligations sécurisées (covered bonds)**, dont l'émission est une source de refinancement importante des banques principalement pour le secteur immobilier ».

Mesures d'achat direct d'actifs aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro

	CP et ABCP : via SPV	Corporate Bonds	Obligations d'État à long terme	Titres de dette des agences gouvernementales	MBS garantis par les agences gouvernementales	Covered Bonds
États-Unis (Fed) <i>(en milliards de dollars)</i>						
Taille du marché fin 2008	1 650		6 338	3 224		
Plafond	1 800 CPFF ⁽¹⁾		300 ⁽²⁾	175 ⁽³⁾	1 250	
Réalisation (au 9 nov. 2009)	351 (janv. 2009)		300	147	775	
Royaume-Uni (Banque d'Angleterre) <i>(en milliards de livres sterling)</i>						
Taille du marché fin 2008	43 (CP)	300	473 (gilts)			
Plafond	←	200 ⁽⁴⁾	→			
Réalisation (au 9 nov. 2009)	2,3 (mai 2009)	1,4	173			
Eurosystème (BCE) <i>(en milliards d'euros)</i>						
Taille du marché fin 2008						1 500
Plafond						60
Réalisation (au 9 nov. 2009)						21,6

(1) La commercial paper funding facility (CPFF) permet l'achat de papier commercial (CP et ABCP) directement auprès des émetteurs via un SPV. Cette facilité a été prolongée jusqu'au 1^{er} février 2010. La Fed n'a pas annoncé officiellement un montant d'achat maximal mais a suggéré un montant plafond de 1 800 milliards de dollars dans le document « Report pursuant to section 129 of the emergency economic stabilization act of 2008: commercial paper funding facility ».

(2) Le dispositif d'achat de titres d'État (Treasuries) aux États-Unis a pris fin au mois d'octobre 2009.

(3) Le montant maximal alloué au rachat des titres de dette des agences gouvernementales était à l'origine de 200 milliards de dollars et il a été réduit au mois de novembre à 175 milliards de dollars.

(4) Le montant de la facilité de rachat d'actifs (gilts, CP, corporate bonds) au Royaume-Uni était initialement de 75 milliards de livres sterling puis a été progressivement porté à 200 milliards de livres sterling.

Mesures de financement d'actifs aux États-Unis

(en milliards de dollars)

Actif concerné	ABCP (AMLF) ⁽¹⁾	CP et CD (MMIFF) ⁽²⁾	ABS (prêts étudiants, cartes de crédit), CMBS... (TALF) ⁽³⁾
Plafond	Pas de montant officiellement annoncé	540	1 000
Réalisation (au 9 nov. 2009)	79 (début oct. 2009)	0 (aucune utilisation)	43

(1) L'asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility (AMLF) permet d'octroyer des prêts pour le rachat par les banques des ABCP détenus par les fonds monétaires en cas de retraits massifs des investisseurs.

(2) La money market investor funding facility (MMIFF) permet de financer, via un SPV, l'achat de certificats de dépôts ou de billets de trésorerie (commercial paper) par les fonds monétaires, en cas de retraits massifs des investisseurs (non prolongée au-delà du 31 octobre 2009).

(3) La term asset-backed securities loan facility (TALF) permet l'octroi de prêts à 3/5 ans à des investisseurs pour le financement d'un portefeuille ABS/CMBS nouvellement émis.

Mesures non conventionnelles mises en place par la Fed			
	Description	Date de mise en œuvre	Situation fin novembre 2009
Fourniture de liquidité à court terme			
<i>Term auction facility</i> (TAF)	Prêts de 1 à 3 mois aux banques contre collatéral	Décembre 2007	Réduction de la maturité et du montant maximal alloué
<i>Term securities lending facilities</i> (TSLF)	Prêts à 1 mois de titres aux institutions financières non bancaires (<i>primary dealers</i>)	Mars 2008	Réduction de la fréquence et de la taille des opérations
<i>Primary dealer credit facility</i> (PDCF)	Prêts au jour le jour aux <i>primary dealers</i>	Mars 2008	Extension jusqu'au 1 ^{er} février 2010
Mesures de soutien aux <i>mutual funds</i>			
<i>Asset-backed commercial paper Money market mutual fund liquidity facility</i> (AMLF)	Prêts aux fonds monétaires pour le rachat d'ABCP	Septembre 2008	Extension jusqu'au 1 ^{er} février 2010
<i>Money market investor funding facility</i> (MMIFF)	Ligne de financement octroyée à des véhicules financiers (<i>special purpose vehicles – SPV</i>) pour acquérir des certificats de dépôts et des billets de trésorerie <i>corporate</i> détenus par les fonds monétaires	Octobre 2008	Facilité arrivée à expiration
Mesures de soutien au financement des entreprises			
<i>Commercial paper funding facility</i> (CPFF)	Facilité permettant de financer un véhicule financier (<i>SPV</i>) devant acheter des billets de trésorerie à moins de 3 mois	Octobre 2008	Extension jusqu'au 1 ^{er} février 2010 mais utilisation devenue marginale
Mesures de soutien au financement des particuliers ou des petites entreprises			
<i>Term asset-backed securities loan facility</i> (TALF)	Prêts contre collatéral aux agents privés pour financer l'acquisition d'ABS nouvellement émis et gagés sur prêts automobile, prêts étudiants et cartes de crédit. Le collatéral est ensuite vendu par la Fed à un véhicule.	Novembre 2008	La facilité d'accorder des prêts TALF cessera le 30 juin 2010 pour ceux garantis par des CBMS nouvellement émis et le 31 mars 2010 pour ceux garantis par d'autres ABS, nouvellement émis ou hérités, éligibles au TALF, sauf si le Conseil des gouverneurs en prolonge la validité.
Achat de titres à long terme			
Achat de titres adossés à des créances hypothécaires (<i>mortgage backed securities, MBS</i>)	Achat de titres MBS garantis par les agences gouvernementales (<i>Government sponsored enterprises, GSE</i>), Fannie Mae et Freddie Mac	Novembre 2008	Arrivée à terme prévue par la Fed pour fin mars 2010
Achat de titres émis par les GSE	Achat d'obligations émises par les GSE	Novembre 2008	Arrivée à terme prévue par la Fed pour fin mars 2010
Achat de titres d'État	Achat de bons du Trésor américain	Mars 2009	Programme réalisé fin octobre 2009
<p><i>Notes : La Fed a d'abord mis en place, dès décembre 2007, un dispositif pour injecter des liquidités jusqu'à 3 mois en accordant des crédits aux banques contre du collatéral (TAF, PDCF) ou en prêtant des titres (Treasury) contre collatéral moins liquide – ABS, MBS... – (TSLF). Avec l'intensification de la crise financière, elle a créé des mécanismes destinés à améliorer le financement des agents privés et notamment des ménages (TALF). Enfin, fin 2008 et début 2009, la Fed a mis en place plusieurs programmes d'achat de titres. À cela s'ajoutent des mesures de soutien réservées aux fonds monétaires (AMLF, MMIFF).</i></p>			

Encadré 7 Mesures non conventionnelles : l'exemple du programme d'achat de covered bonds par l'Eurosystème

Le marché des covered bonds

Les covered bonds sont des instruments simples de titrisation, comparables à des obligations classiques. La différence est une protection en cas d'insolvabilité de l'émetteur de l'obligation : les covered bonds reposent sur un pool d'actifs, permettant alors de rémunérer les détenteurs. Ils sont souvent adossés à des créances hypothécaires (notamment aux États-Unis) ou à des créances publiques ou parapubliques (collectivités locales). En raison de ces caractéristiques, ces instruments sont appréciés par les investisseurs : leur encours était de près de 1 900 milliards d'euros en 2007 et de plus de 2 000 milliards en 2008.

Le secteur a été durement touché par la crise, notamment au travers d'Hypo Real Estate en Allemagne, nationalisée par le gouvernement. L'activité est restée soutenue en 2008 mais la première moitié de l'année 2009 s'est révélée difficile.

En juillet 2009, l'Eurosystème a lancé un programme d'achat de 60 milliards d'euros de covered bonds

Les contreparties éligibles au programme sont les mêmes que celles participant aux opérations de refinancement de l'Eurosystème. Le programme a débuté en juillet 2009 et se terminera au plus tard en juillet 2010.

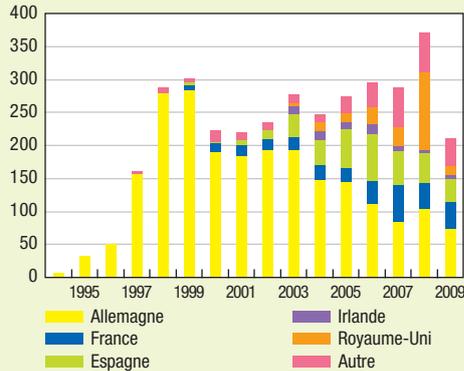
Les achats concernent le marché primaire (marché des émissions) et le marché secondaire. Pour être éligibles au programme, les titres doivent répondre aux critères leur permettant d'être apportés en garantie aux opérations de refinancement. Ils doivent avoir — sauf cas exceptionnel — une note minimum de AA, ou son équivalent, attribuée par au moins l'une des trois principales agences de notation (Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's) et dans tous les cas la note ne doit pas être en deçà de BBB-/Baa3.

Ce programme a eu des impacts positifs sur les volumes et les primes de risque. Les volumes ont dépassé 25 milliards d'euros à partir du mois de mai (annonce du programme), pour atteindre un pic au mois de septembre à 34,6 milliards d'euros. Une tendance assez nette de réduction des spreads émetteurs se dessine : après avoir atteint un point haut en mars 2009 en France et en Espagne, les spreads diminuent significativement depuis.

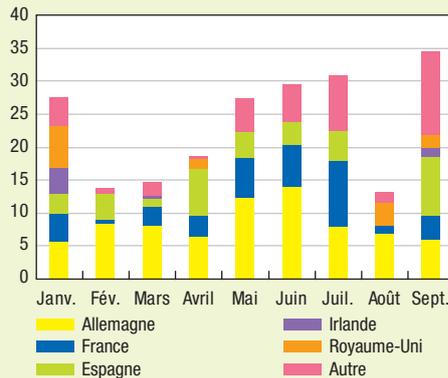
Volumes d'émissions par pays

(en milliards d'euros)

ÉMISSIONS ANNUELLES



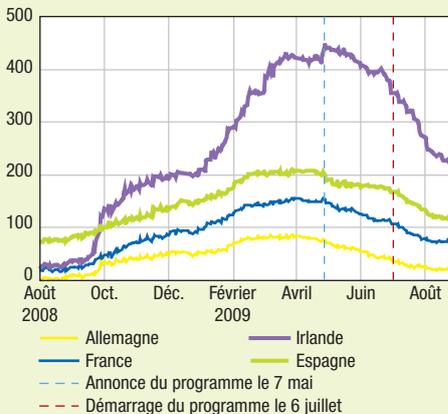
ÉMISSIONS MENSUELLES (ANNÉE 2009)



Source : Dealogic

Spreads à l'émission par pays en swaps spreads

(en points de base)



Sources : Bloomberg, iBoxx

3| LA COOPÉRATION ENTRE BANQUES CENTRALES : LES ACCORDS DE FOURNITURE DE LIQUIDITÉ EN DEVICES

Outre leur politique de taux d'intérêt et l'adaptation de leur cadre opérationnel pour fournir de la liquidité en monnaie locale, les banques centrales ont également mené des actions de coopération renforcée en faveur de la fourniture de liquidité en devises. Le refinancement des banques à moins d'un an en devises a ainsi été facilité par la mise en place d'accords réciproques de fourniture de liquidité entre banques centrales. Ces accords dits accords de *swap* ont notamment été mis en place pour fournir de la liquidité en dollars mais également en euros ou en francs suisses.

311 Les dispositifs de coopération avec l'Eurosystème

Afin d'améliorer l'accès à la liquidité euro des établissements de crédit n'appartenant pas à la zone euro, l'Eurosystème a conclu des accords de fourniture de liquidité euro avec plusieurs banques centrales européennes, à compter de fin octobre 2008, et également avec la Réserve fédérale de New York en 2009. La fourniture de liquidité en euros se fait essentiellement par un mécanisme de *swap* de change et éventuellement par des opérations de *reverse repo*. Par le mécanisme de *swap* de change, l'Eurosystème met à la disposition de la banque centrale partenaire une ligne de crédit en euros, en échange de laquelle cette dernière lui verse la contrevaletur en devise nationale. Cette mise à disposition des euros peut également prendre la forme de *reverse repo* : en échange des liquidités euro fournies, la banque centrale partenaire remet à l'Eurosystème du collatéral constitué de titres libellés en euros.

De façon symétrique, le Système fédéral de réserve et la Banque nationale suisse ont mis à disposition de l'Eurosystème, dès 2008, des lignes de liquidité, respectivement en dollars et en francs suisses, par des mécanismes de *swap* de change, à charge pour l'Eurosystème de les redistribuer à ses contreparties traditionnelles. La normalisation des conditions de marché et l'intérêt déclinant pour ces facilités en devises ont permis de réduire leur nombre au cours du deuxième semestre 2009. En novembre 2009, il ne subsistait plus qu'une allocation à une semaine tant pour le dollar que pour le franc suisse, contre plusieurs maturités initialement.

312 Le fonctionnement des accords de *swap* : l'exemple de la Fed

Selon un mécanisme de *swap*, la Fed met à disposition d'autres banques centrales une ligne de crédit en dollars, en échange de laquelle elle dispose d'un équivalent dans la monnaie de la banque centrale considérée (par exemple l'euro pour la BCE). La banque centrale qui bénéficie de cet accord peut tirer sur cette ligne (pour un montant illimité ou pour un montant maximal fixé), pour répondre aux besoins de refinancement en dollars exprimés par les banques commerciales relevant de son ressort. Le prix de la liquidité dollar correspond ensuite au taux appliqué par cette banque centrale aux banques locales qui sont contreparties à ces opérations. Grâce à ses accords de *swap* avec la Fed, la BCE alloue ainsi des liquidités en dollars aux banques de la zone euro pour des durées de 1 jour à 3 mois, dans le cadre d'opérations de *term auction facility*, instaurées dès décembre 2007, et conduites à taux fixe depuis mi-octobre 2008. Ces accords, initialement conclus entre banques centrales des pays développés, ont été étendus aux banques centrales des pays émergents à partir d'octobre 2008 (cf. tableau récapitulatif ci-après).

Lignes de <i>swap</i> en dollars accordées par la Fed		
Banques centrales bénéficiaires	Montants en milliards de dollars	Maturité
BCE	Illimité	Février 2010
Angleterre	Illimité	Février 2010
Japon	Illimité	Février 2010
Suisse	Illimité	Février 2010
Australie	30	Février 2010
Canada	30	Février 2010
Suède	30	Février 2010
Brésil	30	Février 2010
Corée	30	Février 2010
Mexique	30	Février 2010
Singapour	30	Février 2010
Danemark	15	Février 2010
Norvège	15	Février 2010
Nouvelle-Zélande	15	Février 2010
Accords de fourniture d'euros entre la BCE et les autres banques centrales		
Banques centrales bénéficiaires	Montants en milliards d'euros	
Hongrie	5	
Pologne	10	
Danemark	12	
Suède	10	
Fed	80	
Accord de fourniture de francs suisses entre la Banque nationale suisse et les autres banques centrales		
	BCE	
	Pologne	
	Hongrie	

313 Le rôle du FMI : un autre prêteur

Afin de mieux prévenir les crises économiques et financières et d'aider les pays à faire face à leurs déséquilibres de balance des paiements, le FMI a entrepris la réforme de son cadre de prêts. Ainsi, une nouvelle ligne de crédit modulable a été créée, la *flexible credit line* (FCL), facilité assurantielle destinée à la prévention des crises. Contrairement à la facilité de liquidité de court terme qu'elle a remplacée et qui n'avait jamais été utilisée, cet instrument a trouvé son emploi très rapidement : moins d'une semaine après sa création, le Mexique a demandé à bénéficier d'une FCL pour un montant de 47 milliards de dollars (soit 1 000 % de sa quote-part).

La FCL présente l'avantage d'être une facilité non conditionnelle même si, à l'occasion de son renouvellement potentiel, l'examen des critères d'éligibilité est reconduit. Cependant, le respect des critères d'éligibilité s'apprécie en dynamique, en prenant en compte les mesures correctrices en place et en s'inscrivant dans un cadre institutionnel précis. Sans accès limité, accordée au cas

par cas et à titre de précaution aux pays présentant de solides fondamentaux économiques, la FCL atténue le stigma que les marchés financiers attachent à tout recours à un financement du FMI. Depuis avril 2009, trois accords de FCL ont été approuvés par le Fonds pour un montant total de 82 milliards de dollars : au bénéfice du Mexique (31,5 milliards de droits de tirage spéciaux), de la Colombie (7 milliards de droits de tirage spéciaux) et de la Pologne (13,7 milliards de droits de tirage spéciaux). Ces montants équivalent à près de 1 000 % des quotes-parts de ces pays.

Au 31 août 2009, aucun tirage n'avait été effectué sur ces trois lignes de prêt accordées à des pays considérés comme vertueux au regard des politiques correctrices mises en œuvre par les autorités, de la solidité de leurs fondamentaux économiques et de leur volonté de mettre en place des politiques budgétaires et monétaires rigoureuses (faible niveau d'inflation, finances publiques saines, solvabilité du secteur bancaire, transparence de l'information...). Si l'octroi d'une FCL n'a pas immunisé les pays concernés contre les effets de la crise, pour autant ceux-ci n'ont pas perdu la confiance des investisseurs. De plus, le caractère non conditionnel de la facilité leur a conféré une certaine flexibilité dans la mise en œuvre de leurs politiques de restauration de la croissance.

La consolidation des passifs bancaires

Les mesures de soutien au financement des banques, nécessaires dès le mois de septembre 2008 à cause de la paralysie des marchés interbancaire et obligataire, ont été mises en œuvre dès le mois d'octobre, conformément aux orientations définies par le G 7 le 10 octobre 2008 à Washington et à leur déclinaison arrêtée le lendemain par l'Eurogroupe. Les actions des États se sont articulées autour de trois axes principaux : octroi d'une garantie de l'État pour aider les banques à trouver des ressources à moyen terme, renforcement des fonds propres des organismes financiers pour assurer leur solvabilité, voire intervention directe en capital dans une banque si nécessaire.

1| OCTROI DE GARANTIES DE DETTES BANCAIRES

S'agissant du refinancement à moyen et long termes, les États ont fait preuve d'une grande réactivité en instituant des mécanismes de garantie d'émissions obligataires au sein de la zone euro. En respectant les grandes orientations fixées par la BCE et sous le contrôle de la Commission européenne, différents systèmes ont vu le jour dans différents pays.

111 Les recommandations du conseil des gouverneurs de la BCE ont permis de fixer un cadre harmonisé aux plans nationaux de soutien au financement des banques

Le 20 octobre 2008 le Conseil des gouverneurs a publié ses recommandations sur les mécanismes de garanties étatiques pour les émissions de titres de dette bancaires. Les dispositifs de soutien doivent viser à résoudre les problèmes d'accès à la liquidité en améliorant le fonctionnement des marchés des titres de dette à long terme. Cet objectif doit être atteint en préservant des conditions de concurrence harmonisées entre les établissements financiers des différents pays et en cohérence avec le dispositif opérationnel de gestion de la liquidité de la BCE et les objectifs de la politique monétaire.

Des règles relatives à la tarification des garanties gouvernementales ont été fixées : le coût de la garantie est calculé soit à partir des primes de CDS de chaque banque (de préférence les CDS 5 ans) car elles constituent une mesure du risque de crédit perçu par le marché, soit, pour les banques ne disposant pas de ces données, à partir d'une moyenne des primes de CDS des banques correspondant au même niveau de notation.

112 Les gouvernements ont eu recours à des entités dédiées au financement des banques : la SFEF en France, le SoFFin en Allemagne et le FDIC aux États-Unis

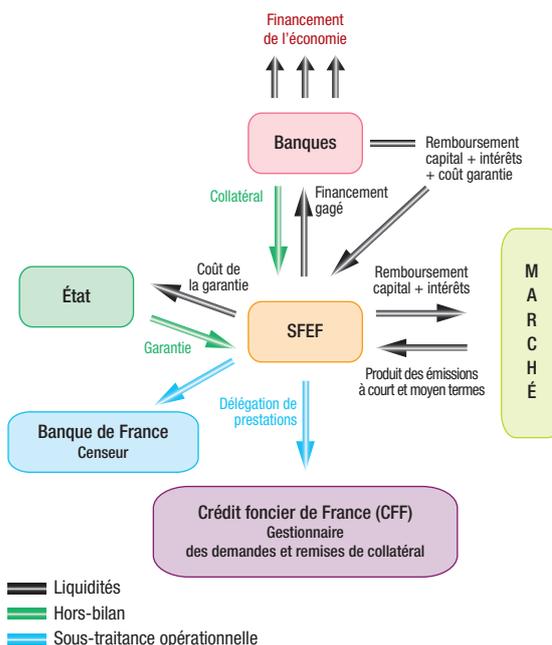
En France : la SFEF

Fonctionnement

Le gouvernement français a créé en octobre 2008 une institution, la Société de financement de l'économie française (SFEF), destinée à financer les banques en difficulté. Détenue à 34 % par l'État et à 66 % par un groupe de sept banques françaises, elle octroie des prêts collatéralisés à moyen et long termes aux établissements de crédit agréés en France. En contrepartie, les banques se sont engagées à soutenir les prêts aux particuliers, aux entreprises et aux collectivités territoriales.

La SFEF se refinance sur les marchés financiers, en émettant des obligations garanties par l'État libellées en euros, dollars, francs suisses ou livres sterling (obligations notées AAA, de maturité inférieure ou égale à 5 ans) et prête ensuite aux banques. La clef de répartition entre établissements de crédit a été fixée en fonction de la part de marché de chaque établissement dans la distribution de crédit (pour 70 %), et selon la taille de bilan (pour 30 %). En cas de défaillance de la banque bénéficiaire, la SFEF détient un droit direct sur le remboursement des créances sous-jacentes et le paiement des intérêts se rapportant à ces créances. Son enveloppe totale est de 265 milliards d'euros.

Fonctionnement de la SFEF



Le dispositif français est particulièrement original car c'est un dispositif dans lequel la structure de soutien émet directement sur le marché des obligations garanties par l'État, alors que dans les autres pays ce sont les banques qui émettent avec une garantie de l'État.

Coût du financement pour les banques

Dans presque tous les pays européens, les plans d'accès à la liquidité/au refinancement reposent sur une garantie de l'État apportée aux émissions des banques, sans échange de collatéral mais avec le paiement d'une prime de risque de crédit (CDS médian sur une certaine période + 50 points de base pour la plupart des pays)¹. En France, les banques paient une prime à la SFEF (qui la reverse à l'État)². Ainsi, pour chaque banque, la prime est calculée sur la base de la médiane

¹ Ces plans ont été validés par la Commission européenne. Ils se basent en effet sur l'observation des prix de marché.

² La loi fixe seulement le principe suivant pour la détermination du coût : « 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 société a vocation à travailler à marge nulle (C. Lagarde, 2008).

de la prime de CDS de la banque entre le 1^{er} janvier 2007 et le 31 août 2008, à laquelle s'ajoutent 20 points de base. Le coût de refinancement *in fine* des banques françaises *via* la SFEF est de :

**Taux d'émission de la SFEF + médiane des primes de CDS de la banque
à 5 ans entre le 1^{er} janvier 2007 et le 31 août 2008 + 20 points de base³**

Contrôles

La SFEF accepte en collatéral des actifs d'une maturité minimale de 3 mois et opère une gestion en *pool* de ce collatéral. Ces créances de maturités courtes doivent être renouvelées par les banques dès qu'elles arrivent à échéance.

La gestion a été déléguée au Crédit Foncier de France qui assure à la fois la fonction de suivi de marché (*middle office*) des émissions et la fonction de post-marché (*back office*) de l'ensemble des activités de la SFEF. À ce titre, il assure le suivi des créances remises en garantie. Le dispositif est contrôlé à plusieurs niveaux :

- La Commission bancaire contrôle pour le compte de l'État les conditions d'exploitation de la SFEF et la qualité de sa situation financière.
- La Banque de France vérifie notamment que le collatéral posté n'est pas simultanément apporté à la BCE pour les opérations de refinancement.
- Un commissaire du gouvernement assiste aux séances de l'organe d'administration de la société avec un droit de veto sur toute décision de nature à affecter les intérêts de l'État.
- Un Comité d'audit, un Comité de suivi parlementaire et la Cour des Comptes interviennent également dans le suivi et le contrôle de l'activité.

La SFEF a cessé ses activités le 8 octobre 2009 compte tenu de l'amélioration du fonctionnement des marchés financiers. Avec un certain retour à la normale sur les marchés, la garantie de l'État est devenue comparativement moins intéressante pour les banques. Depuis son démarrage, en novembre 2008, la SFEF a émis environ 80 milliards d'euros sur les marchés⁴. Le projet de loi de finances 2010 prévoit sa remise en service en cas de « circonstances exceptionnelles » marquées par une difficulté d'accès aux marchés pour les établissements de crédit. En pratique, la réactivation de la SFEF serait laissée à la discrétion du gouvernement.

En Allemagne : le SoFFin

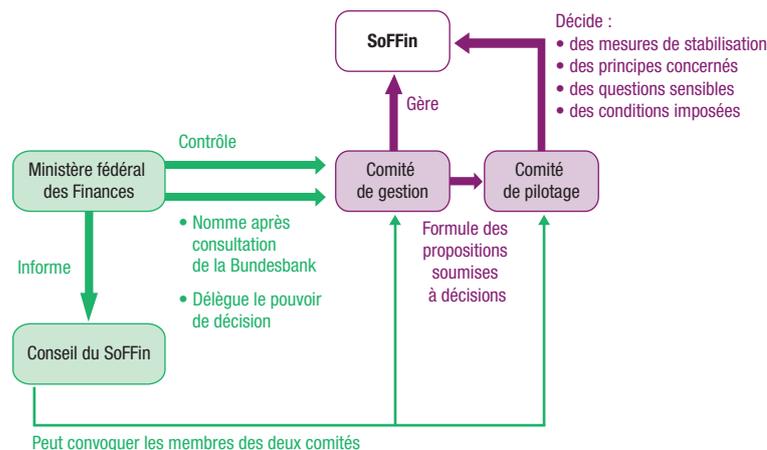
Le *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung* (SoFFin) est un véhicule financier temporaire créé par la loi de stabilisation des marchés financiers allemands (*Finanzmarktstabilisierungsgesetz*) du 17 octobre 2008. Le fonds est géré par un établissement public (*Finanzmarktstabilisierungsanstalt*) institué auprès de la Bundesbank, mais placé sous le contrôle du ministère fédéral des Finances.

Le programme de stabilisation prévoit trois types de mesures : la garantie des prêts interbancaires à concurrence de 400 milliards d'euros ; la recapitalisation d'établissements bancaires

³ La recommandation du Conseil des gouverneurs de la BCE du 20 octobre 2008 prévoyait une augmentation de 50 points de base pour les frais opérationnels et pour éviter les distorsions de concurrence. Cette marge peut être ramenée à 20 points de base en cas de dépôt de collatéral.

⁴ Montant calculé en utilisant, pour les émissions en devises, le taux de change à la date de chaque émission

(au maximum 10 milliards d'euros par établissement) ; et le rachat d'actifs à haut risque acquis par les banques avant le 13 octobre 2008 (au maximum 5 milliards d'euros par établissement). Concernant la partie « aide au financement des banques », le fond apporte sa garantie aux émissions des banques allemandes (ce qui est différent du cas français où la SFEF émet elle-même avec la garantie de l'État).



France/Belgique/Luxembourg : la garantie partagée (le cas Dexia)

Le 9 octobre 2008, la France, conjointement avec le Luxembourg et la Belgique, a décidé de mettre en place un mécanisme de garantie au bénéfice de Dexia. Cette garantie vise l'intégralité des financements levés par Dexia SA et par ses filiales (Dexia Banque Belgique, Dexia Banque internationale à Luxembourg et Dexia Crédit local) auprès d'établissements de crédit et des déposants institutionnels, soit sous forme de contrats de prêt ou de dépôt auprès de celles-ci, soit sous forme de titres ou d'instruments financiers. Les financements pouvant bénéficier de la garantie sont plafonnés à un montant de 150 milliards d'euros, soit un engagement maximal pour l'État français de 55 milliards d'euros.

La garantie fait l'objet d'une convention entre Dexia et les trois États qui précise les conditions de la garantie et notamment sa rémunération. La convention a été approuvée par la Commission européenne le 19 novembre 2008 et signée par Dexia et les trois États le 19 décembre de sorte que la garantie a été mise en place de manière immédiatement opérationnelle. Les trois agences de notation ont décidé d'accorder aux émissions garanties de Dexia la note AA+, correspondant à la note de crédit de la Belgique, principal souverain garant, et non à celle de la France, qui est meilleure, car la garantie n'est pas solidaire.

Aux États-Unis : le FDIC (et son instrument, le TLGP)

Agence indépendante du gouvernement fédéral créée en 1933 en réponse aux faillites bancaires des années 1920-1930 aux États-Unis, la Commission fédérale d'assurance des dépôts bancaires (*Federal deposit insurance corporation* – FDIC) a vu son rôle évoluer avec la crise financière et la mise en place du plan Paulson. Le montant de la garantie des dépôts a été rehaussé à 250 000 dollars. Le *Temporary Liquidity Guarantee Program* (TLGP) a été instauré le 13 octobre 2008 pour remédier aux dysfonctionnements sur les marchés financiers.

Il a pour objectif de renforcer le système bancaire et d'en assurer la liquidité grâce à deux outils :

- en apportant sa garantie aux nouvelles émissions de dettes bancaires seniors ;
- en fournissant une couverture totale à des comptes de dépôts des PME non porteurs d'intérêts et souvent utilisés pour effectuer les versements de salaires (*non-interest-bearing transaction accounts*).

Ce programme ne dépend pas du financement des contribuables ou du fonds de garantie du FDIC. Il est financé intégralement par les institutions qui y ont recours :

- par une prime annuelle de 10 points de base pour la garantie des comptes de dépôts (*transaction accounts*) ;
- par une prime annuelle qui varie en fonction de la maturité pour la garantie des émissions de dette senior (le montant en a été ensuite majoré) : 50 points de base (puis portée à 60 points de base) pour les maturités inférieures à 6 mois, 75 points de base (puis portée à 85 points de base) pour les maturités comprises entre 6 mois et 1 an et de 100 à 125 points de base pour les maturités supérieures à 1 an.

Le 17 mars 2009, le FDIC a officiellement annoncé qu'il étendait la durée de la garantie des dettes bancaires du TLGP jusqu'au 31 octobre 2009 mais en augmentait le coût. Ainsi, pour la garantie de la dette d'un établissement assuré par le FDIC, il en coûtera 10 points de base⁵ ou 25 points de base⁶ de plus (sur base annuelle) si la dette est émise après le 30 juin 2009 ou pour une maturité qui dépasse le 30 juin 2012. Cette augmentation du coût de la garantie doit permettre au FDIC de reconstituer son fonds de garantie des dépôts mis à mal par l'accélération du nombre de faillites bancaires.

2| RENFORCEMENT DES FONDS PROPRES PAR RECAPITALISATION ET/OU NATIONALISATION

Le plan anti-crise européen prévoyait également que les États renforcent les fonds propres des banques en souscrivant à des titres émis par les banques et en intervenant le cas échéant en capital dans une banque qui serait en difficulté. Là encore, les pays ont utilisé diverses modalités d'intervention.

211 Recours à une société publique : en France, la Société de prise de participations de l'État (SPPE)

La SPPE est une entité publique créée et détenue par l'État, financée par recours à l'emprunt public, qui apporte des fonds propres aux banques en contrepartie d'une croissance de prêts à l'économie réelle (aux ménages, aux professionnels, aux entreprises notamment PME et aux collectivités locales) de 3 % à 4 % l'an et d'engagements éthiques en matière de gouvernance et de rémunération. Son plafond de prise de participation prévu par la loi d'octobre 2008 s'élevait à 40 milliards d'euros, mais en accord avec la Commission européenne il a été réduit à 23,95 milliards d'euros (+ 1 milliard réservé à Dexia, hors plafond).

⁵ 20 points de base pour les institutions non assurées auprès du FDIC (toute banque qui le souhaite peut assurer ses dépôts auprès du FDIC, mais elle doit en contrepartie payer ses primes pour financer le fonds de garantie et se soumettre à sa supervision)

⁶ 50 points de base pour les institutions non assurées auprès du FDIC

Montants des injections de fonds propres dans les banques françaises par la Société de prise de participations de l'État

(en milliards d'euros)

Institutions financières	Montants lors de la 1 ^{ère} injection	Montants lors de la 2 ^{de} injection
Crédit agricole SA	3,0	–
BNP Paribas	2,55	5,1 *
Société générale	1,7	1,7
Crédit mutuel	1,2	–
Caisses d'Épargne	1,1	Caisses d'Épargne : 1,1 Banques populaires : 0,95
Banques populaires	0,95	BPCE : 3

* La BNP a procédé le 31 mars 2009 à l'émission de 5,1 milliards d'euros d'actions de préférence souscrite par la SPPE. Sur ce montant, la moitié a été consacrée au rachat des titres super-subordonnés de la première injection de décembre 2008. L'autre moitié représente le tirage de la deuxième injection de fonds propres par la SPPE.

La SPPE a engagé deux opérations :

- la première, en octobre 2008, pour un montant de 10,5 milliards d'euros. Le 21 octobre 2008, l'État a souscrit des titres super-subordonnés (TSS) émis par les six principales banques françaises. La rémunération de ces titres est calculée à partir du coût des titres d'État (OAT 5 ans) durant les 20 jours ouvrés précédant l'injection et de la médiane des primes de CDS sur la dette subordonnée des établissements observées entre le 1^{er} janvier 2007 et le 31 août 2008. Cette méthode de calcul a été harmonisée au niveau européen. En pratique, le coupon obtenu est d'environ 8 %.

L'État français est aussi entré dans le capital de Dexia à hauteur d'1 milliard d'euros le 3 octobre 2008.

- La deuxième opération a pris une forme différente : les banques pouvaient choisir d'émettre soit des TSS (inclus dans le *Tier One*), soit des actions de préférence sans droit de vote (incluses dans le *Core Tier One*). Les banques éligibles étaient les mêmes que pour la première tranche pour l'ensemble Caisses d'Épargne – Banques populaires bénéficiant d'une enveloppe plus importante que lors de la première injection en raison de leur rapprochement.

Ces montants par banque ont été calculés de façon à permettre une augmentation moyenne de 0,5 % environ du ratio de fonds propres *Tier One* de chacun de ces groupes bancaires, pour chaque injection. De ce point de vue, les injections de fonds propres ont été un succès dans la mesure où elles ont contribué à améliorer les ratios *Tier One* des grandes banques françaises depuis le 31 décembre 2007.

Le coupon d'environ 8 % permet de rendre l'opération intéressante financièrement pour l'État tout en soutenant les banques. De plus, ce taux encourage les banques à définir des stratégies de sortie pour s'affranchir progressivement du soutien financier de l'État.

En octobre 2009, toutes les banques qui avaient bénéficié d'aide en capital de la part de l'État français ont soit déjà effectué, soit annoncé le remboursement de l'aide étatique, notamment grâce à des augmentations de capital.

212 Illustration de quasi-nationalisations et de nationalisations de banques en Europe

Quasi-nationalisations

En septembre 2008, la France, la Belgique et le Luxembourg ont injecté 6,4 milliards d'euros dans le bancassureur franco-belge Dexia, selon la répartition suivante :

- Autorités fédérales, régionales et actionnaires belges (communes belges et investisseurs institutionnels) : 3 milliards ;
- Gouvernement français et Caisse des dépôts et consignations : 3 milliards ;
- Gouvernement luxembourgeois : 376 millions.

Les autorités belges et françaises sont alors devenues *de facto* propriétaires de Dexia, la part de l'État français s'élevant à plus de 25 % ce qui constitue une minorité de blocage.

De même, la première institution financière en Belgique et numéro deux aux Pays-Bas en 2007, Fortis Groupe, a dû faire appel au soutien des États en septembre 2008. En octobre, les Pays-Bas ont nationalisé les activités de bancassurance du groupe ; la Belgique a de son côté nationalisé Fortis Banque avec l'intention d'en revendre 75 % à BNP Paribas.

Enfin, en juin 2009, la Commission européenne a autorisé temporairement la recapitalisation de l'établissement bancaire KBC — pour un montant de 3,5 milliards — et le sauvetage des actifs dépréciés du groupe par la Belgique.

Nationalisations

Dès février 2008, le gouvernement britannique a placé l'une de ses banques menacée de faillite — Northern Rock — sous contrôle public. En octobre 2008, le gouvernement a injecté 37 milliards de livres de capital directement dans les grandes banques (Royal Bank of Scotland — RBS, Lloyds TSB et HBOS ⁷). Les banques éligibles au dispositif se sont engagées à accroître leur *Tier One* de 25 milliards de livres et le Trésor britannique a accepté de souscrire à 25 milliards de livres de titres sous la forme d'actions de préférence ou de *permanent interest bearing shares* (PIBS). Puis le gouvernement est entré ou monté dans le capital des plus grandes banques, successivement : Bradford & Bingley, RBS et Lloyds Banking Group, qui venait de fusionner avec la banque HBOS.

⁷ Communiqué de presse du Trésor britannique - 13 octobre 2008. http://www.hm-treasury.gov.uk/press_105_08.htm

Le traitement des actifs illiquides

L'apurement des bilans bancaires est la suite logique des mesures de soutien au financement bancaire : après avoir aidé les banques à se financer et donc à reprendre progressivement leurs activités (réponse à court terme à un choc conjoncturel), les autorités publiques se sont attelées au nettoyage des bilans (réponse à long terme, structurelle). Cette prise en charge peut être effectuée selon diverses modalités : la garantie des actifs risqués, leur cantonnement ou leur rachat.

1 | LES MESURES DE GARANTIES D'ACTIFS

En apportant sa garantie, le gouvernement ne supporte que les pertes réelles et non les pertes de valorisation liées aux fluctuations en valeur de marché du portefeuille garanti. La protection des actifs réduit enfin l'aléa moral en limitant la responsabilité publique à une partie des dernières pertes, en cas de mécanisme asymétrique de partage des pertes (voir *infra*). La Belgique et la France (pour Dexia), les États-Unis (pour Citigroup et Bank of America), le Royaume-Uni, les Pays-Bas (pour ING) et la Belgique (pour KBC) ont mis en place des mécanismes de protection d'actifs assez similaires.

Dans tous les cas :

- les pertes supportées par les banques sont limitées et le risque extrême (*tail risk*) est supporté par la collectivité nationale ;
 - l'aléa moral est partiellement réduit par les premières pertes qui restent à la charge des banques et par le mécanisme de coassurance pour les pertes supplémentaires.
- Les gouvernements français et belge ont apporté leur garantie au portefeuille d'actifs de FSA AM (filiale de réhaussement de crédit de Dexia), pour un montant global de 16,9 milliards de dollars, permettant au groupe de réduire significativement son exposition au risque sur le marché américain, de vendre ensuite cette activité et de poursuivre la réduction de son profil général de risque.
 - Aux États-Unis, le Trésor américain, la Fed et le FDIC ont conclu deux accords particuliers pour garantir : d'une part, 306 milliards de dollars d'actifs « toxiques » portés par la banque Citigroup, dont 10 % garantis par Citigroup, 25 % par le *Troubled asset relief program* (Tarp) du Trésor, 10 % par le FDIC et le reste par la Fed ; et d'autre part, 118 milliards de dollars d'actifs toxiques portés par Bank of America-Merrill Lynch selon un schéma similaire.
 - Au Royaume-Uni, l'*Asset protection scheme*, doté d'une enveloppe pouvant aller jusqu'à 500 milliards de livres est un dispositif de couverture des actifs risqués. Il permet, moyennant une « police d'assurance », de couvrir les institutions financières éligibles (banques de dépôt britanniques

disposant de plus de 25 milliards de livres d'actifs, y compris les filiales de banques étrangères) contre leurs futures pertes sur des portefeuilles de prêts immobiliers commerciaux et résidentiels, *asset-backed securities* (ABS) ou prêts à levier. Concrètement, les banques participantes prennent en charge une première perte de crédit à hauteur de 10 %, tandis que le Trésor garantit 90 % des pertes à venir, moyennant une commission.

- Les Pays-Bas ont aussi adopté cette approche pour le groupe ING. L'État néerlandais garantit jusqu'à 90 %, avec une forte prime sur la valeur de marché, le portefeuille de titrisations adossées à des *mortgage-backed securities* (MBS) résidentiels risqués.
- En Belgique, KBC bénéficie d'une assurance de l'État sur les pertes futures. La garantie porte sur un montant notionnel d'actifs de 20 milliards d'euros : 5,5 milliards d'euros de *collateralised debt obligation* (CDO) super senior, et 14,4 milliards de risque sur le rehausseur de crédit américain MBIA. Au-delà d'une première tranche de 3,2 milliards à la charge de KBC, l'État garantira 90 % des pertes futures, dont les 2 milliards suivants par le biais d'une injection de capital en actions ordinaires.

2| LES MESURES DE CANTONNEMENT D'ACTIFS

Pour éviter les prises de participation de l'État dans le capital des banques et les nationalisations, certains pays ont choisi une démarche différente qui consiste à créer une ou plusieurs *bad banks* pour externaliser ces actifs douteux des bilans des banques.

Des modalités différentes de mise en œuvre distinguent ces structures de cantonnement selon les pays.

211 Une *bad bank* par établissement en Allemagne

Les 3 et 10 juillet 2009, l'Allemagne a adopté la loi sur les *bad banks* visant à relancer le crédit et encourager la consolidation des *Landesbanken*. Si le dispositif s'inspire de la logique classique d'une *bad bank*, plusieurs aspects le distinguent cependant :

- les actifs douteux ne sont pas centralisés dans une structure de défaillance unique, ni transférés au bilan du secteur public, mais chaque banque a la possibilité de créer une structure de défaillance individuelle où elle pourra transférer les actifs concernés ;
- l'État intervient uniquement comme garant.

Il permet d'éviter toute dépense immédiate de la part du gouvernement et de minimiser la socialisation des pertes. L'État garantit les obligations émises par les structures de défaillance en échange des actifs douteux, mais les pertes éventuelles sur les actifs sont supportées *in fine* par les actionnaires des banques. Le dispositif allemand est particulièrement élaboré dans la mesure où il prévoit un mécanisme pour les banques commerciales (« modèle SPV ») et un autre pour les banques régionales (« modèle de consolidation »). Les *Länder* ont aussi la possibilité de créer leur propre mécanisme de défaillance.

Dans le « modèle SPV », les seuls actifs éligibles sont les produits structurés

Chaque banque crée sa structure de défaillance (SPV) vers laquelle elle transfère ses actifs toxiques sur la base de leur valeur comptable au 30 juin 2008 avec une décote de 10 %. En échange, la banque obtient des obligations émises par le SPV, bénéficiant de la garantie de l'État (par l'intermédiaire du SoFFin) et dont le coupon et le remboursement du capital à l'échéance sont financés par les *cash-flows* issus des actifs transférés. La banque règlera au SPV la différence entre la valeur des actifs au moment du transfert et leur « valeur fondamentale » sous forme de versements annuels (sur 20 ans au maximum). À l'échéance des titres, la banque devra compenser les éventuelles pertes subies.

Dans le « modèle de consolidation » destiné aux banques régionales, les actifs de toute nature peuvent être transférés

Chaque banque peut créer une « structure de liquidation » pour y transférer les actifs concernés, et les pertes éventuelles au moment de leur liquidation sont à la charge des actionnaires (les *Länder* et les Caisses d'Épargne).

La participation au programme n'exige pas de contreparties très importantes de la part des banques : *stress tests* et plafonnement des salaires pour les banques commerciales et engagement de principe sur un effort de restructuration pour les *Landesbanken*. Des incertitudes demeurent, notamment sur l'étendue de la participation, l'effet sur la relance du crédit et le financement du dispositif.

212 En Espagne : un fond de restructuration ordonnée des banques destiné aux petits établissements financiers (*Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, FROB*)

Depuis le début de la crise, le gouvernement espagnol a mis en place plusieurs dispositifs d'aide aux institutions financières : l'extension de la couverture des dépôts, un fond d'acquisition des actifs financiers et un système de garantie de l'État sur les émissions bancaires.

Mais après l'abaissement, le 15 juin 2009, par l'agence Moody's de la note de crédit de plusieurs banques espagnoles, le gouvernement a complété son dispositif afin de faciliter le processus de restructuration des banques de dépôt en difficulté (en cherchant notamment à développer des solutions privées, telles que des fusions) et pour renforcer leur solvabilité. Il s'agit de faire en sorte que les problèmes de solvabilité de petits établissements ne nuisent pas à la confiance placée dans les grandes banques cotées.

Le FROB a été doté d'un capital initial de 9 milliards d'euros mais son budget peut être multiplié par trois en 2009 et par dix ensuite, sous réserve de l'accord du ministère des Finances. Trois-quarts de ses ressources proviennent de l'État et le solde est apporté par une agence privée de garantie des dépôts. Il est piloté par un comité et dirigé par le sous-gouverneur de la Banque d'Espagne. Le fonds permet à la banque centrale d'intervenir auprès des banques, de racheter leurs actions.

La procédure prévue est la suivante :

Étape 1 : recherche systématique de solutions dans le secteur privé avant tout appel au fonds ;

Étape 2 : recours au mécanisme de résolution de crise traditionnel (le DGS) pour renforcer la solvabilité des institutions et présentation par celles-ci d'un plan de retour à la viabilité (*i.e.* le FROB)

prête des liquidités, aux conditions du marché, aux différents fonds de garantie déjà existants en droit espagnol et qui ont notamment pour mission de renforcer le capital des institutions financières) ;

Étape 3 : intervention du FROB dans les institutions qui ne renouent pas d'elles-mêmes avec la viabilité et qui n'ont pas proposé un plan acceptable.

L'intervention du FROB revêt plusieurs formes : remplacement du conseil d'administration ; préparation en un mois d'un plan de restructuration proposant soit une fusion ou une vente de l'institution, soit une vente aux enchères de tout ou partie de ses actifs ; et soutien financier (notamment prise de participation dans le capital). Dans le cas d'une fusion entre deux entités, le fonds peut acquérir des actions de préférence convertibles en actions émises par la société absorbante. Les établissements émetteurs auront jusqu'à cinq ans pour rembourser les sommes empruntées.

213 Une structure publique de cantonnement en Irlande

En août, puis en septembre 2009, le gouvernement irlandais a présenté les principaux points de son projet de loi sur la création d'une *bad bank* (*National Asset Management Company*, NAMA), afin de retirer du bilan des banques les actifs toxiques hérités du boom immobilier qu'a connu l'Irlande avant la crise. Adopté mi-septembre 2009, le dispositif prévoit une enveloppe de 54 milliards d'euros (la structure créée reprend des prêts représentant une valeur nominale de 77 milliards avec une décote de 30 %). Le gouvernement fait le pari que les prix des actifs garantissant les prêts se redresseront en moyenne de 10 %. Ces prêts sont constitués de crédits promoteurs pour 49 milliards et de crédits immobiliers pour 28 milliards, finançant des actifs situés pour les deux tiers en Irlande et à hauteur de 20 % au Royaume-Uni.

Agence indépendante, la NAMA tire ses ressources de la *National Treasury Management Agency* (NTMA). Au moment du transfert vers la *bad bank*, les banques doivent reconnaître une perte dans leurs comptes, correspondant à la différence entre la valeur comptable des actifs et le montant payé par la NAMA. En échange des actifs transférés, les banques reçoivent des obligations émises par la NAMA garanties par l'État. L'opération permet donc aux banques d'améliorer leur profil de liquidité. Une fois ces actifs transférés, ils disparaissent de leur bilan et deviennent propriété de la NAMA, qui est entièrement responsable de leur gestion. Les pertes éventuelles sont donc supportées *in fine* par le gouvernement.

Il s'agit donc d'un programme « classique » de *bad bank*, avec une structure de défaisance centrale et un réel transfert des risques, puisque les pertes éventuelles sur les actifs transférés sont supportées par l'État et non par l'actionnaire. En cela, ce projet diffère du dispositif allemand qui prévoit que chaque institution financière pourra créer sa propre structure de défaisance, et où les pertes finales seront absorbées par les actionnaires des banques et non par l'État.

214 Le *StabFund* en Suisse

UBS, la banque suisse la plus touchée en Europe par la crise du crédit (avec près de 48 milliards de dollars de pertes et de dépréciations) a bénéficié d'un dispositif de soutien massif de l'État en octobre 2008. Une structure de défaisance, le *StabFund*, gérée par la Banque nationale suisse, a récupéré jusqu'à 60 milliards de dollars d'actifs risqués et l'État est entré au capital de la banque, à hauteur de 9 %. En effet, la Confédération avait apporté 6 milliards de francs suisses à UBS,

sous forme d'obligations convertibles en octobre 2008. Le département fédéral des Finances a finalement décidé de revendre à la banque les titres restants de l'emprunt à conversion obligatoire pour 1,8 milliard de francs suisses. Il a ainsi récupéré intégralement son investissement initial dans UBS en réalisant un bénéfice.

Comparaison des dispositifs de défaillance (<i>bad bank</i>) et de garantie des actifs		
	Structure de défaillance	Garantie des actifs
Objectif	Limiter les pertes supportées par les banques et réduire ainsi l'incertitude qui les empêche d'allouer des crédits à l'économie.	
Principe	Les actifs toxiques et/ou illiquides sont cédés à une structure externe qui supportera les pertes <i>in fine</i> . Plusieurs variantes sont possibles : une seule <i>bad bank</i> publique pour tout le système bancaire, ou création d'une structure pour chaque banque (modèle allemand).	L'État garantit certains actifs (déterminés à l'avance) au bilan des banques contre des pertes futures, moyennant le versement d'une prime.
Localisation des actifs	Les actifs sortent immédiatement et définitivement du bilan des banques, et sont gérés séparément par la structure de défaillance, ce qui limite les potentiels conflits d'intérêt.	Les actifs restent au bilan des banques.
Principales difficultés de mise en œuvre	Nécessité de valoriser les actifs cédés, ce qui se révèle très difficile en période de crise.	Trouver le bon équilibre dans la fixation de la prime versée à l'État en échange de la garantie (si trop faible, le coût est important pour le contribuable ; si trop élevée, le dispositif est peu attractif pour les banques).
Coût budgétaire	Important et immédiat	Aucun coût immédiat. Le dispositif n'aura un coût (décalé dans le temps) que sur les pertes effectivement réalisées du portefeuille assuré.
Périmètre d'actifs	Le décalage dans le temps du coût pour le gouvernement permet d'inclure un périmètre plus large d'actifs dans le dispositif de garantie que dans celui de <i>bad bank</i>	
Aléa moral et partage des pertes	La garantie d'actifs offre une meilleure protection contre l'aléa moral : les actionnaires absorbent une première tranche de pertes (par exemple 10 %), voire au-delà de cette première tranche, l'État couvrant néanmoins la plus grosse partie. Ce mécanisme de partage des pertes incite les banques à maximiser le taux de recouvrement en cas de défaut.	

3| LES MESURES DE RACHAT D'ACTIFS : L'EXEMPLE AMÉRICAIN DU PPIP

Le Trésor américain et le FDIC ont lancé un programme de partenariat public/privé pour le rachat des actifs toxiques (*Public private investment program* – PPIP) en mars 2009 visant à nettoyer les bilans des institutions financières assurées auprès du FDIC de leurs encours douteux et actifs toxiques.

Le Trésor devrait au total y consacrer 30 milliards de dollars (après révision à la baisse, en juillet 2009, du montant initialement annoncé – 75 à 100 milliards) issus du fonds de soutien Tarp. Son intention était, à l'origine, de mobiliser, avec la contribution du secteur privé, entre 500 et 1 000 milliards. Quelques mois après son annonce, cette mobilisation des investisseurs s'avère plus faible que prévue, le Trésor faisant état en juillet d'un montant atteignant 40 milliards de dollars au maximum.

Le programme est constitué de deux mécanismes associant des investisseurs privés. L'un, le *Legacy loan program*, traite les créances toxiques des banques ; l'autre, le *Legacy securities program*, dédié au marché de la titrisation, est une extension du TALF (*Term asset-backed securities loan facility*) aux titres (ABS, RMBS, CMBS) qui ont obtenu une notation AAA lors de leur première notation. S'agissant du *Legacy loan program*, le FDIC, qui conseille les banques, apporte aux investisseurs une garantie et, le cas échéant, une aide au financement. Les prêts sont ensuite cédés par un système d'enchères : le meilleur enchérisseur accède à un financement garanti par le FDIC. Les premières opérations devaient avoir lieu au début du mois d'octobre 2009.

Même si le programme a rencontré moins de succès que prévu, il se distingue par son originalité en impliquant doublement le secteur privé : les investisseurs privés participent au processus de fixation des prix et peuvent bénéficier de la garantie de l'État pour financer leurs acquisitions. L'intérêt de ce levier est qu'il permet aux acheteurs de proposer aux vendeurs un prix d'achat supérieur à ce qu'il serait sans le volet refinancement.

Le transfert des risques vers les États

1 | L'EFFET DES POLITIQUES DE RELANCE PENDANT LA CRISE

111 Des montants importants sont mobilisés par les États...

L'intervention des gouvernements à partir de l'automne 2008 a été justifiée par l'ampleur de la chute de l'activité économique ayant suivi la crise financière. Des mesures budgétaires discrétionnaires de relance en complément des stabilisateurs automatiques sont ainsi apparues indispensables pour soutenir la demande finale.

Ces interventions ont eu pour effet un creusement très important des déficits publics. D'après les prévisions publiées par les institutions internationales, les déficits devraient augmenter en 2009 de 5 à 7 points de PIB aux États-Unis et de 4 à 5 points de PIB au Japon ainsi que dans la zone euro. La dégradation se poursuivrait en 2010 mais avec une ampleur bien moindre, sous l'effet du maintien de politiques budgétaires expansives et d'une reprise économique encore très progressive.

Déficits et dettes publics								
<i>(en % du PIB)</i>								
	Déficit public				Dettes publiques			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
États-Unis								
CE	- 6,4	- 11,3	- 13,0	- 13,1	70,7	64,8	75,1	87,3
OCDE	- 6,5	- 11,6	- 11,3	- 9,7	70,0	84,2	93,4	100,7
FMI	- 5,9	- 12,5	- 10,0		70,4	84,8	93,6	
Japon								
CE	- 3,8	- 8,0	- 8,9	- 9,1	173,1	189,8	197,6	206,0
OCDE	- 2,7	- 7,4	- 8,2	- 9,5	172,1	189,5	197,5	204,7
FMI	- 5,8	- 10,5	- 10,2		196,6	218,6	227,0	
Zone euro								
CE	- 2,0	- 6,4	- 6,9	- 6,5	69,3	78,2	84,0	88,2
OCDE	- 1,9	- 5,9	- 6,5	- 6,0	69,5	78,6	84,5	89,3
FMI	- 1,8	- 6,2	- 6,6		69,2	80,0	86,3	
France								
CE	- 3,4	- 8,3	- 8,2	- 7,7	67,4	76,1	82,5	87,6
OCDE	- 3,4	- 8,2	- 8,6	- 8,0	68,1	76,9	84,9	91,7
FMI	- 3,4	- 7,0	- 7,1		67,5	76,7	82,6	
Allemagne								
CE	0,0	- 3,4	- 5,0	- 4,6	65,9	73,1	76,7	79,7
OCDE	0,0	- 2,8	- 4,6	- 4,1	65,9	73,8	77,5	80,4
FMI	- 0,1	- 4,2	- 4,6		67,1	78,7	84,5	

Sources : OCDE et Commission européenne prévisions automne 2009 ; FMI "World economic outlook", octobre 2009

Ce creusement des déficits publics en raison de la crise résulte essentiellement de trois facteurs :

- la chute des recettes fiscales liées à l'activité (constituant l'un des stabilisateurs automatiques qui incluent également la hausse mécanique des dépenses d'assurance chômage et des prestations sociales associées) ;
- l'effet de ciseau entre la chute des recettes fiscales et la croissance des dépenses publiques non sensibles à la conjoncture (masse salariale publique et transferts sociaux en particulier) ;
- et l'impact des plans de relance adoptés par les gouvernements.

L'importance respective de ces facteurs diffère selon les pays. Ainsi, **les stabilisateurs automatiques sont réputés plus forts dans la zone euro, comparativement aux États-Unis et au Japon**, du fait d'un poids des prélèvements obligatoires plus lourd correspondant à un système de protection sociale plus développé. Corrélativement, le niveau élevé des dépenses publiques dans la plupart des pays de la zone euro induit également une rigidité plus forte de celles-ci. De ce fait, la progression spontanée des déficits publics y est plus forte en période de crise qu'aux États-Unis ou au Japon et ces pays ont, dans leur ensemble, moins besoin de recourir aux mesures discrétionnaires pour compléter le jeu des stabilisateurs automatiques. Pour faire face à la crise, les autorités de ces différentes zones économiques ont mis en place des plans de relance budgétaire d'ampleurs différentes : en zone euro, ces mesures représenteraient 1,1 point de PIB en 2009 et 0,8 point en 2010 ; au Japon, elles représentent, d'après le FMI, 4,2 points pour 2009-2010 ; aux États-Unis⁸, les mesures mises en œuvre auraient un impact sur le déficit public de 2 points de PIB en 2009 et à nouveau 1,8 point en 2010.

Toutefois ces estimations pourraient être révisées à la hausse. En effet, les incertitudes sur le rythme de la reprise en 2010 ont conduit un grand nombre de gouvernements à annoncer le prolongement de mesures qui initialement ne portaient effet qu'en 2009.

112 ...même si les évaluations sont divergentes quant à leur impact sur l'activité

Les plans de relance budgétaire ont permis aux économies d'atténuer les effets à court terme de la récession. Toutefois, l'efficacité de ces plans pour soutenir l'activité à moyen terme reste difficile à déterminer du fait des larges incertitudes qui pèsent sur l'évaluation des multiplicateurs budgétaires, particulièrement en raison du caractère inédit de la crise actuelle. En effet, le comportement des agents économiques en réponse aux mesures gouvernementales est plus difficile à anticiper dans un contexte inhabituel en raison des deux facteurs suivants, qui jouent de façon opposée. D'une part, la crise augmente la proportion des ménages faisant face à des contraintes de crédit, étant incapables de moduler leur consommation dans le temps. Ces ménages auront tendance à consommer immédiatement les revenus supplémentaires apportés par la relance budgétaire, donnant ainsi à celle-ci une efficacité maximale. D'autre part, les effets « ricardiens » peuvent se développer en réaction à la dégradation de la situation des finances publiques. Dans ce contexte, les ménages anticipent une hausse future de la fiscalité et épargnent une partie importante du surcroît de revenu procuré par la relance budgétaire, dont l'efficacité est alors réduite. La probabilité de voir de tels effets se développer devrait être limitée par le caractère temporaire et ciblé des mesures de relance. Mais il est également essentiel pour rassurer les agents économiques que les

⁸ Aux États-Unis, deux plans de relance budgétaire d'inégales ampleurs se sont succédés. Le premier, l'Economic Stimulus Act voté en février 2008 est plus modeste que le second, l'American Recovery and Reinvestment Act de février 2009.

gouvernements demeurent crédibles dans leur détermination à consolider leurs finances publiques dès que la crise sera passée.

Panorama des principales mesures de réaction à la crise actuelle pour soutenir l'économie réelle, depuis février 2009, en zone euro, au Royaume-Uni, au Japon et aux États-Unis			
Pays	Date d'annonce / circonstances	Mesures annoncées	Montants mis en œuvre / commentaires
France	9 février 2009 / Pacte automobile	<ul style="list-style-type: none"> Prêts directs de l'État aux constructeurs automobile et à leurs filiales financières (taux de 6 % sur une durée de 5 ans). En contrepartie, les constructeurs ont pris un engagement sur l'emploi et la pérennité des sites d'assemblage en France. 	6,7 milliards €
	18 février 2009 / Sommet social	<ul style="list-style-type: none"> Prime exceptionnelle de 500 € à certains salariés Création d'un fonds d'investissement social doté de 2,5 à 3 milliards d'€ pour coordonner les efforts en matière d'emploi et de formation professionnelle Suppression des deux derniers tiers provisionnels de l'IR pour les plus de quatre millions de foyers fiscaux de la première tranche d'imposition. Un crédit d'impôt destiné aux ménages dépassant légèrement la limite de la première tranche permettra d'étendre la mesure à deux millions de foyers supplémentaires. Prime supplémentaire de 150 € par mois dès le mois de juin pour les trois millions de familles bénéficiant de l'allocation de rentrée scolaire Bons d'achat de services à la personne (200 € par foyer) pour plus d'un million de ménages (APA, complément mode de garde, enfant handicapé...) Encouragement aux entreprises à porter l'indemnisation du chômage partiel à 75 % du salaire brut, par des conventions <i>ad hoc</i> avec l'État 	2,6 milliards €
Espagne	Avril 2008 / suite aux élections	<ul style="list-style-type: none"> Hausse du salaire minimum (de 570 € à 800 € d'ici à 2012) Baisse d'impôts Versement de 400 € par foyer fiscal dès juillet Aides fiscales pour réhabiliter les logements Suppression de l'ISF, remodelage des droits de succession Réduction de 30 % des charges administratives des entreprises d'ici à 2012 	Environ 20 milliards € sur 2 ans, dont 10 milliards en 2008 (1 % du PIB)
	Août 2008 / plan de relance	<ul style="list-style-type: none"> Mesures de soutien aux PME Construction de logements sociaux 	20 milliards € (dont une partie est une reprise des mesures annoncées en avril)
	Novembre 2008 / plan de relance	<ul style="list-style-type: none"> Exonérations de charges et primes à l'embauche de chômeurs Dépenses de R&D Aide au secteur automobile 	10,9 milliards €
Total			Environ 40 milliards € sur 2 ans soit 3,7 % du PIB
Italie	Mai 2008/ suite aux élections générales	<ul style="list-style-type: none"> Suppression de l'impôt sur l'habitation Détaxation des heures supplémentaires et des primes de productivité (2,7 milliards) Financement de ces mesures par une baisse des dépenses publiques 	
	29 novembre 2008 / décret anti-crise	<ul style="list-style-type: none"> Ensemble de mesures de baisse de dépenses et de hausses de recettes qui procurent des ressources utilisées en 2009 et 2010 pour aider les ménages (3 milliards €, dont 2,4 dès 2009 aux ménages à bas revenus), réduire les impôts des entreprises (environ 2,3 milliards) et des ménages (0,7 milliard) et stimuler l'investissement 	5,6 milliards € en 2009 et 3,4 en 2010 (total de 0,6 % du PIB)

.../...

Pays	Date d'annonce / circonstances	Mesures annoncées	Montants mis en œuvre / commentaires
Royaume-Uni	Septembre 2008	<ul style="list-style-type: none"> Plan d'urgence de soutien du marché immobilier Aide aux familles touchées par la hausse des prix de l'énergie 	910 millions £ payés par les énergéticiens sur 3 ans
	25 novembre 2008 / plan de relance inclus dans le pré-budget	<ul style="list-style-type: none"> Baisse du taux normal de TVA de 17,5 % à 15 % du 1^{er} décembre 2008 au 1^{er} janvier 2010 (12,5 milliards £ dont 3,8 d'ici à mars 2009) Aide aux plus modestes (allocations augmentées plus tôt, incitations à épargner pour les plus pauvres...) Construction et rénovation de logements sociaux Suppression des hausses d'impôts sur les sociétés prévues antérieurement Facilités de paiement pour les PME Exemptions d'impôts sur les dividendes étrangers Financement immédiat partiel par hausse des droits sur tabacs et alcools 	20 milliards £ (environ 1,5 point de PIB) injectés d'ici à 2011, dont 16,3 sur le budget 2009-2010 Mesures de financement prévues en 2011-2012
	Début janvier 2009	<ul style="list-style-type: none"> Programme de construction "New Deal" (écoles, hôpitaux, infrastructures, énergie verte) : objectif = création de 100 000 emplois Paquet social : "golden hello" (subvention jusqu'à 2 500 £ pour l'embauche et la formation d'un chômeur depuis plus de 6 mois) Formation de 35 000 apprentis Garantie du gouvernement pour les crédits aux PME (jusqu'à 22 milliards £) 	10 milliards £ 0,5 milliard £ 0,14 milliard £
	Total		31,5 milliards £ (2,2 % du PIB)
Japon	Août 2008	<ul style="list-style-type: none"> « <i>Comprehensive Immediate Policy Package – Easing Public anxiety</i> » 	2 000 milliards ¥
	Octobre 2008	<ul style="list-style-type: none"> « <i>Measures to Support People's Daily Lives</i> » 	6 000 milliards ¥
	Décembre 2008	<ul style="list-style-type: none"> « <i>Immediate Policy Package to Safeguard People's Daily Lives</i> » <p>Ces trois premiers plans ont les mêmes objectifs et concernent essentiellement l'année 2009 :</p> <ul style="list-style-type: none"> – Soutien de la confiance des consommateurs par une aide financière immédiate aux ménages – Amélioration du système de santé – Augmentation de l'aide aux personnes âgées – Allocations familiales pour garde d'enfant et éducation – Soutien des travailleurs dits « non-réguliers » (CDD, temps partiel, intérim...) – Augmentation des allocations chômage – Promotion de la consommation et production « écologiquement favorable » 	4 000 milliards ¥
Avril 2009	<ul style="list-style-type: none"> « <i>Policy Package to Address Economic Crisis</i> » <ul style="list-style-type: none"> – Assurer le bon fonctionnement des marchés – Soutien de l'emploi et de la protection sociale – Revitalisation des économies locales par l'engagement de travaux publics – Soutien de la demande des ménages avec jeunes enfants – Réductions fiscales pour ménages et entreprises actives en R&D – Stimulation de la croissance à long terme – Au total, entre 1,2 et 2 millions d'emplois devront être créés. 	15 300 milliards ¥ (115 milliards €) 3 % du PIB (2 600 milliards ¥) (2 300 milliards ¥) (2 400 milliards ¥) (1 700 milliards ¥) (100 milliards ¥) (6 200 milliards ¥)	
Total		27 300 milliards ¥ (5,4 % du PIB)	
États-Unis	Février 2008	<ul style="list-style-type: none"> Exonérations fiscales pour les ménages à bas et moyens revenus, des incitations fiscales pour les entreprises et des mesures de secours pour le secteur immobilier 	152 milliards \$ (1,1 % du PIB) sur 4 ans
	Février 2009 / suite à la prise de fonction du Président Obama	<ul style="list-style-type: none"> Crédits d'impôts aux ménages et aux entreprises, dépenses d'investissement (notamment en infrastructures), aides aux États américains en difficulté financière, financement de programmes sociaux. 	790 milliards \$ (5,8 % du PIB) sur 10 ans

Dans ses prévisions de printemps 2009, considérant que les multiplicateurs sont en règle générale plus élevés du côté d'une hausse des dépenses publiques (sur l'investissement public en particulier) que d'une baisse des impôts, la Commission européenne a évalué l'impact des plans de relance sur la croissance de la zone euro dans une fourchette comprise entre 0,5 et 1 point de PIB en 2009 et entre 0,4 et 0,7 point en 2010.

Pour leur part, les autorités japonaises estiment que l'impact de leurs plans de relance serait seulement de 2,9 points de PIB supplémentaires sur l'année fiscale se terminant en mars 2010. Ainsi, les effets « ricardiens » sont estimés importants au Japon avec un multiplicateur inférieur à un. La situation précaire sur le marché du travail japonais est une des sources de la forte propension des ménages à épargner.

Aux États-Unis enfin, l'impact des plans de relance budgétaire sur la croissance s'établirait entre 1,4 point et 3,8 points de PIB en 2009, entre 1,1 et 3,4 points en 2010 et entre 0,4 et 1,2 point en 2011.

2 | LES RISQUES EN MATIÈRE DE SOUTENABILITÉ DES FINANCES PUBLIQUES

La hausse des déficits et des dettes publics provoquée par la crise financière et économique met en avant le problème de la soutenabilité de la politique budgétaire. Une politique budgétaire est dite soutenable si elle ne conduit pas à une accumulation de dette excessive qui, sans changement majeur, ne pourrait pas être couverte à l'avenir par des excédents budgétaires. La dynamique de l'endettement public dépend de trois facteurs : le stock de dette publique accumulée, l'écart entre le taux d'intérêt (nominal ou réel) apparent sur la dette et le taux de croissance du PIB (corrélativement nominal ou réel) et enfin le niveau du solde primaire qui dépend de la dynamique respective des recettes fiscales (elle-même fonction de la croissance) et des dépenses publiques.

Pour que le ratio de dette soit stabilisé, à politique budgétaire inchangée, il est nécessaire que le solde primaire demeure à un niveau suffisant pour couvrir l'écart entre le taux d'intérêt sur la charge de la dette et la croissance de l'économie. Plusieurs cas de figure peuvent se présenter :

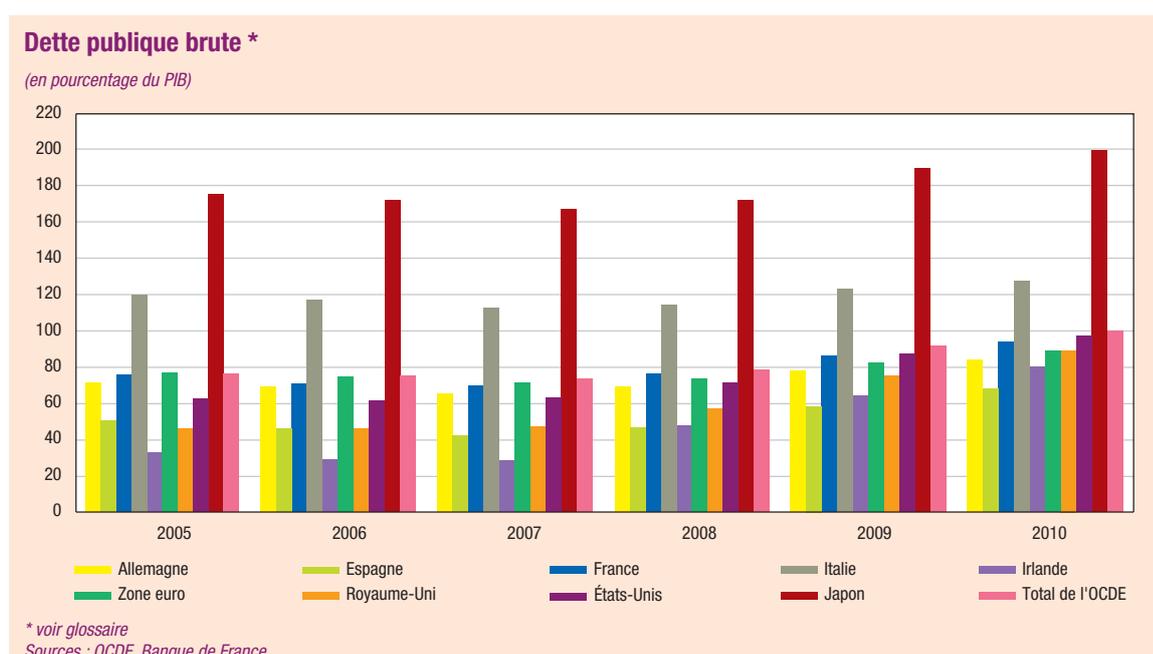
- si le taux d'intérêt est égal au taux de croissance, un solde primaire juste à l'équilibre maintient la dette publique stable ;
- si le taux d'intérêt est supérieur à la croissance, le solde primaire doit être en excédent pour stabiliser la dette publique. On observe autrement un effet « boule de neige » se traduisant par une hausse autoentretenu de l'endettement liée à la charge croissante d'intérêt ;
- si le taux d'intérêt est inférieur à la croissance, le solde primaire peut connaître un déficit sans que le ratio de dette ne s'accroisse forcément.

Cette relation montre que la dynamique de l'endettement découle à la fois de la situation conjoncturelle et de la politique économique passée et présente. En particulier, le taux d'intérêt apparent sur la dette est fonction à la fois de l'orientation de la politique monétaire et de la prime de risque demandée par les marchés financiers sur les titres de la dette publique du pays. Du côté de la politique budgétaire, le stock de dette accumulée est un indicateur de son orientation passée. Or, plus la dette publique est élevée au départ, plus l'excédent primaire nécessaire pour stabiliser le ratio de dette (dans le cas où le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance) devra être élevé. Autrement dit, dans la situation actuelle qui conjugue des taux de croissance économique très faibles et des politiques budgétaires

expansives, les pays qui affichaient un taux d'endettement public élevé avant la crise risquent encore plus de se trouver confrontés à un effet « boule de neige », grevant largement les marges de manœuvre de la politique budgétaire à venir (voir l'encadré 3 dans le cas de la France). De plus, la demande de capitaux supplémentaires adressée par les États sur les marchés obligataires risque de conduire à une hausse des taux d'intérêt à long terme et d'être à la source de pressions inflationnistes.

Ainsi, dans les pays développés, même si la chute de la croissance peut être considérée comme un phénomène transitoire, l'épisode actuel de récession se traduit par une hausse des niveaux d'endettement public et un creusement des déficits primaires. La dette publique brute dans la zone OCDE, qui atteignait 74 % du PIB en moyenne en 2007, pourrait monter à 100 % du PIB en 2010. Tous les pays sont affectés par cette envolée de l'endettement mais ceux qui enregistraient avant la crise des niveaux déjà élevés sont particulièrement vulnérables. Dans la zone euro, plusieurs pays (Italie, Grèce et Belgique) dépasseraient fin 2010 le seuil des 100 % du PIB tandis que le niveau de 80 % du PIB serait atteint par le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne. Au Japon, le creusement du déficit primaire (8,1 % du PIB), combiné avec une croissance négative en 2009 et très faible en 2010, provoquera un endettement proche du seuil des 200 % du PIB à cet horizon. Seule la perspective des faibles taux d'intérêt à long terme diminue le risque de non-soutenabilité. Aux États-Unis, l'endettement ne dépasserait pas 70 % du PIB à l'horizon de 2010 et resterait en conséquence modéré comparé aux autres pays, mais néanmoins très élevé par rapport à ses niveaux historiques.

Ces aspects militent pour un effort de consolidation budgétaire de grande ampleur et s'amorçant dès que les économies sortiront de la récession. Cet effort de consolidation doit en règle générale aller au-delà du seul retrait des mesures de relance et viser à la constitution d'un excédent budgétaire primaire permettant le retour de la dette publique à son niveau d'avant la crise — voire à un niveau inférieur lorsque celui-ci était déjà non soutenable. Une consolidation par le biais de la réduction des dépenses est généralement considérée comme le moyen le plus efficace pour atteindre cet objectif.



3 | LA MONTÉE DU RISQUE SOUVERAIN

Dans ce contexte de finances publiques fortement dégradées, plusieurs questions méritent d'être soulevées : comment mesurer le risque de défaut d'un État sur sa dette ? Peut-on encore parler de taux d'intérêt sans risque pour qualifier les taux des titres émis par les États ?

311 Juillet 2007-mars 2009 : hausse historique des primes de *credit default swaps* (CDS) souverains

Un mouvement généralisé de recorrélation entre primes de CDS souverains

Dès juillet 2007, les primes de CDS ont amorcé une tendance à la hausse, qui traduisait la dégradation générale du climat économique. À partir d'octobre 2008, le niveau des primes de CDS ainsi que la corrélation entre ces primes ont considérablement augmenté, aussi bien pour les primes de pays émergents que pour celles de pays développés.

Le transfert des risques vers le bilan des émetteurs souverains a tiré les primes de CDS vers le haut

L'origine de l'augmentation des primes de CDS des pays développés de fin 2007 à mars 2009 est double : c'est l'importance des engagements financiers des États pour soutenir les banques (augmentation des plafonds de garantie des dépôts, recapitalisations, garanties de dette bancaire) ainsi que l'augmentation rapide de la dette du secteur public suite à la mise en place de plans de sauvetage par les différents gouvernements. Ces plans se sont traduits par un transfert des risques portés par les institutions financières vers les États. Un agent considérant que la dégradation des comptes publics doit se traduire à court terme par une augmentation de la prime de risque souveraine, et donc de la prime de CDS, achète de la protection et espère réaliser un gain *mark-to-market* en revendant plus tard de la protection sur ce nom.

Une augmentation des volumes de transaction sur les CDS souverains

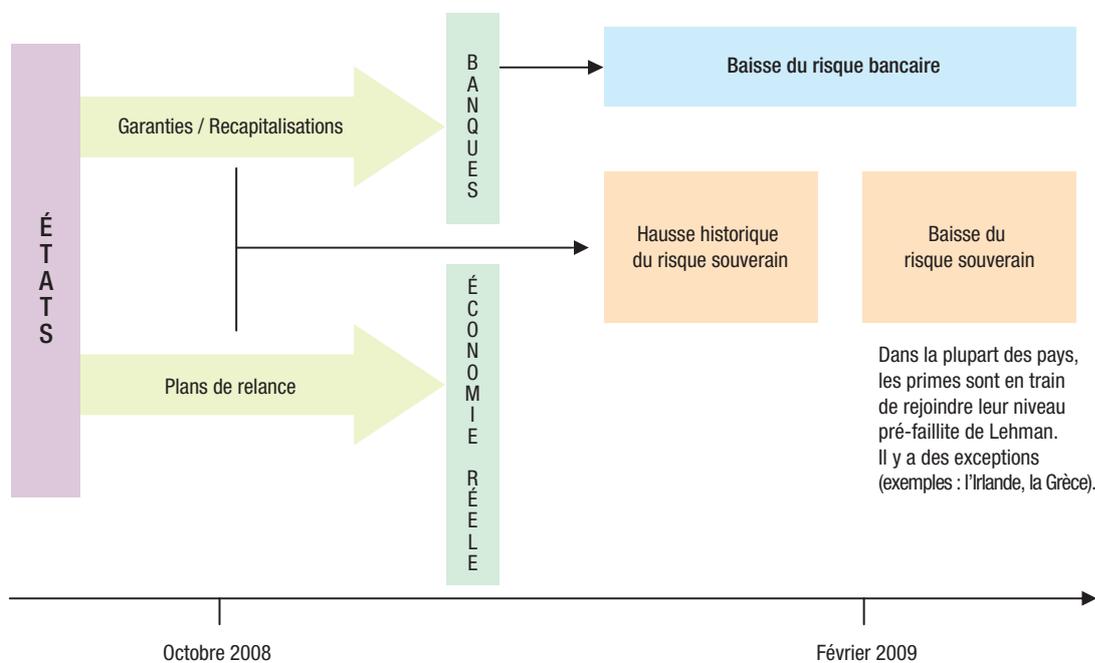
L'augmentation des volumes traités sur les CDS souverains accrédite la possibilité d'une plus forte activité sur ce marché. En effet, le classement en termes de notionnel brut, qui est un bon indicateur de l'activité sur les CDS individuels, a significativement augmenté pour la plupart des émetteurs souverains développés.

Encadré 8 Le risque de crédit souverain : une référence pour les marchés

Par nature, le risque de crédit souverain détermine les caractéristiques des rendements sur le marché de la dette souveraine et affecte directement la capacité des investisseurs, des banques et des institutions financières à diversifier le risque de leur portefeuille de dette. Le risque de crédit souverain est un déterminant majeur de la composition des portefeuilles internationaux et influe sur les flux de capitaux entre les pays. Par ailleurs, la nature de ce risque affecte la capacité d'un émetteur souverain à accéder aux marchés globaux de la dette ainsi que la prime de risque qu'il doit payer pour lever des capitaux.

De la même manière qu'il est possible d'investir dans un credit default swap (CDS) sur un nom d'entreprise, un investisseur peut souhaiter acheter ou vendre de la protection sur un émetteur souverain. Le mécanisme de base est exactement le même que pour un CDS dit corporate : l'acheteur de protection verse une prime au vendeur de protection jusqu'à l'échéance du contrat ; en cas d'événement de crédit, l'acheteur de protection peut vendre la dette de l'entité ayant fait défaut au vendeur de protection pour sa valeur au pair.

En pratique, les événements de crédit sur les émetteurs souverains résultent principalement d'une restructuration de la dette (cf. l'Argentine en août 2002), par exemple un rééchelonnement des paiements. Dans le cas des pays émergents, il peut également s'agir d'un défaut de paiement (cf. l'Équateur en 1999 et 2008). Plus exceptionnellement, le défaut souverain peut être provoqué par une répudiation de la dette ou un moratoire sur la dette (cf. moratoire sur la dette mexicaine en 1982).



312 Quelles conséquences de cette hausse des primes souveraines ?

Pour les banques et les *corporate* : une dislocation du marché de la dette

Naturellement se pose la question de savoir laquelle des primes de CDS, souveraine ou *corporate*, impacte l'autre. En effet, dès le début de la crise, les primes *corporate*, principalement des institutions financières, ont affiché des maxima historiques.

Banques

Les aides gouvernementales au secteur financier ont été perçues positivement par les intervenants de marché et ont permis, dans un premier temps, d'endiguer la hausse des primes de CDS des banques. Par la suite, l'augmentation massive de la dette des États a provoqué de manière quasi mécanique une augmentation de la prime des CDS souverains. Ceci s'est traduit par une déconnexion temporaire entre primes des financières et des émetteurs souverains (cf. schéma *supra*). À partir de février 2009, la hausse du risque souverain et celle du risque de crédit bancaire se sont à nouveau mutuellement renforcées. Le marché des CDS peut donc structurellement alimenter sa propre hausse à travers les relations entre émetteurs souverains et institutions financières et le transfert des risques du bilan des banques vers les comptes publics induit par les plans de sauvetage.

Corporate

Par ailleurs, cette tension sur les primes souveraines n'est pas sans conséquence sur le financement des entreprises. En février 2009, un grand nombre d'entreprises de pays développés affichaient une prime de CDS inférieure à celle de leur État, dégradant leurs conditions de financement.

Cette rupture des liens fondamentaux entre ces différents segments du marché dérivé se retrouve sur le marché sous-jacent des émissions obligataires. Le taux des émissions d'État représente la référence et la borne inférieure pour les émissions *corporate* ; or un tel référentiel n'existe pas sur le marché des CDS. Ainsi, alors que les primes de CDS de certaines entreprises sont inférieures à celle de leur souverain, leurs obligations affichent un *spread* positif sur les émissions d'État. Théoriquement, la condition de non-arbitrage entre le marché obligataire et le marché des CDS⁹, implique que la base, c'est-à-dire l'écart entre la prime de CDS et le *spread* obligataire pour une entité et une maturité donnée soit nulle¹⁰. À terme, une correction semblait donc inévitable, elle s'est produite à partir de mars 2009.

Pour les souverains : un impact possible sur les notations (*ratings*) d'agence

Depuis début 2008, quelques pays développés ont été dégradés par l'une des trois principales agences de notation. Parmi ces pays, plusieurs d'entre eux font partie de la zone euro (Grèce, Italie, Portugal, Espagne et Irlande). Par ailleurs, la forte pression exercée sur les CDS souverains a provoqué une dégradation des notations implicites tirées des primes de CDS. Ainsi, alors que le Royaume-Uni est noté AAA par Standard & Poor's, Fitch Ratings et Moody's, son *rating* tiré des primes de CDS est de AA+. Cet écart est encore plus impressionnant pour l'Irlande, notée AA+ et dont le *rating* implicite est de BBB, soit à la limite de la catégorie spéculative (cf. graphique « Notations de crédit et notations implicites... » ci-après).

En règle générale, la notation implicite d'une entité *corporate* est un assez bon prédicteur de sa note future¹¹. Bien que la comparaison entre notations *corporate* et souveraines ait ses limites, un tel écart entre notation et notation implicite semble difficilement tenable à long terme. *In fine*, la dégradation d'un émetteur souverain détériorerait les conditions de financement de la dette publique mais aussi de la dette des entreprises.

313 Mars-octobre 2009 : une diminution en demi-teinte des primes de CDS souverains des économies développées

Les primes sur CDS souverains des pays développés ont atteint des niveaux historiques après l'annonce par ces gouvernements de vastes plans de relance en octobre 2008, avec un pic en février 2009. L'Irlande était « négociée » alors à 400 points de base, soit plus de 300 points de base au-delà des CDS des pays jugés les plus sûrs (Allemagne, France).

À partir de mars-avril 2009, alors que les gouvernements ont annoncé des déficits publics record, les primes de CDS sont revenues à des niveaux deux fois moins élevés qu'au mois de février. En octobre 2009, elles ont quasiment rejoint leur niveau pré-faillite de Lehman Brothers.

Ce décalage persistant entre le niveau des CDS et la notation de crédit pourrait impliquer à terme de nouvelles dégradations de la note de certains pays avancés.

Les CDS souverains restent plus difficiles à interpréter que les CDS *corporate* pour au moins trois raisons :

- les défauts sur la dette publique des pays développés sont rares, ce qui rend difficile l'estimation des taux de recouvrement en cas de faillite, un déterminant clé de la valorisation des CDS ;

⁹ Démontrée par Duffie (1999), Duffie et Singleton (1999) et Hull et White (2000), entre autres

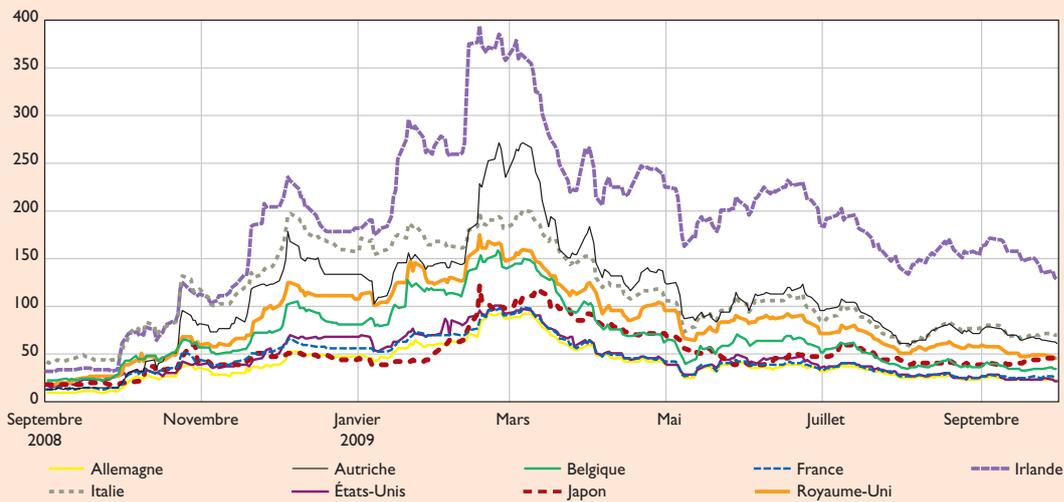
¹⁰ En pratique, un certain nombre de raisons explique que la base n'est jamais parfaitement égale à zéro.

¹¹ Par exemple, la notation implicite du CDS Delphi a commencé à se dégrader près de trois ans avant le défaut de l'entreprise (sa notation n'a commencé, elle, à diminuer que six mois avant le défaut).

- une entreprise bénéficie généralement d'une période de grâce sur ses dettes avant la faillite, ce qui n'est pas le cas des gouvernements ;
- enfin, ce marché des CDS sur pays développés est très récent et encore « immature ». Pour mémoire, avant la crise financière, il était quasiment inexistant mais a ensuite augmenté plus rapidement que l'ensemble du marché. Toutefois, les montants traités restent encore faibles comparativement aux transactions obligataires et aux CDS *corporate*. La chambre de compensation américaine, DTCC, enregistre pour les CDS sur la dette américaine un notionnel de 9 milliards de dollars, soit 0,1 % de la dette publique. D'après les statistiques de la BRI, la valeur des CDS souverains représente seulement 6 % du marché total des CDS.

Prime de CDS des pays développés

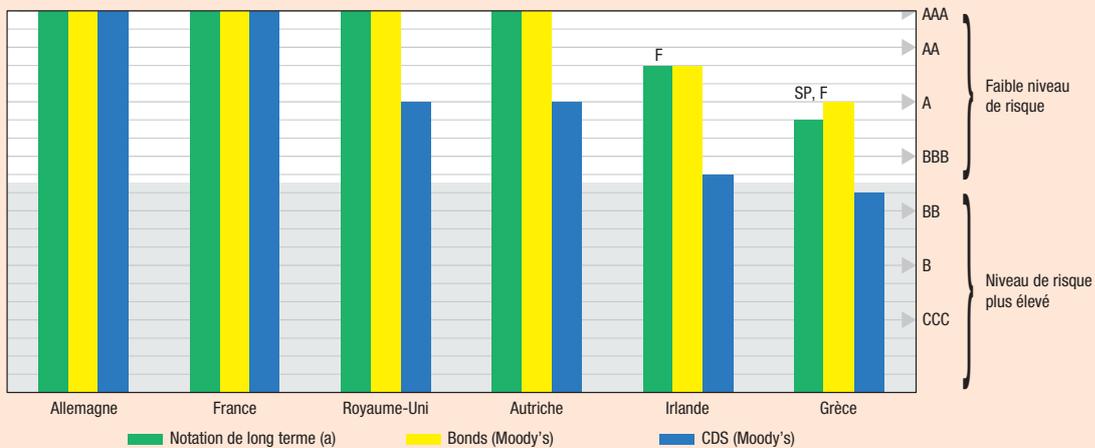
(en points de base)



Source : Bloomberg

Notations de crédit et notations implicites

(extraites des obligations et des primes de CDS de certains pays de la zone euro et du Royaume-Uni au 30 novembre 2009)



(a) Si la notation de crédit n'est pas la même pour les 3 agences, la notation la plus faible est retenue, le sigle de l'agence étant mentionné (M : Moody's, SP : Standard & Poor's, F : Fitch Ratings).
Sources : Bloomberg, Moody's

PARTIE 3

LA RÉGULATION
FINANCIÈRE

La crise a suscité un mouvement de renforcement de la réglementation microprudentielle, en particulier dans le cadre de Bâle II. Mais les réformes en cours visent également à ajouter une dimension macroprudentielle à la réglementation, en prenant en compte deux aspects de cette dernière : le premier est lié au risque de procyclicité du système financier vis-à-vis de l'économie réelle, et le second renvoie à la surveillance du risque systémique.

« La crise financière nous a enseigné de douloureuses leçons. Si cette crise a de multiples causes, parmi lesquelles, peut-être, les politiques macroéconomiques, il est également clair qu'elle nous contraint à reconsidérer notre manière de réguler et de superviser le système financier¹ ».

La crise a montré, en outre, que les règles comptables n'étaient pas toujours adaptées et que, faute de traduire une réalité économique, elles ont pu avoir des effets majeurs sur certains comportements et sur l'évolution de certains marchés.

À court terme, réformer les incitations : rémunérations et règles comptables

1| METTRE EN PLACE DES SYSTÈMES DE RÉMUNÉRATION INCITATIFS

Les initiatives du président français ont créé une dynamique, d'abord européenne, qui a ensuite permis aux chefs d'État et de gouvernement, lors du G 20 de Pittsburgh, de s'accorder sur un ensemble de règles visant à assurer que les pratiques de rémunération des banques restent compatibles avec les objectifs de stabilité financière.

Les règles fixées par le G 20 s'appuient en grande partie sur les travaux du Forum de stabilité financière, devenu le Conseil de stabilité financière (CSF). Celui-ci a en effet publié dès avril 2009 des principes pour de saines pratiques en matière de rémunérations et, en septembre, une version plus opérationnelle, sous forme de normes de mise en œuvre (cf. communiqué ci-après).

Ces principes et normes s'organisent autour de quatre grands thèmes :

- principe de **bonne gouvernance** : le CSF indique que les établissements financiers importants doivent constituer un comité des rémunérations responsable de la définition et du fonctionnement des systèmes de rémunération. Il prévoit également que le personnel employé dans les fonctions de contrôle financier et de contrôle des risques doit être rémunéré d'une manière indépendante des lignes d'activités contrôlées ;

¹ Publication de la Revue de la stabilité financière de la Banque de France intitulée « Quel avenir pour la régulation financière ? », remarques de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, Londres, 4 septembre 2009

Extrait du communiqué du G 20 de Pittsburgh des 24-25 septembre 2009

« Réformer les pratiques en matière de rémunération pour soutenir la stabilité financière : les rémunérations excessives dans le secteur financier ont à la fois reflété et encouragé une prise de risque excessive.

La réforme des politiques et des pratiques de rémunération constitue une part essentielle des efforts entrepris pour accroître la stabilité financière.

Les normes de mise en œuvre édictées par le Conseil de stabilité financière (CSF) visent à aligner les rémunérations sur la création de valeur à long terme et sans prise de risque excessive, notamment :

- en évitant les bonus garantis sur plusieurs années ;
- en exigeant qu'une proportion significative de la part variable des rémunérations soit différée, liée à la performance, soumise à des clauses de récupération appropriées² et versée sous forme d'actions ou d'instruments similaires, aussi longtemps que ceux-ci créent des incitations alignées avec la création de valeur à long terme et l'horizon de réalisation des risques ;
- en assurant que la rémunération des dirigeants et des personnels dont les activités ont une incidence matérielle sur l'exposition aux risques soit conforme avec la performance et les risques ;
- en rendant les politiques et les structures de rémunération des entreprises transparentes à travers des exigences en termes de publication d'information ;
- en limitant la part variable des rémunérations en pourcentage des revenus totaux nets quand elle est incompatible avec le maintien d'une base en capital solide ; et
- en assurant que les comités de rémunération surveillant les politiques de rémunération sont capables d'agir de façon indépendante.

Les superviseurs doivent avoir la responsabilité de surveiller les politiques et les structures de rémunération des entreprises en tenant compte des risques institutionnels et systémiques et, si nécessaire pour compenser des risques supplémentaires, **d'appliquer des mesures correctrices, telles que des exigences en capital supérieures, aux entreprises qui ne mettent pas en œuvre des politiques et pratiques de rémunération saines**. Les superviseurs doivent avoir le pouvoir de modifier les structures de rémunération dans le cas d'entreprises défaillantes ou qui nécessitent des interventions publiques d'urgence.

Les entreprises doivent mettre en œuvre ces saines pratiques de rémunération immédiatement.

Le CSF doit surveiller la mise en œuvre de ces normes et proposer des mesures supplémentaires avant mars 2010. »

² Le paiement différé permet l'instauration d'un système de malus en cas d'échec.

- principe de **saine gestion** afin de mieux prendre en compte les risques encourus : pour le CSF, les bonus garantis sur plusieurs années ne sont pas compatibles avec une gestion saine du risque. Il indique également qu'une part importante, entre 40 % et 60 %, des rémunérations variables des dirigeants et personnels dont l'activité est susceptible d'avoir une incidence sur l'exposition aux risques de l'entreprise, doit être versée de façon différée sur plusieurs années. Une part importante, supérieure à 50 %, de la rémunération variable doit être versée sous forme d'actions ou d'instruments similaires ;
- principe de **transparence accrue** : le CSF prévoit l'obligation pour les institutions financières de publier un rapport annuel en temps utile détaillant leurs systèmes de rémunération et les montants accordés ;
- principe de **supervision rigoureuse** : le CSF prévoit des actions correctrices rapides des superviseurs en cas de non-respect de ces normes par les établissements financiers, dans le cadre du pilier 2 de Bâle II. Il rappelle également l'importance d'une coordination internationale étroite entre superviseurs sur ce sujet.

Les États européens sont les plus avancés dans la transposition de ces règles négociées au niveau international, puisque quatre d'entre eux (France, Royaume-Uni, Allemagne et Pays-Bas) ont déjà introduit de nouvelles règles dans leur droit national ou sont sur le point de le faire.

2 | RÉVISER LES RÈGLES COMPTABLES

Les normes comptables, tant les normes *International financial reporting standards* (IFRS) produites par l'*International accounting standards board* (IASB), applicables aux entreprises cotées de l'Union européenne, que les normes américaines *Generally accepted accounting principles* (GAAP) édictées par le *Financial accounting standards board* (FASB) ont révélé certaines insuffisances dans un contexte de forte perturbation des marchés financiers.

Parmi ces insuffisances on retiendra :

- un provisionnement trop faible, sous-estimant le risque de crédit, et surtout trop tardif dans le cycle économique ;
- une valorisation à la juste valeur (*fair value*) déconnectée de la valeur réelle de certains instruments financiers négociés sur des marchés devenus illiquides ;
- une classification des instruments financiers trop complexe pour être appliquée de façon uniforme ;
- un recours massif à la titrisation facilité par son traitement comptable ;
- des divergences entre les normes IASB et FASB ayant pu conduire à des distorsions de concurrence entre banques.

Bien que ces points n'aient pas été directement à l'origine de la crise financière, ils ont néanmoins pu en accentuer certains aspects ; de ce fait, la réforme des normes comptables, notamment celles applicables aux instruments financiers, est devenue un des chantiers prioritaires du G 20. Le Comité de Bâle a également publié en août 2009 des principes directeurs pour la refonte des normes applicables aux instruments financiers³.

Encadré 9 Les recommandations du Comité de Bâle en matière de valorisation des instruments financiers (IAS 39)

Pas d'extension de la juste valeur (*fair value*) suite à la crise

En cas de forte perturbation des marchés, la mesure à la juste valeur de certains instruments a conduit à des valorisations erronées et éloignées de leur valeur réelle, ce qui s'est répercuté dans la comptabilisation des résultats. La question de la fiabilité des données utilisées, que ce soit des données observées sur les marchés ou déduites de modèles financiers s'est alors posée. La conclusion a été que la mesure à la juste valeur et sa traduction comptable en compte de résultat devraient, dans le futur, être réservées aux instruments qui peuvent être mesurés en utilisant des données suffisamment fiables.

Une comptabilité qui reflète les *business models*

*Un large consensus s'est dégagé pour donner la primauté au modèle de gestion (*business model*) de l'entreprise plutôt qu'aux caractéristiques de l'instrument détenu. En effet, un même type d'instruments peut être détenu pour des finalités différentes : soit pour être rapidement cédé, soit pour être conservé jusqu'à maturité. Il doit pouvoir être évalué de la façon qui reflète le mieux l'objectif de la détention. Lorsque le but est la cession, la juste valeur reste adaptée ; en revanche la méthode du coût amorti est justifiée en cas de détention prolongée.*

Un provisionnement plus tôt dans le cycle économique

La prime de risque qui est inhérente à la distribution des instruments financiers est destinée à couvrir des risques de pertes futures, bien que non encore matérialisées au moment de la mise en place de l'instrument (exemple : un prêt bancaire). Pour refléter ce risque, il est proposé de constituer progressivement des provisions dès la mise en place de l'instrument et sur toute sa durée de vie, à hauteur de la prime de risque constatée et sans attendre la survenance d'un défaut de paiement. Ce provisionnement sur la durée de vie de l'instrument pèsera en contrepartie sur l'enregistrement des produits d'intérêt dans les premiers temps de la mise en place de l'instrument.

Pas de règles arbitraires

Enfin, la comptabilité doit refléter la réalité économique des opérations et la façon dont les instruments sont gérés, y compris les changements de mode de gestion qui peuvent intervenir dans la vie de l'entité. Ainsi une entité doit pouvoir céder des instruments qu'elle avait l'intention de détenir jusqu'à maturité, ou au contraire conserver des instruments qu'elle souhaitait initialement céder, sans en être empêchée ou subir de mesures pénalisantes, pour autant que ces opérations soient réalisées en toute transparence.

*Le Comité de Bâle souhaite donc que le passage d'une catégorie (par exemple *fair value*) à une autre (coût amorti) puisse être autorisé de manière exceptionnelle.*

³ <http://www.bis.org/publ/bcbs161.pdf?noframes=1>, cf. encadré 11

Parmi les principales évolutions attendues dans le domaine de la réglementation comptable, on peut notamment citer :

- la constitution de provisions plus tôt dans le cycle. Au lieu de comptabiliser des provisions lorsque le risque de perte est avéré, comme c'est actuellement le cas, on se dirige vers une méthode de provisionnement prospectif contracyclique selon laquelle la constitution progressive de provisions se ferait dès l'émission de l'instrument financier (cf. encadré 10). Ces provisions reposeraient sur les données historiques de pertes de l'établissement financier considéré ;
- une application de la juste valeur fondée sur les préconisations du groupe d'experts réunis par l'IASB et reflétant en comptabilité le degré d'incertitude lié à l'obtention de la juste valeur (la juste valeur peut être obtenue directement à partir des valeurs de marché ou indirectement en utilisant des modèles statistiques) ;
- une simplification du classement des instruments financiers en deux grandes catégories (au lieu de cinq actuellement). La première catégorie correspond aux instruments mesurés en juste valeur avec comptabilisation des variations de valeur soit en compte de résultat, soit au bilan. Une seconde catégorie correspond aux instruments mesurés selon la méthode du coût amorti. Cette catégorie correspond bien évidemment à l'activité bancaire classique d'octroi de prêts ;
- une refonte des règles de consolidation (ou déconsolidation) des actifs ou passifs financiers en retenant comme critère principal la notion de contrôle, ce qui aurait des répercussions sur les opérations de titrisation. L'information financière publiée devrait être également plus étoffée ;
- une harmonisation des normes comptables au niveau mondial pour éviter toute distorsion de concurrence entre banques et faciliter la comparaison des états financiers. Les normalisateurs IASB et FASB ont réitéré leur volonté de faire converger leurs normes d'ici juin 2011 ; le G 20 l'a d'ailleurs rappelé dans son communiqué de Pittsburgh.

La nouvelle norme comptable IFRS concernant la classification des instruments a été adoptée et publiée par l'IASB le 12 novembre 2009. L'adoption des autres normes IFRS devrait s'étaler sur 2010 et les dates de mise en œuvre échelonnées dans le temps afin de permettre aux établissements de crédit d'adapter leurs systèmes d'information.

Encadré 10 Provisionnement et procyclicité

La crise a révélé certaines faiblesses dans les règles comptables appliquées par les institutions financières. Plus d'un an après, un consensus semble se dessiner autour de l'idée du provisionnement dynamique afin de limiter les effets procycliques des règles comptables.

Principe

Constituer des provisions par imputation sur les résultats réalisés en période haute de cycle et les utiliser en cas de détérioration de la conjoncture afin d'atténuer l'impact des pertes sur le compte de résultat. Ce procédé a aussi l'avantage de contribuer à limiter le gonflement excessif des profits en période d'expansion économique et donc la trop large distribution de dividendes.

Mécanismes

Deux approches font actuellement l'objet de discussions :

- **l'actualisation des cash-flows attendus**

Il s'agit de calculer le taux d'intérêt effectif (TIE) d'un portefeuille de prêts. Le TIE est le taux qui permet d'obtenir la valeur nette comptable du portefeuille de prêts en actualisant les cash flows futurs :

- déterminés sur la base du taux contractuel auquel les prêts ont été négociés ;
- corrigés des pertes attendues selon les données historiques de l'établissement pour des prêts similaires.

Les cash flows ainsi calculés sont inférieurs à ceux qui seraient calculés sur la base du seul taux nominal. Avec cette méthode, les intérêts sont reconnus sur la base d'un TIE inférieur au taux contractuel, ce qui permet de constituer les provisions par différence, et d'alimenter ainsi une « réserve » utilisable en cas de retournement du cycle économique.

- **le modèle espagnol de provisionnement dynamique**

Cette approche consiste à calculer le montant de provisions à réaliser lors d'une phase d'expansion économique afin de compenser les défaillances de paiement en période de ralentissement. Plusieurs hypothèses doivent être faites :

- catégorisation des prêts par classe de risques ;
- détermination de deux indicateurs reflétant l'historique des pertes et des provisions : un coefficient reflétant les pertes inhérentes à l'accroissement de l'encours de prêts et un coefficient correspondant au niveau moyen de provisions observé sur le long terme.

En période d'expansion économique, le niveau de provisions a tendance à être sous-évalué par rapport à la moyenne historique.

Au contraire, en période de récession, l'encours de prêts a tendance à se contracter et les provisions spécifiques augmentent.

L'objectif du système est d'introduire un élément dynamique qui joue un rôle contracyclique en accroissant le rythme des provisions en période de croissance, et en le diminuant en période de ralentissement économique.

À moyen terme, réformer la réglementation microprudentielle...

En réponse aux recommandations des chefs d'États et de gouvernements du G 20 (notamment suite au sommet d'avril 2009 à Londres) et à celles du Conseil de stabilité financière, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a lancé un programme de réformes destinées à améliorer la réglementation, la supervision et le cadre de gestion des risques du secteur bancaire. L'objectif de ces réformes est à la fois d'améliorer la résistance du secteur bancaire à d'éventuels chocs futurs et de limiter la procyclicité des comportements financiers. Le Comité de Bâle a fait fin 2009 des propositions concrètes sur toute la série de mesures détaillées ci-après⁴. Des études d'impact seront menées au cours de l'année suivante, pour un calibrage précis des nouvelles exigences réglementaires qui devra être finalisé fin 2010. Leur mise en œuvre sera progressive, en fonction des évolutions dans les secteurs financier et réel. En effet, une adoption trop rapide pourrait entraver la reprise économique. Lors de la réunion du G 20 à Pittsburgh en septembre 2009, la date de fin 2012 a été avancée.

1 | DE NOUVELLES EXIGENCES EN CAPITAL

Les réformes en cours visent à renforcer le cadre de réglementation du capital bancaire sous plusieurs aspects : renforcement de la transparence, de la qualité et de la quantité des fonds propres, meilleure couverture des risques de marché, et introduction d'un ratio de levier. Une réflexion est également en cours sur la mise en œuvre de « coussins de capital » contracycliques (cf. *infra* « ... et instaurer une réglementation macroprudentielle »).

111 Définition des fonds propres

La crise a démontré la nécessité de renforcer la qualité, la transparence et l'harmonisation internationale des fonds propres ainsi que leur niveau global disponible dans les établissements financiers, afin de rendre ces derniers plus résistants et de rétablir la confiance des marchés. En effet, pendant la crise, certains instruments complexes ou hybrides, intégrés dans la définition des fonds propres, se sont montrés insuffisants pour absorber les pertes. Par ailleurs, la diversité et la complexité des fonds propres rendent difficiles l'évaluation de la réelle solvabilité des banques par les superviseurs et les marchés ainsi que toute comparaison internationale.

La proposition du Comité de Bâle prévoit (i) que les fonds propres de base (*Tier One*) seront composés de manière prédominante d'actions ordinaires, des réserves et du report à nouveau, (ii) une harmonisation des déductions et des filtres prudentiels, (iii) l'enregistrement de ces ajustements, actuellement réalisés sur le total des fonds propres, sur les fonds propres de base.

⁴ Cf. Communiqué de presse du Comité de Bâle, 17 décembre 2009

Pour les établissements bancaires mutualistes ou coopératifs qui ne peuvent émettre d'actions ordinaires, il est envisagé d'établir une liste de critères portant sur la capacité des instruments à absorber les pertes de façon similaire aux actions ordinaires. Il s'agit donc d'avoir de nouvelles exigences sur la substance économique et la capacité d'absorption des instruments de fonds propres et non pas sur leur forme juridique.

112 Une meilleure couverture des risques de marché

Le Comité a renforcé récemment les règles concernant la gestion des risques, au titre des trois piliers de Bâle II. Ainsi, à partir de la fin 2010, les activités de marché, les opérations de titrisation et de retitrisation, ainsi que les expositions hors-bilan se verront appliquer des charges en capital plus élevées. En particulier, le traitement des titrisations et retitrisations du portefeuille de négociation sera aligné sur celui du portefeuille bancaire, afin d'éviter l'arbitrage réglementaire.

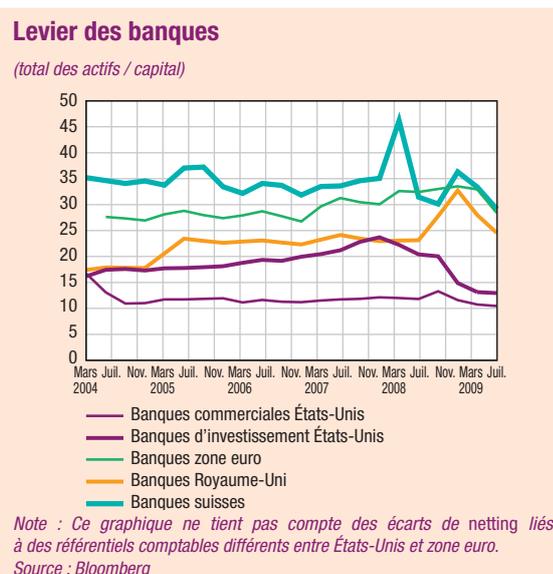
Le calcul d'une valeur en risque (VaR) en temps de crise sera également introduit pour ce qui concerne le portefeuille de négociation, afin de limiter le caractère cyclique des normes de capital. Les obligations de transparence s'appliquant à ces activités seront en outre renforcées (pilier 3).

Dans le prolongement des mesures visant le portefeuille de négociation, une revue fondamentale des risques de marché vient d'être lancée. Dans un premier temps, celle-ci doit faire un état des lieux des activités de marché de banques et des modèles utilisés pour en mesurer les risques afin de répertorier leurs insuffisances. Elle devra ensuite établir un nouveau cadre prudentiel, définissant plus clairement la frontière entre le portefeuille de négociation et le portefeuille bancaire, et réévaluant le capital réglementaire en accord avec les risques encourus dans le portefeuille de négociation.

113 Ratio de levier

Un tel ratio est destiné à compléter les normes de capital actuelles fondées sur les actifs pondérés du risque, en introduisant une mesure simple de l'effet de levier des banques (actifs/capital). Le degré de contrainte affecté à cette nouvelle mesure est en cours de discussion. Dans l'immédiat, beaucoup de difficultés restent à résoudre pour atteindre l'objectif d'un ratio simple, harmonisé et efficace (*Introduction d'un ratio mesurant l'effet de levier en complément du dispositif Bâle II fondé sur le risque pour parvenir, à terme, à un traitement en pilier 1 fondé sur un examen et un calibrage appropriés*)⁵.

L'introduction de cette nouvelle mesure nécessite un travail de calibrage important, portant principalement sur l'intégration du hors-bilan, le traitement des dérivés



⁵ Extrait du communiqué de presse des gouverneurs et représentants des autorités de supervision en réunion le 6 septembre 2009

et de la titrisation. En effet, sur le premier point, l'exemple du ratio de levier actuel américain a montré que lorsque les éléments hors-bilan ne sont pas inclus dans le ratio, celui-ci ne permet pas d'évaluer le niveau réel de levier et de prise de risque des banques. Bien plus, il a pu encourager certains arbitrages réglementaires en provoquant le développement d'activités hors-bilan. Ces éléments soulèvent la question de l'arbitrage entre la simplicité du ratio et l'évaluation la plus exhaustive possible des expositions des banques.

Enfin, le ratio de levier devra prendre en compte les différences entre les référentiels comptables (notamment en termes de compensation des positions – *netting*), afin d'assurer qu'il soit comparable internationalement et ne désavantage pas certaines juridictions.

2 | DE NOUVELLES EXIGENCES EN LIQUIDITÉ

La crise a montré que le dispositif sur la solvabilité doit être complété par un dispositif sur la liquidité, à la fois au niveau de chaque institution individuelle et au niveau du système dans son ensemble. Toutefois, en raison de sa complexité, ce dernier domaine est parmi ceux dont les travaux sont les moins achevés.

Les risques de liquidité des banques sont très complexes à appréhender. Ils revêtent trois dimensions principales, qui sont très variables d'une institution à une autre et dépendent du *business model* des banques : déséquilibres de maturité entre l'actif et le passif, caractéristique de liquidité des instruments détenus à l'actif, et nature des sources de financement (marchés ou dépôts).

Suite aux travaux du Comité de Bâle, les standards de liquidité applicables aux banques devraient évoluer vers l'introduction de règles et d'exigences communes en matière de financement (*funding liquidity*), qui devraient inclure un ratio d'actifs liquides minimum pour faire face à des épisodes de tensions sur les marchés à l'horizon d'un mois et un ratio plus structurel encadrant la transformation à moyen et long termes⁶.

Toutefois, plusieurs aspects restent en suspens, notamment le niveau d'application de ces standards (niveau consolidé ou non) et la composition du stock d'actifs liquides.

⁶ Extrait du communiqué de presse du Comité de Bâle du 6 septembre 2009, « Une réponse globale à la crise bancaire mondiale : introduction d'une norme internationale minimale pour encadrer la liquidité bancaire (*funding liquidity*), incluant ratio de liquidité minimum en cas de tensions ainsi qu'un ratio de liquidité *structurelle* à plus long terme ».

Communiqué de presse des gouverneurs de banque centrale et des superviseurs
Comité de Bâle sur le contrôle bancaire – 6 septembre 2009

Une réponse globale à la crise bancaire mondiale

Le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des superviseurs, organe de surveillance du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, s'est réuni le 6 septembre afin d'examiner un éventail complet de mesures destinées à renforcer la régulation, le contrôle et la gestion du risque dans le secteur bancaire. Ces mesures permettront de réduire sensiblement la probabilité et la gravité des crises économiques et financières.

Jean-Claude Trichet, qui préside le Groupe, a souligné que les accords conclus aujourd'hui entre les vingt-sept principaux pays du monde étaient essentiels, dans la mesure où ils fixaient les nouvelles normes en matière de la régulation bancaire et de surveillance prudentielle au niveau mondial.

Nout Wellink, président du Comité de Bâle et de la Banque des Pays-Bas, a déclaré que les banques centrales et les superviseurs avaient réagi à la crise en renforçant la régulation microprudentielle, notamment le dispositif Bâle II, et qu'elles travaillaient actuellement à la mise en place d'un dispositif macroprudentiel incluant des « coussins de capital » contracycliques, ainsi que sur des dispositions pratiques permettant de traiter les risques liés aux banques interconnectées d'importance systémique.

Les gouverneurs de banque centrale et les superviseurs sont parvenus à un accord sur des mesures clés destinées à renforcer la régulation du secteur bancaire. Ces mesures sont les suivantes.

- Amélioration de la qualité, de la cohérence et de la transparence des fonds propres de niveau 1 (Tier One). Ces derniers doivent être en majorité constitués d'actions ordinaires et de bénéfices mis en réserve. Des principes appropriés seront définis pour les institutions qui ne sont pas des sociétés par actions afin de garantir qu'elles détiennent des niveaux comparables de fonds propres Tier One de qualité élevée. En outre, les déductions et les filtres prudentiels seront harmonisés au plan international et appliqués, de façon générale, au niveau des actions ordinaires ou de leur équivalent s'il ne s'agit pas de sociétés par actions. Enfin, toutes les composantes des fonds propres feront l'objet de publications.
- Introduction d'un ratio mesurant l'effet de levier en complément du dispositif Bâle II fondé sur le risque pour parvenir, à terme, à un traitement en pilier 1 fondé sur un examen et un calibrage appropriés. Afin d'assurer une comparabilité, les modalités de ce ratio seront harmonisées au niveau international, neutralisant ainsi les différences comptables.
- Introduction d'une norme internationale minimale sur la liquidité et le financement bancaire incluant un ratio de liquidité minimum en cas de tensions ainsi qu'un ratio de liquidité structurelle à plus long terme.
- Introduction d'un cadre pour la constitution de coussins de capital contracycliques supérieurs aux exigences minimales. Ce cadre comprendra des mesures de conservation du capital imposant notamment des contraintes sur la distribution des dividendes. Le Comité de Bâle examinera une gamme appropriée

d'indicateurs, tels que les variables relatives aux revenus et au risque de crédit, pour déterminer le montant des coussins de capital à constituer et pouvant être libérés. En outre, il encouragera la mise en place de provisions prospectives, fondées sur les pertes attendues.

- *Émission de recommandations destinées à réduire le risque systémique lié aux activités transfrontières des banques.*

Le Comité évaluera également la nécessité d'une surcharge en capital pour les établissements considérés comme systémiques.

Ces mesures feront l'objet de propositions plus concrètes de la part du Comité de Bâle d'ici la fin de l'année 2009. Le Comité procédera, début 2010, à une évaluation d'impact, le calibrage des nouvelles exigences devant être achevé avant la fin de l'année prochaine. Un cadre normatif approprié sera défini afin que ces nouvelles mesures soient introduites de manière progressive pour ne pas faire obstacle à la reprise de l'économie réelle. Les injections de capitaux publics bénéficieront d'une clause d'antériorité (grandfathering).

Nout Wellink a insisté sur le fait que ces mesures aboutiront, à terme, à des exigences de capital et de liquidité plus élevées et à un effet de levier moins important au sein du système bancaire, à une moindre procyclicité, à une plus grande résilience du secteur en période de crise et à de fortes incitations à veiller à ce que les pratiques de rémunération soient alignées sur les performances à long terme et reflètent une gestion du risque prudente.

Le Groupe des gouverneurs de banques centrales et des superviseurs a approuvé les principes suivants destinés à faciliter la transition vers un niveau de capital plus élevé et de meilleure qualité dans le système bancaire :

- *Parallèlement à ces nouvelles exigences de coussins de capital contracycliques, les superviseurs doivent exiger des banques qu'elles renforcent leur assise en capital à l'aide des différentes mesures de protection du capital, notamment des contraintes sur la distribution de dividendes excessifs, les rachats d'actions et les rémunérations.*
- *Les rémunérations devront refléter une certaine prudence dans la prise de risque, être alignées sur la création de valeur à long terme et se fonder sur les principes relatifs aux saines pratiques de rémunération élaborés par le Conseil de stabilité financière (CSF).*
- *Les banques seront tenues de faire diligence pour mettre le montant et la qualité du capital en conformité avec les nouvelles normes, tout en veillant à promouvoir la stabilité des systèmes bancaires nationaux et de l'économie au sens large.*

Les superviseurs veilleront à ce que les plans relatifs au capital pour les banques relevant de leur compétence soient en adéquation avec ces principes.

...et instaurer une réglementation macroprudentielle

Plusieurs éléments dans le déroulement de la crise ont conduit au consensus actuel sur la nécessité d'adopter une approche macroprudentielle dans la régulation et la supervision. En effet, la crise a montré que la réglementation microprudentielle seule ne constitue pas une réponse suffisante du point de vue du système financier dans son ensemble car la somme de comportements rationnels ne correspond pas nécessairement à un résultat prudent au niveau global, et l'harmonisation des règles peut en outre conduire à des comportements mimétiques de la part des agents.

« En matière de surveillance financière, nous devons compléter la microsurveillance par une surveillance macrofinancière, compte tenu de l'importance systémique et de l'interconnexion des institutions, des marchés, des instruments et de l'accumulation de risques et de dynamiques qu'elle génère. Les phénomènes se produisant à l'échelle des systèmes qui sont restés incontrôlés, comme l'accroissement global du levier d'endettement et de la transformation financière, ne doivent plus échapper à notre vigilance.

Tous les pays vont dans ce sens. En Europe, dans la lignée des préconisations du Rapport Larosière, nous constituons un Comité européen du risque systémique (European Systemic Risk Board – ESRB). Aux États-Unis, il a été proposé que le Système fédéral de réserve devienne la future autorité de surveillance systémique. En France, le gouvernement a décidé de regrouper, dans le cadre d'un collège « systémique » placé sous l'égide de la Banque de France, la surveillance des secteurs de la banque et de l'assurance. À l'évidence, le passage de la surveillance à un niveau macrofinancier signifie que les banques centrales vont devoir assumer de nouvelles responsabilités. L'histoire nous enseigne que les missions confiées aux banques centrales ont connu des évolutions majeures à la suite des crises financières. »⁷

La surveillance macroprudentielle revêt deux aspects complémentaires : l'un renvoie au risque de procyclicité du système financier vis-à-vis de l'économie réelle, l'autre à la surveillance du risque systémique.

⁷ Publication de la Revue de la stabilité financière de la Banque de France - « Quel avenir pour la régulation financière ? », remarques de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France - Londres, 4 septembre 2009

1| LES OBJECTIFS POURSUIVIS PAR LA SURVEILLANCE MICRO ET MACROPRUDENTIELLE SONT DIFFÉRENTS...

Le principal objectif de la surveillance microprudentielle est de prévenir la défaillance d'établissements isolés pour protéger les déposants, c'est-à-dire assurer leur résilience en cas de chocs. Toutefois, même si de nombreux superviseurs réalisent depuis longtemps des exercices de simulation de crise dans leur système bancaire, la crise de 2007-2008 semble indiquer que cette seule approche de la surveillance n'a pas été à même de limiter l'accumulation de risques dans le système. Cela s'explique principalement par le fait que la surveillance microprudentielle ne prenait pas en compte les externalités et qu'une surveillance macroprudentielle n'était pas encore mise en œuvre : s'assurer de la solvabilité d'une entreprise est une tâche différente de celle qui consiste à limiter l'accumulation des risques dans le système.

C'est le rôle de la surveillance macroprudentielle. Son objectif n'est pas de protéger les entreprises individuellement, mais de protéger le système financier dans son ensemble. Elle s'attache également aux interactions entre économie réelle et secteur financier. Les expériences passées et récentes ont montré que différentes forces à l'œuvre au sein des systèmes financiers peuvent les rendre procycliques : elles peuvent exacerber le cycle et entraîner des implications négatives pour l'économie réelle. Dans le cas de la crise actuelle, plusieurs facteurs ont ainsi contribué à accroître les risques d'endettement et de transformation dans le système : les incitations créées par les cadres comptables, de rémunération et de réglementation prudentielle, par certains outils de gestion des risques mal calibrés et par les pratiques d'arbitrage réglementaire.

2| ...MAIS ILS SONT COMPLÉMENTAIRES

Les approches microprudentielle et macroprudentielle sont néanmoins complémentaires et ne peuvent être envisagées séparément. Le cadre de surveillance macroprudentielle doit reposer en partie sur l'adaptation d'outils microprudentiels, notamment en les calibrant de façon à prendre en compte des externalités et des interactions existant au sein d'un système financier. C'est notamment le cas pour la prise en compte et la prévention du risque systémique : ce risque est le résultat du risque de liquidité et de l'endettement, aggravés par l'innovation financière et par des risques de transformation élevés.

Sur ces questions, le G 20 a donné une forte impulsion à la révision de plusieurs aspects du cadre de Bâle II qui concernent les banques. Des efforts sont actuellement consacrés à l'introduction d'un nouveau dispositif de régulation de la liquidité, à la création de mécanismes contracycliques et à la mise en place d'une contrainte en termes d'endettement. De tels outils macroprudentiels sont de nature à réduire les risques et assurer une plus grande sécurité du système financier, ce qui devrait faciliter l'exercice de la surveillance microprudentielle.

Plus spécifiquement, la surveillance macroprudentielle doit permettre d'identifier des bulles. Par exemple, bien que n'étant pas par essence un outil macroprudentiel, les contreparties centrales traitant les produits dérivés (cf., dans ce chapitre, la partie sur les CDS et les infrastructures de marché) seront déterminantes pour l'amélioration de l'environnement macrofinancier dans lequel les sociétés financières exercent leurs activités. De même, la réduction des risques à l'échelle du système peut passer par plusieurs améliorations ou changements : une meilleure gestion des divers risques (risque de liquidité systémique, risque de crédit, risque de contrepartie, risque de marché et

risque de solvabilité), l'intégration explicite, aux dispositifs de simulation de crise, de la corrélation entre les facteurs de risque et les expositions des institutions (bancaires et non bancaires) et la réduction du caractère procyclique de certaines normes prudentielles et comptables (par la mise en place de coussins contracycliques et d'un provisionnement prospectif ou par l'ajustement de la comptabilisation en juste valeur).

3| LEUR ASSOCIATION EST PLEINEMENT EFFICACE QUAND ELLES SONT PLACÉES SOUS L'ÉGIDE DE LA BANQUE CENTRALE

Les complémentarités et les interactions entre ces deux approches soulèvent des problèmes de gouvernance. Il s'agit de déterminer qui (quelle institution) est en charge de quoi (surveillance microprudentielle ou macroprudentielle).

La crise a prouvé l'efficacité des organisations réunissant sous un même toit la banque centrale et le superviseur bancaire. En effet, d'une part, les superviseurs disposent d'une connaissance approfondie du profil de risque des banques, reposant sur l'analyse de l'information prudentielle. D'autre part, les banques centrales sont mieux placées pour identifier les vulnérabilités macroéconomiques ou spécifiques aux différents secteurs et les interactions entre la sphère financière et l'économie réelle. Les complémentarités entre ces deux visions sont donc maximisées quand l'échange d'information entre le superviseur et la banque centrale est aisé et efficace.

Parallèlement à la question de savoir « qui » doit être en charge de quoi, se pose celle de savoir « comment ». Dans bien des domaines de la politique publique, un choix doit être fait entre réglementation et recours à une approche discrétionnaire. En matière de microsurveillance, la solution retenue associe des règles uniformes et contraignantes, c'est-à-dire le pilier 1, et la latitude d'appréciation nécessaire pour tenir compte de circonstances propres à une entreprise ou à un pays. Au stade actuel, le débat n'a pas été tranché quant au juste équilibre à trouver pour les politiques macroprudentielles.

4| RÈGLES VERSUS APPROCHE DISCRÉTIONNAIRE

Que ce soit pour l'un ou l'autre de ces aspects, la mise en œuvre de la surveillance macroprudentielle implique un choix entre l'application de règles et l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire.

*Extrait de Bulles et surveillance macroprudentielle
Remarques de **Jean-Pierre Landau**, sous-gouverneur de la Banque de France,
28 janvier 2009*

« Dans la première approche, fondée sur les règles, la macrosurveillance peut s'appuyer sur des stabilisateurs automatiques imposant des limites au comportement des institutions sans tenir compte des situations particulières. On donnera pour exemple d'une telle approche les exigences de fonds propres contracycliques, ainsi que le provisionnement dynamique. Les stabilisateurs devraient être conçus de manière à agir directement sur les incitations à prendre des risques et sur la rémunération de la prise de risque.

La seconde approche consisterait à recourir à des interventions discrétionnaires et dirigées « du haut vers le bas » (top-down) des autorités de surveillance macroprudentielle. Les autorités interviendraient pour imposer (ou assouplir) les contraintes chaque fois qu'elles estimeraient assister à la constitution (ou à la diminution) de dangereux déséquilibres.

Il est peu probable que l'on puisse se passer de cette seconde approche. Les cycles étant difficiles à dater, il est dangereux de s'appuyer uniquement sur des mécanismes automatiques qui ne peuvent être calibrés avec précision. Les cycles financiers, en particulier, résultent de modifications de l'appétit pour le risque qu'il est impossible de prévoir. En fait, l'un des principaux objectifs de la surveillance macroprudentielle est peut-être de « réguler » (non pas au sens juridique, mais au plan économique) le niveau global d'appétit pour le risque au sein du système financier. Cela implique inévitablement un certain degré de jugement discrétionnaire et d'intervention. »

5 | RÉDUIRE LA PROCYCLICITÉ

*Extrait de La procyclicité : ce qu'elle signifie et comment la limiter
Intervention de **Jean-Pierre Landau**, sous-gouverneur de la Banque de France,
Madrid, 4 mai 2009*

« Au sens strict, la procyclicité correspond à la propension des variables financières à évoluer autour d'une tendance au cours du cycle économique. Son augmentation correspond donc simplement à des fluctuations de plus grande ampleur [...].

Dans une définition plus large, la procyclicité comporterait ainsi trois composantes, qu'il n'est pas aisé de distinguer dans la réalité : (i) les fluctuations autour de la tendance, (ii) les modifications de la tendance elle-même et (iii) de possibles écarts cumulés par rapport à la valeur d'équilibre. Cela nous amène aux défis qui se présentent aux autorités de régulation : elles doivent essayer d'identifier le moment où les fluctuations purement conjoncturelles changent de nature pour aboutir à une modification de la tendance elle-même ou au début d'un processus cumulatif.

Une bonne approche opérationnelle de la procyclicité consisterait à examiner tous les mécanismes d'amplification qui poussent le système financier à dévier de façon durable ou permanente de sa trajectoire prédéterminée (ou le lui permettent), de sorte que la tendance elle-même risque d'être affectée à court ou à moyen terme. »

La « procyclicité » correspond à l'effet par lequel les banques accroissent leurs risques en phase haute du cycle, en augmentant la taille de leur bilan, et réduisent le volume de crédits en phase de récession, de façon excessive dans les deux cas. Il y a un consensus sur la nécessité de limiter cette tendance en introduisant des mécanismes contracycliques qui permettraient d'accumuler des provisions ou du capital en période faste, et de l'utiliser ensuite en période de crise. Si le principe est attractif, les détails de mise en œuvre opérationnelle restent à préciser. Le Comité de Bâle s'est cependant attelé à cette tâche et doit définir un système permettant la constitution en période haute de cycle de provisions ou de coussins de capital, lesquels pourraient être utilisés en cas de retournement de la conjoncture. Dans ce cadre, un ratio cible pourrait être fixé. Tant qu'ils n'auraient pas atteint cette cible, les établissements financiers devraient respecter un certain nombre de contraintes, notamment en termes de stabilité du capital.

6 | LIMITER LE RISQUE SYSTÉMIQUE

Les autorités de régulation cherchent également aujourd'hui à identifier et à surveiller les risques systémiques.

« J'aimerais souligner que la feuille de route du G 20 impose une exigence à toutes les parties prenantes de la stabilité financière : comment mieux cerner les risques pour le système financier dans son ensemble ? Sur ce point, vous conviendrez avec moi que le risque systémique est le risque qu'il nous faut mieux prendre en compte. Nous n'avons pas su l'identifier, ni le surveiller, ni le capturer en termes prudentiels. À bien des égards, le risque systémique est la résultante du risque de liquidité, d'un effet de levier décuplé par l'innovation financière et des risques de transformation. Ces facteurs ne sont pas simples à appréhender au niveau d'un établissement. Ils le sont encore moins lorsqu'on se place au niveau du système financier dans son ensemble. C'est pourtant le défi qu'il nous faut relever aujourd'hui. »⁸

Identifier et prévenir le risque systémique passe à la fois par une surveillance adaptée des institutions pouvant avoir un effet déstabilisateur sur le système dans son ensemble, et par la création de mesures ciblées sur certains risques particuliers.

La crise a montré la nécessité pour la régulation et la supervision de couvrir toutes les institutions pouvant avoir un impact sur la stabilité financière. Il n'existe pas de définition précise de ce qu'est une entité systémique, mais les critères suivants permettent d'en brosser les contours : son interconnexion avec le reste du système financier, sa taille et son importance relative dans son pays d'origine et au niveau mondial, son importance dans les infrastructures financières du pays, son levier d'endettement.

Cet élargissement du périmètre de la réglementation et de la supervision va de pair avec la question du traitement spécifique de ces institutions systémiques afin de limiter le risque de l'aléa moral. En effet, une surveillance plus étroite serait la contrepartie de l'assurance qu'ont ces institutions d'être secourues par l'État en cas de difficultés. De manière très nouvelle, le coût de la réglementation ne devrait pas être lié aux risques portés par ces intervenants, mais aux risques que leur activité fait porter aux autres intervenants, et plus généralement, à l'ensemble du système financier.

Plusieurs mesures sont actuellement examinées, toutes soulèvent des questions concrètes de mise en œuvre. L'identification même des institutions systémiques en l'absence de critères précis constitue une interrogation en tant que telle.

Les mesures suivantes sont envisageables pour traiter les risques liés à l'activité des institutions d'importance systémique :

- normes de capital ou de liquidité croissantes en fonction du caractère systémique ;
- système d'assurance pour garantir à ces établissements un accès à la liquidité et/ou à du capital supplémentaire ;
- supervision différenciée en se reposant sur le pilier 2 de Bâle II, sans introduire de nouvelles règles spécifiques ;

⁸ Extrait de Crise économique et financière : les perspectives d'après G 20. Intervention de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, Hong Kong, le 11 juin 2009

- séparation des activités de banque d'investissement et de banque de détail. Sur ce point, il convient de noter que la diversification des métiers (modèle de banque universelle) s'est révélée être un facteur de résistance pendant la crise.

Un autre aspect de la régulation des institutions d'importance systémique concerne leur traitement en cas de difficultés (*resolution*). En effet, la faillite de Lehman Brothers a montré que la liquidation de certaines institutions est complexe. Certains préconisent ainsi la mise en place de « testaments » (*living wills*) qui faciliteraient le démantèlement d'une institution en cas d'insolvabilité, et qui l'inciteraient également *ex ante* à simplifier sa structure, d'autres l'introduction de mesures incitant les institutions à réduire leur taille.

Encadré 11 Projets de définition et de réglementation des marchés et établissements systémiques

Le Fonds monétaire international, le Conseil de stabilité financière et la Banque des règlements internationaux ont rédigé conjointement un papier d'orientation destiné à fournir aux autorités nationales des lignes directrices pour identifier les institutions financières, les marchés et les instruments systémiques.

Le document propose d'utiliser trois critères pour caractériser une institution, un marché et des instruments : (i) la taille (appréciée selon diverses mesures), (ii) le degré de substituabilité et (iii) le degré d'interconnexion. Il est important de noter que la nature juridique ne doit pas être considérée comme un critère, la crise illustrant que des institutions non bancaires comme AIG, Freddie Mac ou Fannie Mae pouvaient déstabiliser le système dans son ensemble.

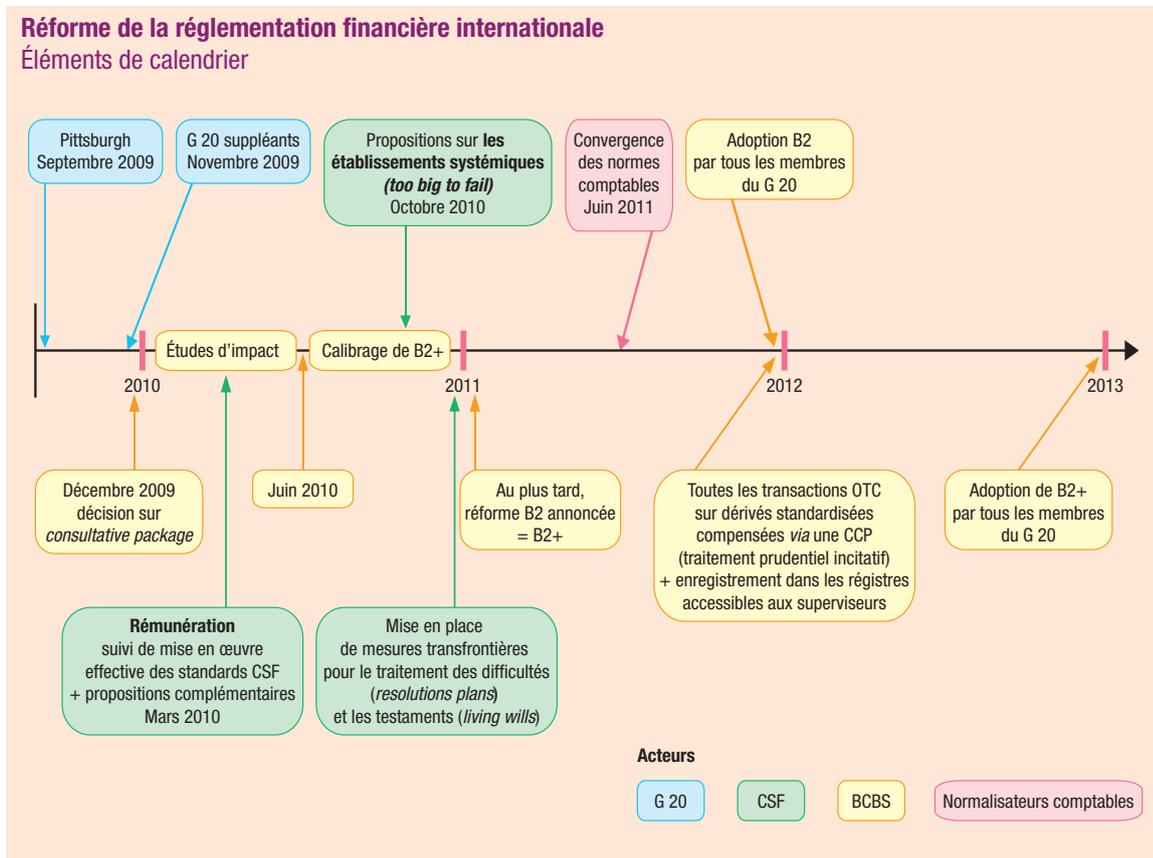
Dans ce contexte, le Conseil de stabilité financière a lancé un programme de travail sur le sujet (too-big-to-fail project), dont le but est de coordonner les travaux réalisés dans les divers groupes techniques. En pratique, le Conseil de stabilité financière souhaite (i) aboutir à une taxonomie des options disponibles pour traiter le problème des institutions systémiques et (ii) discuter les coûts et bénéfices de chacune d'entre elles d'ici septembre 2010.

Son travail est organisé autour de trois axes :

- *réduire la probabilité et l'impact d'un défaut. Cet axe couvre les diverses approches de supervision et de réglementation à mettre en place pour traiter des institutions d'importance systémique ;*
- *améliorer la capacité de résolution. Cet axe concerne les politiques visant à améliorer la capacité de résolution d'une institution en faillite. Les efforts de préparation à une éventuelle situation de crise, la mise sur pied de plans d'urgence, la coopération et l'échange d'informations entre autorités compétentes doivent être examinés ;*
- *renforcer les principales infrastructures financières et les marchés. Cet axe conduira à envisager des améliorations des infrastructures et des mesures pour diminuer l'interconnexion entre entités, les risques de contrepartie et accroître la transparence sur les marchés de gré-à-gré.*

Réforme de la réglementation financière internationale

Éléments de calendrier



Les *credit default swaps* et les infrastructures de marché

La crise a rendu urgente la « sécurisation » du marché des CDS (*credit default swaps*), dérivés de crédit échangés de gré à gré. En effet, depuis septembre 2008, les défaillances se sont multipliées et l'aversion au risque s'est accrue parmi les intervenants de marché. Or, avec les CDS, il y a un risque de double défaut à la fois de l'entité sous-jacente et de l'entité vendeuse de protection. Cette augmentation importante des risques de crédit (sur l'entité sous-jacente au contrat) et de contrepartie (notamment sur l'intervenant qui vend de la protection) explique la volonté des acteurs de réduire leurs expositions sur ce marché en participant par exemple à des cycles de compression (élimination multilatérale des contrats redondants⁹) : le marché des CDS est ainsi passé entre fin décembre 2007 et fin juin 2009 de 57,9 à 36 trillions de dollars (en valeur notionnel)¹⁰.

Afin de réduire encore les risques sur les encours importants de CDS, l'industrie financière a également été à l'initiative d'une standardisation importante des contrats. De plus, sous l'impulsion des autorités, le recours aux chambres de compensation par contrepartie centrale s'est développé sur le marché des CDS.

1 | LES EFFORTS DE L'INDUSTRIE POUR STANDARDISER LES CONTRATS DE CDS

Sous l'égide de l'*International Securities and Derivatives Association* (ISDA) et sous l'impulsion des principaux *dealers*, un nouveau contrat de CDS sur entités de référence américaines (*big bang protocol*) est entré en vigueur en avril 2009 et un nouveau contrat de CDS sur entités de référence européennes (*small bang protocol*) en juillet 2009.

Ces nouveaux contrats définissent mieux les événements de crédits. Un événement de crédit peut être constitué par une faillite, un défaut de paiement, une répudiation/moratoire dans le cas d'un CDS souverain ou encore une restructuration de la dette sous-jacente au contrat dans le cas d'un contrat européen.

Des « comités de détermination » (*Determination Committees*) d'un événement de crédit ont également été mis en place afin de trancher sur la réalisation ou non d'un événement de crédit et éviter ainsi les conflits juridiques.

⁹ Ces cycles de compression sont mis en œuvre par les sociétés TriOptima et Creditex. Il y a élimination (termination ou tear up) des contrats relatifs aux positions brutes et constitution de nouveaux contrats relatifs aux positions nettes. Soit l'exemple suivant : A vend un contrat de 10 millions d'euros à B, puis B vend un contrat équivalent à C, puis C fait de même avec D. L'exposition brute est de 30 millions d'euros, l'exposition nette entre A et D serait de 10 millions d'euros. Les trois contrats A-B, B-C, C-D peuvent être remplacés par un seul contrat de 10 millions d'euros entre A et D s'il y a accord des quatre participants.

¹⁰ Chiffres de la BRI

Le nouveau contrat introduit également une standardisation des coupons¹¹, qui rend les contrats plus fongibles et a donc un impact positif sur la liquidité de marché. Cette standardisation a facilité le développement de la compression (élimination des contrats redondants) et la mise en place de chambres de compensation par contrepartie centrale pour les CDS.

2 | LES CHAMBRES DE COMPENSATION PAR CONTREPARTIE CENTRALE SUR LE SEGMENT DES CDS

Bien que le débat sur l'opportunité du développement de chambres de compensation par contrepartie centrale (*central counterparty* – CCP) traitant des produits dérivés négociés de gré à gré¹² ne soit pas neuf, les difficultés observées sur les marchés de CDS à l'occasion de la crise financière ont conduit les autorités publiques, notamment dans le cadre du G 20¹³ (sommets de Londres en avril 2009 et de Pittsburgh en septembre de la même année), à encourager son extension. Le marché a répondu positivement et trois chambres de compensation par contrepartie centrale sont déjà en activité sur le segment des CDS (ICE Trust, ICE Europe, EUREX Credit Clear). LCH. Clearnet SA développe un concept qui devrait être finalisé en décembre 2009 (cf. ci-après le tableau récapitulatif des différents projets de chambre de compensation).

La compensation par contrepartie centrale est un dispositif essentiel de gestion des risques de contrepartie et de marché. Agissant en tant que chambre de compensation, la CCP permet une diminution du niveau global des risques lié à l'ensemble des positions sur le marché en effectuant le calcul des positions nettes portant sur des contrats fongibles. Agissant en tant que contrepartie centrale, la CCP devient acheteuse face à tous les vendeurs et vendeuse face à tous les acheteurs ; elle garantit ainsi la bonne fin de l'exécution des transactions de ses membres. Son action s'avère déterminante en cas de défaillance de l'un de ses membres, dans la mesure où elle se substitue au défaillant pour assurer le respect de ses obligations vis-à-vis des contreparties concernées. En cas de défaut sur le segment des CDS, la CCP serait ainsi conduite à assurer le maintien du paiement des primes au vendeur de protection et le maintien de la protection de l'acheteur contre le risque de crédit sous-jacent au contrat jusqu'à ce qu'elle liquide la position.

11 Les coupons standardisés ont été fixés à 100 et 500 points de base pour les contrats américains. Pour les contrats européens, les coupons standardisés ont été fixés à 25, 100, 500 et 1 000 points de base.

Sur le modèle des standards de marchés adoptés pour les indices, les nouveaux contrats traitent à coupons fixes standardisés et non plus au spread coté par le marché à la date d'initiation du contrat. Une prime est payée « up front » pour compenser la différence.

12 Cf. Rapport de la BRI, Committee on Payment and Settlement Systems, New developments in clearing and settlement arrangement for OTC derivatives, mars 2007

13 Cf. Communiqué du G 20 du 2 avril 2009 : « Nous allons promouvoir la standardisation et la résilience des marchés de dérivés de crédit, en particulier en créant des chambres de compensation par contrepartie centrale qui feront l'objet d'une régulation et d'une supervision étroites. Nous appelons l'industrie à mettre en place un plan d'action sur la standardisation à l'automne 2009. »

Cf. Communiqué du G 20 des 24 et 25 septembre 2009 : « Tous les produits dérivés OTC devront être négociés sur des bourses ou des plates-formes électroniques, lorsque cela est approprié, et compensés via une chambre de compensation à horizon fin 2012 au plus tard. Les contrats sur ces produits devront être déclarés auprès d'un référentiel central. Les contrats compensés en bilatéral devront se voir affecter des exigences en capital supérieures. Nous demandons au FSB et à ses membres compétents en la matière d'évaluer régulièrement la mise en œuvre de ce cadre et d'estimer s'il est suffisant pour améliorer la transparence des marchés dérivés, réduire le risque systémique et fournir une protection contre les manipulations de marché. »

3 | L'AVENIR DE LA RÉGULATION

Le processus de standardisation engagé sur les produits jusqu'alors échangés de gré à gré tels que les CDS constitue un élément important pour la sécurisation du marché. Conformément à l'objectif fixé lors du G 20 de Pittsburgh, les produits les plus standardisés devront être négociés sur des bourses ou des plates-formes et compensés par des CCP au plus tard à fin 2012. Ces engagements devraient trouver leur traduction législative dans les prochains mois aux États-Unis et en Europe où ont commencé les travaux concernant de nouveaux textes législatifs sur les marchés financiers et sur les infrastructures de marché¹⁴. Par ailleurs, la standardisation des dérivés de crédit doit encore être étendue afin de permettre l'extension des CCP à l'ensemble des catégories de CDS : seuls les produits sur indices de CDS et CDS sur entités de référence uniques (*single names*) les plus liquides (essentiellement les contrats portant sur les entités de référence sous-jacentes aux indices) sont pour l'instant couverts. En outre, la sécurisation du marché des CDS par le développement de CCP n'est assurée que si les dispositifs de maîtrise des risques des CCP sont bien adaptés aux profils de risques spécifiques aux CDS. À cet égard, les recommandations CPSS IOSCO¹⁵ servant de base pour l'évaluation des chambres de compensation (*recommandations for central counterparties – RCCP*) font actuellement l'objet d'une actualisation pour mieux prendre en compte les produits échangés de gré à gré tels que les CDS.

En particulier, l'accès des CCP à la liquidité constitue une composante essentielle du cadre de gestion des risques. Une CCP doit disposer de ressources suffisantes pour faire face à un accroissement très brutal de ses besoins suite à une défaillance d'un participant et ne doit pas être dépendante des lignes de refinancement bancaires qui sont susceptibles de s'assécher dans un contexte de crise financière et de stress du marché monétaire. Les CCP doivent donc avoir un accès permanent à la liquidité de banque centrale dans la devise traitée ce qui implique une **surveillance directe**¹⁶ de la banque centrale sur ces infrastructures. Eu égard à l'importance du volume de CDS libellés en euro (environ 40 %), il y a donc nécessité qu'il y ait au moins une chambre de compensation traitant des CDS libellés en euros ayant accès à la liquidité de banque centrale en euro et donc surveillée directement par l'Eurosystème et localisée en zone euro conformément à la politique constante de l'Eurosystème sur la localisation et aux décisions récentes du Conseil des gouverneurs des 18 décembre 2008 et 16 juillet 2009¹⁷.

¹⁴ MiFID 2, Markets in Financial Instruments directive et EMIL, European Market Infrastructure Legislation

¹⁵ Ces recommandations élaborées par les groupes CPSS – OICV/IOSCO (Committee on Payment and Settlement Systems – Organisation internationale des commissions de valeurs/International Organisation of Securities Commission) et publiées en 2004 permettent aux différentes autorités de régulation, banques centrales, commissions de valeurs ainsi qu'au Fonds monétaire international et à la Banque mondiale de disposer d'un référentiel commun pour évaluer les différents systèmes.

¹⁶ Cf. avis juridique de la BCE du 7 Août 2009, disponible sur le site de la BCE http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_con_2009_66_f_sign.pdf Les paragraphes § 3.2.3 et § 3.3.1 mettent bien en évidence le lien entre localisation, surveillance et accès à la liquidité en banque centrale.

¹⁷ Disponibles sur le site de la BCE, <http://www.ecb.int/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.fr.html>, <http://www.ecb.int/press/govcdec/otherdec/2009/html/gc090717.fr.html>

Les projets de chambres de compensation sur les dérivés de crédit

Données au 28 janvier 2010

	Promoteurs du projet	Produits couverts	Activité
<p>ICE/ TCC : ICE Trust</p>  <p>En activité : depuis le 6 mars 2009 sur indices depuis le 21 décembre 2009 sur <i>single names</i></p>	<p>– Intercontinental Exchange (ICE) : place de négociation de dérivés située à Atlanta</p> <p>– The Clearing corporation (TCC) : chambre de compensation située à Chicago</p>	<p>– Indices US (CDX) – <i>Single names</i> sur entités US</p>	<p>Compensation sur indices depuis le lancement : – valeur faciale : 3 564 milliards de dollars – volume : 41 450 transactions</p> <p>Compensation sur <i>single names</i> depuis le lancement : – valeur faciale : 10,3 milliards de dollars – volume : 1 205 transactions</p>
<p>CME/ Citadel : CMDX</p>  <p>En activité depuis le 9 mars 2009</p>	<p>– Chicago Mercantile Exchange (CME) : place de négociation de dérivés située à Chicago</p> <p>– Citadel : <i>hedge fund</i></p>	<p>– Indices US (CDX) au lancement</p>	<p>Données non disponibles</p>
<p>ICE Europe</p>  <p>En activité : depuis le 29 juillet 2009 sur indices depuis le 14 décembre 2009 sur <i>single names</i></p>	<p>– ICE</p>	<p>– Indices européens (iTraxx) au lancement – <i>Single names</i> sur entités européennes</p>	<p>Compensation sur indices depuis le lancement : – valeur faciale : 1 024,2 milliards de dollars – volume : 20 760 transactions</p> <p>Compensation sur <i>single names</i> depuis le lancement : – valeur faciale : 32,2 milliards de dollars – volume : 6 750 transactions</p>
<p>EUREX Credit Clear</p>  <p>En activité depuis le 30 juillet 2009</p>	<p>– EUREX Clearing : filiale conjointe Deutsche Börse / Swiss Exchange</p>	<p>– Indices européens (iTraxx) au lancement – <i>Single names</i> constituant les indices</p>	<p>Compensation sur indices depuis le lancement : – valeur faciale : 0,085 milliard d'euros – volume : 3 transactions</p> <p>Compensation sur <i>single names</i> depuis le lancement : – valeur faciale : 0,010 milliard d'euros – volume : 2 transactions (RWE AG)</p>
<p>LCH.Clearnet SA</p>  <p>Lancement fonctionnel le 14 décembre 2009 Lancement commercial prévu fin mars 2010</p>	<p>LCH.Clearnet SA</p>	<p>– Indices européens (iTraxx) au lancement</p>	

Le secteur financier fragilisé revoit ses modèles économiques

1 | LA SITUATION DES BANQUES INTERNATIONALES S'AMÉLIORE...

111 Un retour à la rentabilité

Après être tombée à - 3,9 % en 2008, la rentabilité moyenne des grandes banques européennes et américaines s'est fortement redressée au premier semestre 2009 pour atteindre 7,7 % en moyenne. Ce niveau de rentabilité ¹ reste toutefois très en deçà de sa moyenne de long terme (13,6 %).

En outre, les performances sont très dispersées au sein de l'échantillon ² : certaines banques affichent toujours une rentabilité négative ou presque nulle en 2009 tandis que d'autres dépassent les 10 %. Les banques d'investissement de l'échantillon ³ enregistrent une rentabilité moyenne de long terme (1997-2006) supérieure à celles des banques universelles (14,8 %, contre 13,1 %). En revanche, leur performance est plus volatile et plus vulnérable aux crises (2001-2002 et 2007-2008) : en 2008, la rentabilité moyenne des banques d'investissement est tombée à - 14,2 % tandis que la rentabilité moyenne des grandes banques universelles ⁴ est restée légèrement positive (+ 0,3 %).

112 Les activités de banque d'investissement, moteurs de l'activité

En 2009, les revenus de la banque de financement et d'investissement (BFI) ont fortement augmenté grâce à un ensemble de facteurs : une hausse des commissions liée à une période de fortes émissions d'obligations et d'actions, une hausse des marges liée à la baisse de la concurrence entre établissements bancaires (du fait de la disparition ou de l'absorption de certaines institutions), des niveaux de volatilité modérés, des taux de refinancement historiquement bas, une pentification de la courbe des taux. Les revenus record de la banque de financement et d'investissement au premier semestre 2009 ont ramené sa contribution aux revenus bancaires globaux à son niveau d'avant-crise.

¹ La rentabilité est mesurée via le Return on Equity (ROE), rapport entre le résultat net d'une institution et le montant de ses fonds propres.

² L'échantillon utilisé pour le calcul est composé de dix-sept grandes banques européennes et américaines : HSBC, Crédit agricole SA, Société générale, BNP Paribas, Santander, Unicredit, Crédit suisse, UBS, Barclays, RBS, Deutsche Bank, JP Morgan, Citigroup, Bank of America, Wells Fargo, Morgan Stanley, Goldman Sachs.

³ On qualifie de banques d'investissement celles dont l'activité de BFI représente plus de 50 % des revenus en moyenne sur les trois dernières années : Morgan Stanley, Goldman Sachs, Crédit suisse, UBS, Deutsche Bank.

⁴ Échantillon de douze banques : HSBC, CASA, Société générale, BNP Paribas, Santander, Unicredit, Barclays, RBS, JP Morgan, Citigroup, Bank of America, Wells Fargo.

113 La part des éléments non récurrents diminue

Les résultats publiés par les banques fin 2008 et début 2009 étaient difficiles à interpréter en raison de la présence de revenus non récurrents. Les banques avaient alors pu tirer parti de modifications de règles comptables (amendement de la norme IAS 39 en Europe et des normes FAS 157 et FAS 115 aux États-Unis) les autorisant à procéder à des reclassements comptables favorables pour certains actifs et à changer de méthode de valorisation. Elles avaient aussi bénéficié de l'effet positif de l'écartement des *spreads* de crédit⁵ sur la réévaluation de leur propre dette. Certaines banques avaient enfin bénéficié de plus-values à caractère exceptionnel en vendant des participations. Ces effets temporaires et déformants ont ensuite en partie disparu.

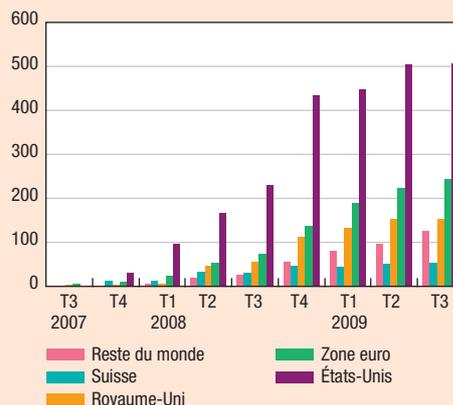
114 Une solvabilité renforcée

La recapitalisation des banques par des fonds publics, associée à des politiques plus prudentes de gestion du capital, a permis une amélioration des ratios de solvabilité *Tier One* durant l'année 2008 ; celle-ci s'est poursuivie en 2009.

- Des « tests de résistance » (*stress tests*) ont été construits par les autorités américaines afin d'identifier les dernières zones d'ombre où des actions restent nécessaires. Des recapitalisations de grande ampleur sont intervenues après la publication des résultats de ces tests. En Europe, des *stress tests* ont également été réalisés sur vingt-deux banques (cf. encadré 12) et ont révélé que le ratio *Tier One* agrégé de ces vingt-deux établissements resterait supérieur aux niveaux requis internationalement, et ce même avec un scénario de croissance négative de - 5,2 % en 2009 et - 2,7 % en 2010. Dans ces conditions, les pertes attendues de ces vingt-deux banques s'élèveraient à 400 milliards d'euros (montant très proche, toutes choses égales par ailleurs, des estimations réalisées par le FMI et la BCE).

Cumul des émissions de capital des banques par zone géographique

(en milliards de dollars)



Source : Bloomberg ; calculs : Banque de France – DSF

- Du troisième trimestre 2007 au troisième trimestre 2009, les levées de capitaux effectuées aux États-Unis ont représenté plus de 500 milliards de dollars. Durant la même période, 232 milliards de dollars ont été levés en zone euro, 157 milliards au Royaume-Uni, 51 milliards en Suisse et 67 milliards au Japon. À l'automne 2009, les banques ont également réalisé des augmentations de capital sans l'aide des États.

- La plupart des États européens (excepté le Royaume-Uni) ont acheté des titres hybrides tels que les actions préférentielles. Ces titres sont considérés comme du capital pour le calcul des fonds propres et permettent de réduire le risque de perte pour les finances publiques tout en fournissant un flux de dividendes plus attrayant que les actions ordinaires. En revanche, ils ne s'accompagnent pas de tous les droits associés aux actions ordinaires (droits de vote notamment). Aux États-Unis, les recapitalisations ont essentiellement pris la forme d'actions ordinaires tandis que les actions préférentielles acquises

⁵ Les banques peuvent enregistrer dans leur compte de résultat le gain (respectivement la perte) lié à l'écart entre la valeur de leur dette à la date où elle a été contractée et sa valeur à la date *t*, qui est fonction des paramètres de marché. Quand les conditions de marché et la signature d'une banque se détériorent (respectivement s'améliorent), le coût d'un rachat ou d'un refinancement éventuel de la dette diminue (respectivement augmente), et les banques enregistrent un gain (respectivement une perte) comptable en compte de résultat.

par le Trésor américain présentent un potentiel d'appréciation puisqu'elles confèrent, sous forme de bon de souscription, le droit pendant 10 ans d'acheter des actions ordinaires à un prix fixé d'avance. En zone euro, les banques européennes ayant fait appel à l'État pour se recapitaliser ont multiplié depuis septembre 2009 les opérations de remboursement grâce, notamment, à des augmentations de capital qu'elles réalisent maintenant sans ce soutien étatique.

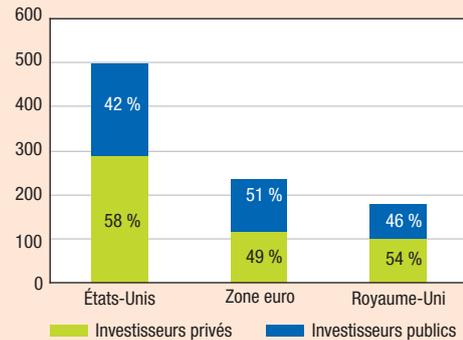
- Les banques américaines sont parvenues à lever d'importants montants de capitaux, en faisant appel davantage à des investisseurs privés, ces derniers représentant 58 % des émissions. Les fonds levés après la publication des résultats des *stress tests* aux États-Unis ont notamment permis à dix grandes banques américaines de rembourser intégralement les fonds du Tarp⁶, tout en conservant des ratios de *Tier One* élevés (9,7 % pour JP Morgan Chase). De leur côté, les banques européennes ont dépendu à plus de 51 % des investisseurs publics pour lever des capitaux.

À la suite de ces émissions de capital, les ratios *Tier One* des banques internationales sont en nette amélioration : fin septembre 2009, ils étaient en moyenne de 9,1 % au Royaume-Uni, de 10,3 % en zone euro et de 12,6 % aux États-Unis.

Émissions de capital des banques par type d'investisseur et par zone

En cumul, du 3^e trimestre 2007 au 3^e trimestre 2009

(en milliards de dollars et en %)

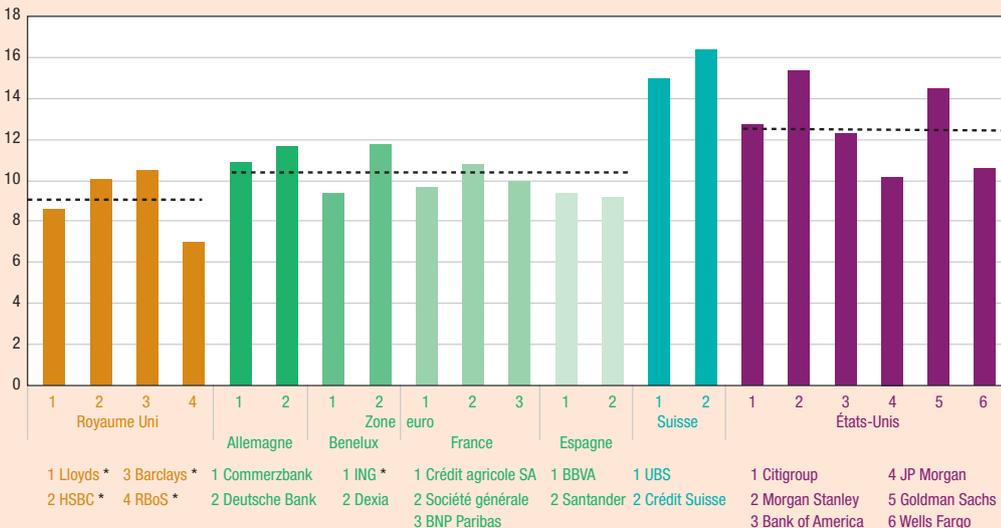


Source : Banque des règlements internationaux

Ratio *Tier One* des banques internationales

Au 30 septembre 2009 (sauf * : au 30 juin 2009)

(en %)



Sources : Bloomberg, Communication financière des banques

6 Troubled asset relief program

Encadré 12 Comparaison des stress tests américains et européens

Les autorités américaines et européennes ont réalisé des tests de résistance sur les banques afin d'évaluer leurs besoins en capital sous un scénario de tension. Ils se sont avérés positifs, particulièrement pour les banques européennes. Bien que menés séparément, les deux exercices ont adopté des méthodes comparables.

- Aux États-Unis, les résultats rendus publics en avril 2009, ont mis en évidence que les besoins complémentaires en capital des banques sous revue s'élevaient à 75 milliards de dollars, après prise en compte des levées de fonds annoncées par les banques au premier trimestre 2009 (ventes d'actifs, transformation de la structure de capital dans certaines banques, provisions supplémentaires au cours du premier trimestre).

Les tests ont été conduits par les superviseurs américains sur les banques ayant des actifs de plus de 100 milliards de dollars, soit dix-neuf banques au total concentrant un peu plus de 60 % du total des actifs des banques commerciales opérant aux États-Unis et sur la base de deux types de scénarios économiques : un scénario de base représentant le consensus de marché et un scénario plus « extrême » mais pas improbable (récession de - 3,3 % en 2009 et croissance de 0 % en 2010, taux de chômage de 8,9 % en 2009 et de 10,3 % en 2010).

Ensuite, ont été estimées les pertes sur les deux ans à venir (2009 et 2010), les provisions nécessaires fin 2010, les ressources disponibles pour absorber ces pertes et les fonds propres disponibles en excès de certains ratios cibles de fonds propres réglementaires : les ratios considérés étant, d'une part, un ratio de Tier One devant représenter au moins 6 % des actifs pondérés du risque et, d'autre part, un ratio de capital « tangible » devant atteindre au moins 4 % des actifs pondérés du risque.

Les banques américaines s'étaient engagées à procéder à des recapitalisations dans l'hypothèse où des besoins en capital seraient mis en évidence ; en contrepartie, l'État pouvait intervenir en soutien de ces recapitalisations. Elles ont eu jusqu'au 8 juin 2009 pour présenter leur stratégie et jusqu'à novembre 2009 pour la mettre en œuvre.

- En Europe, les stress tests — dont les résultats ont été annoncés début octobre 2009 — ont permis de conclure que les banques européennes étaient suffisamment capitalisées. Le risque maximum serait une perte agrégée de 400 milliards d'euros.

L'approche européenne a été décentralisée sous l'égide du Comité européen des superviseurs bancaires (Committee of European Banking Supervisors – CEBS), chaque superviseur national réalisant les simulations sur les groupes bancaires dont il est en charge, sur la base d'hypothèses macroéconomiques définies par la BCE et la Commission européenne. En raison de l'hétérogénéité des situations dans les États membres, chaque pays pouvait utiliser des hypothèses propres relatives au cycle de crédit, ou aux résultats futurs de ses banques. Les superviseurs européens ont mesuré l'impact d'un choc macroéconomique en zone euro (avec, selon le scénario le plus défavorable, une contraction de 5,2 % du PIB en 2009 et de 2,7 % en 2010, et un taux de chômage de 10 % en 2009 et de 12,5 % en 2010) sur le niveau de Tier One des vingt-deux plus grandes banques européennes représentant 60 % des actifs bancaires en Union européenne.

En pratique, les superviseurs ont utilisé principalement des données prudentielles en adoptant une approche distincte pour les expositions inscrites en portefeuille bancaire (banking book) et celles en portefeuille de négociation (trading book). Les stress tests, réalisés pour une période de deux ans, ont révélé que, même dans le scénario le plus défavorable, aucune banque européenne ne verrait son ratio de solvabilité passer sous 6 %.

En affichant des besoins de recapitalisation résiduels voire l'absence de besoins supplémentaires, les tests de solidité des banques américaines et européennes ont permis d'assurer la crédibilité du secteur bancaire. Dans les deux cas cependant, les stress tests ne sont pas des prévisions : ils ne préfigurent en rien les besoins en capital du secteur bancaire ces prochaines années. En outre, ils résultent d'une approche statique et non dynamique et ne correspondent donc qu'à une « photographie » de la situation de solvabilité des banques.

2 | ...MAIS ELLES RESTENT SOUS PRESSION

211 La forte composante volatile des revenus

L'essentiel de la hausse des revenus des grandes banques en 2009 provient de l'activité de banque de financement et d'investissement qui a bénéficié d'une conjoncture très positive : rebond du prix des actifs, niveaux de *spreads* élevés, volatilité modérée et environnement concurrentiel favorable suite à la disparition de certains acteurs.

Le retour progressif à des conditions plus « normales » (baisse des *spreads*, baisse de la volatilité, hausse de la concurrence) devrait réduire la contribution du segment aux revenus totaux des banques. En outre, la stabilisation des marchés, voire leur correction, qui pourrait survenir après l'arrêt des soutiens publics et les retraits de liquidités par les banques centrales, mettrait également un frein à la croissance de ces revenus de marché. Enfin, la substitution aux produits complexes de produits plus simples à rendement plus faible et les exigences réglementaires accrues sont de nature à affaiblir structurellement les revenus de la branche banque d'investissement.

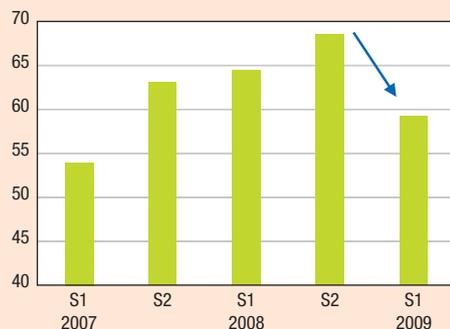
212 Fin du processus de rationalisation des coûts

Les efforts de réduction des coûts d'exploitation des banques à travers la réduction des effectifs, l'exploitation des synergies entre activités et la vente de certaines activités périphériques ont contribué à diminuer les charges d'exploitation de la plupart des banques de l'échantillon.

Cet effort d'économies couplé à l'augmentation des revenus a eu un effet très visible sur le coefficient d'exploitation du secteur (*charges/revenus*) qui a diminué depuis le premier semestre. Néanmoins, la rationalisation des coûts n'est pas extensible à l'infini et cet impact positif sur les marges pourrait s'estomper dès les prochains trimestres.

Coefficient d'exploitation moyen des grandes banques européennes

(en %)



Source : Bloomberg

Coefficient d'exploitation moyen des grandes banques américaines

(en %)



Source : Bloomberg

213 Faible potentiel d'augmentation des marges d'intérêt

L'activité traditionnelle d'intermédiation des banques a bénéficié ces derniers trimestres du bas niveau des taux de refinancement à court terme et de la répercussion plus tardive de la politique monétaire aux taux des prêts octroyés à la clientèle permettant l'augmentation des marges. En effet, la réduction de la concurrence et la hausse du risque de crédit ont contribué au durcissement des conditions d'octroi de prêt à la clientèle. Mais le potentiel de hausse des marges d'intérêt est aujourd'hui limité par le plancher atteint par les taux directeurs, la normalisation du marché interbancaire, le ralentissement de la demande de crédit et les perspectives de sortie des dispositifs de soutien. Par ailleurs, le comportement agressif de certains acteurs pour reconquérir des parts de marché devrait également faire pression sur les marges.

214 Une poursuite de la détérioration de la qualité des actifs

La qualité du portefeuille d'actifs des grandes banques internationales a continué à se détériorer. En Europe comme aux États-Unis, les secteurs qui ont le plus contribué à la diminution des profits sont les prêts à effet de levier, les prêts à la consommation (cartes de crédit, crédits revolving...) et l'immobilier commercial. Les créances douteuses ont augmenté de 74 % en juin 2009 dans le bilan des grandes banques européennes⁷ et de 166 % dans le bilan des quatre grandes banques commerciales américaines⁸ en septembre 2009. La part des créances douteuses dans l'encours total des prêts (créances douteuses/créances brutes) a ainsi atteint 4,2 % en moyenne dans le bilan des grandes banques européennes en juin et 3,5 % chez les quatre banques américaines en septembre.

Malgré l'amélioration de la plupart des indicateurs macroéconomiques, les prévisions de taux de chômage restent toujours préoccupantes et le pic de défaut des entreprises de catégorie spéculative n'a pas encore été atteint d'après les prévisions de Standard & Poor's (premier trimestre 2010).

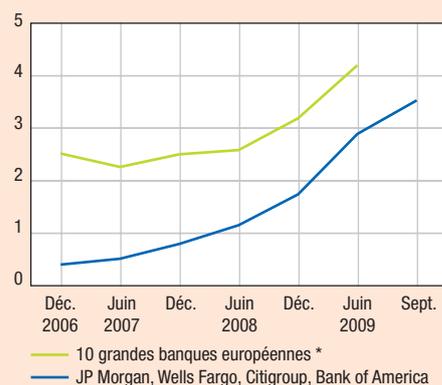
Dans ces conditions, la qualité des portefeuilles de crédit pourrait continuer à se détériorer pendant plusieurs trimestres. D'après les prévisions du FMI, le montant des dépréciations à venir (sur prêts essentiellement) devrait atteindre respectivement 730 milliards de dollars et 420 milliards de dollars aux États-Unis et en Europe.⁹

215 La baisse de l'encours de crédit

La faible augmentation de l'encours de crédit, voire sa diminution, risque également de peser négativement sur la rentabilité du secteur bancaire en limitant sa capacité à générer des revenus additionnels. Malgré l'amélioration des perspectives macroéconomiques, la demande des

Évolution de la part des créances douteuses dans l'encours total de prêts

(en %)



* BNP Paribas, CASA, Société générale, Santander, Unicredit, HSBC, Barclays, RBS, Crédit suisse, Deutsche Bank
Sources : Bloomberg, Rapports des établissements ; calculs : Banque de France (moyennes pondérées)

⁷ BNP Paribas, Crédit agricole SA (CASA), Société générale, Santander, Unicredit, HSBC, Barclays, RBS, Crédit suisse, Deutsche Bank

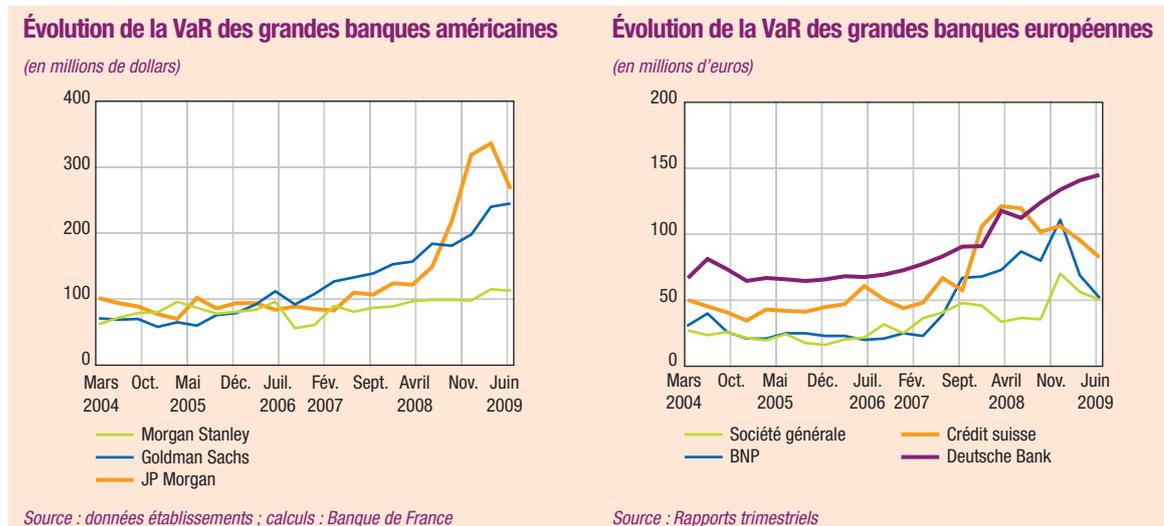
⁸ JP Morgan, Wells Fargo, Citigroup, Bank of America

⁹ Global Financial Stability Review, FMI, octobre 2009

ménages reste faible et la poursuite de l'augmentation du taux de chômage devrait continuer à peser sur la consommation finale. Le redémarrage du crédit est en outre contraint par le durcissement des conditions de prêts octroyés par les banques, pour les ménages comme pour les entreprises.

216 Des niveaux de *value-at-risk* (VaR) et de levier encore importants

Dans l'ensemble, les grandes banques américaines et européennes continuent à réduire leur levier d'endettement mais à un rythme de moins en moins soutenu. Aux États-Unis, ce processus résulte notamment du renforcement des fonds propres qui a suivi les résultats du *stress test*. Durant la première moitié de l'année 2009, la VaR des grandes banques américaines et européennes s'est stabilisée ou a diminué suite à la normalisation des conditions de marché.



3| LES ASSURANCES ONT MIEUX RÉSISTÉ À LA CRISE MAIS SONT EXPOSÉES À CERTAINES VULNÉRABILITÉS

311 Le modèle économique des assurances est moins risqué et les règles comptables et prudentielles sont plus favorables

Structurellement, les assureurs sont moins exposés que les banques au risque de liquidité. Ils dépendent moins du financement de marché que certaines banques car ils sont financés *ex ante* :

- côté assurance dommages, même en cas d'extinction du contrat, la prime a été versée en début de période ;

- côté assurance-vie, les encours sont investis généralement à long terme et il existe, d'une manière générale et quels que soient les pays, des clauses et mécanismes pénalisant un retrait de fonds (mécanismes fiscaux et contractuels).

Les règles comptables ont — au moins temporairement — joué un rôle d'amortisseur. En ce qui concerne le portefeuille d'investissement des assureurs, l'impact sur le compte de résultat n'a lieu que si la dépréciation est « significative et prolongée » (application de la norme IAS 39 et comptabilisation de la quasi-totalité des titres dans la catégorie « disponible à la vente » — *available-for-sale*).

En outre, les assureurs bénéficient d'un mécanisme d'amortisseur anticyclique : la « participation aux bénéfices différés » qui peut limiter l'impact des moins-values sur leur résultat. Quand l'assureur dégage un excédent de rendement, l'assuré a droit à 85 % au moins du rendement excédentaire qui est calculé sur le résultat réalisé. La « participation aux bénéfices différés » correspond à cette part de rendement excédentaire que les assureurs peuvent allouer dans les huit années qui suivent sa constitution. Dans cet intervalle, elle peut venir absorber la réalisation des moins-values latentes, jouant donc un effet contracyclique.

Enfin, les règles prudentielles ont tenu les assureurs à l'écart des produits toxiques grâce à des « pare-feu » réglementaires limitant les investissements dans les actifs peu liquides, l'exposition au risque de change (adossement des engagements envers les assurés et placements libellés dans la même devise¹⁰) et interdisant d'investir dans certains produits spéculatifs (en France, interdiction aux compagnies d'assurance de vendre des CDS).

312 Toutefois, des sources de risques persistent du côté du passif et de l'actif de bilan

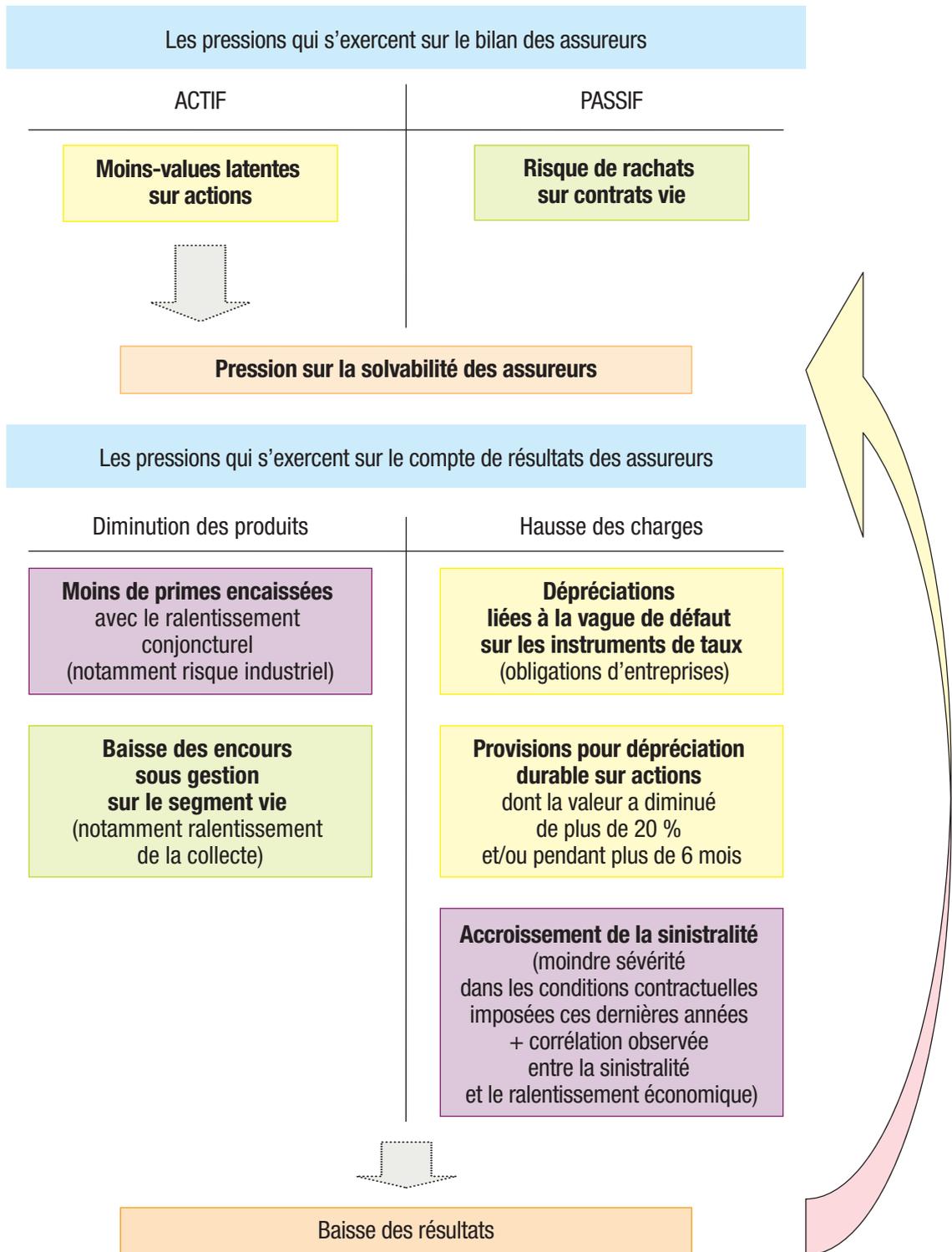
Le passif de bilan des assureurs-vie¹¹ peut être menacé en cas de baisse des prix des actifs en raison de la garantie implicite ou explicite donnée aux assurés : les produits à performance garantie peuvent alors se révéler coûteux. Dans un scénario extrême de rachat généralisé des contrats (similaire à un retrait massif des dépôts bancaires), les assureurs seraient contraints de vendre leurs actifs avec décote. Jusqu'à présent, un simple arrêt des collectes en réaction à la crise a été constaté.

Du côté de l'actif, les assureurs sont exposés en tant qu'investisseurs. Ils détiennent des portefeuilles d'actions (entre 10 et 15 % de leurs bilans). Surtout, en tant qu'investisseurs en obligations, les assureurs sont soumis aux risques de crédit et de taux. Si les expositions des assurances sur les titres structurés *subprime* américains ne se sont pas révélées significatives en France et en Europe, les portefeuilles d'obligations d'entreprises devraient souffrir de l'accélération des défauts et être source de dépréciations pesant sur le compte de résultat. Enfin le segment souverain représente jusqu'à 50 % de l'actif d'un assureur, et certains assureurs pourraient pâtir d'une éventuelle remontée des taux longs.

¹⁰ avec une tolérance de 20 %

¹¹ En plus du risque extrême sur la sinistralité : longévité, catastrophes naturelles, etc.

Vulnérabilités pesant sur les bilans des assureurs



La crise financière : un test pour les organisations et les *business models* des établissements financiers

1 | L'ORGANISATION INTERNE DES BANQUES FAIT L'OBJET DE DÉBATS

111 Une diminution significative des activités transfrontières

Les créances internationales des grands pays, après avoir fortement augmenté en quelques années (de 10 000 milliards de dollars en 1999 à 35 000 milliards de dollars en 2008)¹² ont fortement diminué fin 2008 et jusqu'en mars 2009 (baisse de 2 000 milliards de dollars au seul quatrième trimestre 2008)¹³.

Les régions ou pays les plus concernés en tant que contreparties par la réduction des activités transfrontières sont le Royaume-Uni (36 milliards de dollars), les États-Unis (- 1 000 milliards de dollars), quelques pays de la zone euro et certains marchés émergents, notamment en raison de la baisse des prêts interbancaires transfrontières¹⁴. Sur ce marché, la liquidité n'est toujours pas de retour, sauf sur des maturités très courtes : le risque de contrepartie élevé empêche encore les banques de se prêter entre elles.

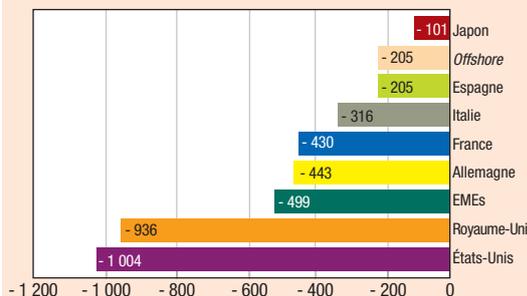
Plusieurs facteurs sont responsables du déclin des activités transfrontières :

- **la réduction du levier d'endettement**

Les grandes banques internationales se sont engagées dans un processus de réduction durable du levier d'endettement (*deleveraging*). L'impact du *deleveraging* sur les activités transfrontières est d'autant plus important que les banques ont augmenté la part internationale de leur bilan ces dernières années.

Créances internationales des banques des pays déclarants à la BRI sur les principaux pays ou groupes de contrepartie

(de mars 2008 à mars 2009, en milliards de dollars)



Note : données consolidées
Source : BRI ; calculs BCE

¹² Source : BCE

¹³ Source : BRI

¹⁴ Source : BRI

- **la dégradation brutale du marché des *swaps* de devises**

Au quatrième trimestre 2008 : les *spreads* sur ce marché se sont très fortement élargis, notamment sur le marché au jour le jour (*overnight*).

- **la montée du risque pays dans les pays « hôtes »**

Les banques intègrent à leur coût interne de financement (taux de cession interne) un paramètre reflétant le risque du pays dans lequel sont situées leurs filiales ou succursales et souvent calculé à partir des primes de CDS souverains.

- **la baisse de l'offre et de la demande de crédit**

- **un biais domestique**

Certaines mesures de soutien ont eu pour contrepartie des engagements des banques qui en bénéficiaient en faveur de leur marché domestique.

Ces différents facteurs incitent les banques à réfléchir à l'utilité et aux risques associés aux activités transfrontières menées par leurs filiales et succursales et aux modes de gestion de la liquidité transfrontière.

112 **Changement organisationnel : vers une réorganisation des filiales et des succursales ?**

D'après une étude de 2007 ¹⁵, les banques ont tendance à privilégier une organisation « en succursales » dans les pays à forte pression fiscale et dans ceux pour lesquels les restrictions légales à l'entrée sur le marché sont réduites. Elles choisissent une organisation « en filiales » lorsque la stratégie vise à s'implanter durablement sur un marché et à y développer des activités de banque de détail. Au-delà, le degré de responsabilité de la maison-mère vis-à-vis de ses succursales ou de ses filiales sous différents scénarios de risques joue un rôle essentiel dans le choix et l'articulation des activités menées par la banque à l'étranger.

La crise financière va peut-être influencer cette logique. Elle a conduit certaines grandes banques internationales à repenser leur organisation en fonction de critères qui étaient jugés secondaires en période de croissance des marchés et de liquidité bon marché et abondante. Elles peuvent notamment être incitées à réorienter leurs stratégies de financement vers davantage d'efficacité et moins de prise de risques. Face à ce problème nouveau, deux réponses sont possibles. La première consiste à diversifier les sources de financement des implantations étrangères afin de privilégier les sources locales et d'éviter ainsi la propagation des chocs de liquidité ; la seconde, plus structurelle, consiste à transformer les schémas organisationnels des banques en privilégiant une structure avec une maison-mère et des filiales. Cette solution n'est pas exempte d'inconvénients. Les activités de financement transfrontière pourraient diminuer, conduisant à une hausse du coût du financement et à la création de poches de liquidité « piégée » en différents endroits du monde.

¹⁵ "How banks go abroad: Branches or subsidiaries?" – Eugenio Cerutti (FMI), Giovanni Dell'Ariccia (Banque Mondiale), Maria Soledad Martinez Peria (Banque Mondiale), *Journal of Banking and Finance*

Certaines grandes banques internationales s'interrogent également quant à la pertinence de leur politique de gestion de la liquidité et du financement interne. Les premières tendances indiquent une réorientation de la gestion de la liquidité vers une gestion plus décentralisée. Par exemple plusieurs banques ont mis en place des *stress tests* de liquidité au niveau de leurs succursales (et plus seulement au niveau du groupe).

2| CHANGER LES *BUSINESS MODELS* ET LES INCITATIONS

La crise est arrivée par la banque de financement et d'investissement, plus précisément par le marché de la titrisation, dopé par la forte croissance des techniques de transfert de risques. Les établissements essentiellement spécialisés dans les activités de BFI ont subi les plus fortes tensions. Ils ont été contraints de modifier leurs stratégies et de se repositionner sur des modèles plus équilibrés. Certaines banques ont dû s'adosser à des acteurs plus diversifiés (Merill Lynch à Bank of America ; Bear Stearns à JP Morgan). D'autres ont disparu (Lehman Brothers). Même les deux banques d'investissement américaines qui ont su le mieux gérer la crise financière (Goldman Sachs et Morgan Stanley) ont été contraintes de s'adapter (elles ont dû demander à la Fed de pouvoir bénéficier du statut de *Bank Holding Company* pour pouvoir recevoir des dépôts du public). En Europe, même les établissements au profil plus « universel » se sont repositionnés pour assurer leur pérennité en investissant dans la banque de détail et en sécurisant leurs sources de financement : Deutsche Bank a acquis 30 % de Postbank, BNPP a racheté Fortis...

Face aux turbulences financières, les banques caractérisées par des risques et des sources de financement diversifiés sont celles qui ont jusqu'à présent le mieux résisté à la crise (il s'agit du modèle dit de « banque universelle »). Ces banques marchent en effet sur « plusieurs jambes » grâce à la variété de leurs activités (BFI, banque de détail, gestion d'actifs, banque privée, financement de projets, financement aux collectivités publiques) et à leur diversification géographique (développement d'activités dans différentes zones aux degrés de bancarisation différents). En outre, leurs sources de financement – multiples – limitent la concentration des risques. Enfin, elles sont plus résilientes grâce à leurs résultats récurrents. En effet, certaines ont réussi à mettre en place un modèle de croissance moins corrélé à l'évolution de la conjoncture économique en augmentant la part des commissions dans leurs revenus. Ce profil joue un rôle d'absorbeur de chocs et permet de maintenir un « coussin » de produit net bancaire.

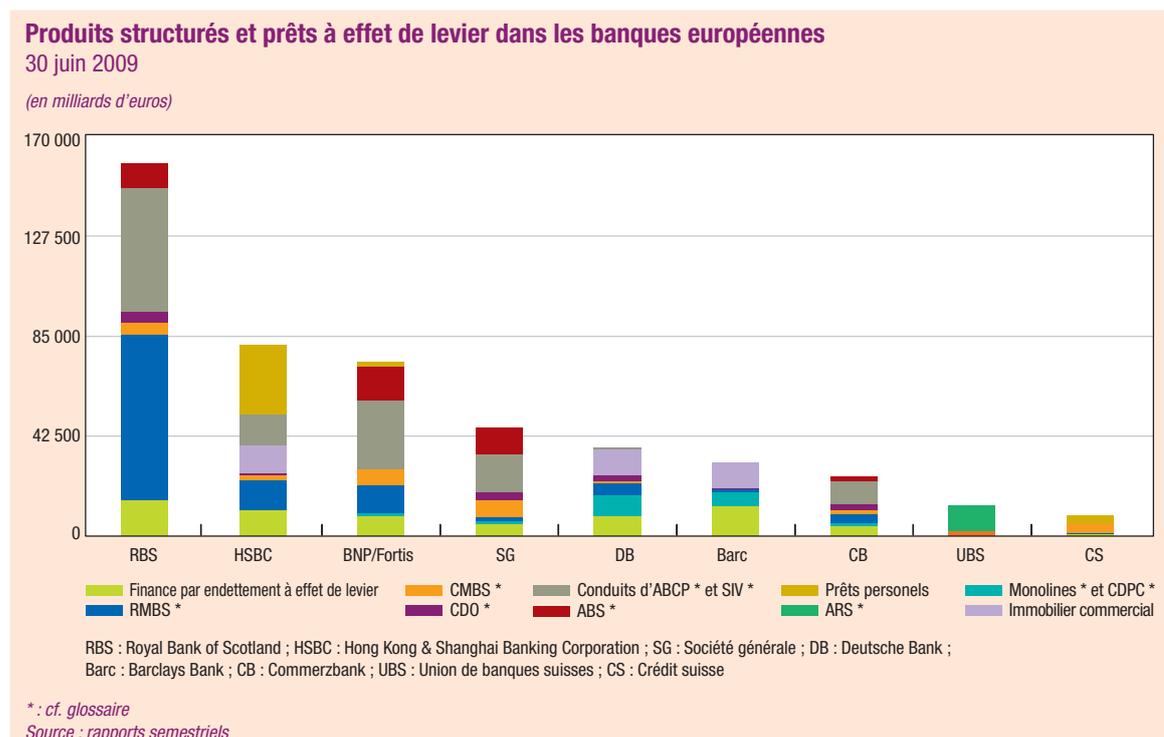
Une demande pour plus de transparence et de simplification

1| FAIRE REVIVRE LE MARCHÉ DE LA TITRISATION

111 Un marché à l'origine de la crise...

La crise a mis en évidence les imperfections du modèle d'octroi puis cession de crédits (*originate-to-distribute*) et le rôle de la titrisation. Les défaillances dans les flux d'information, à toutes les étapes de la titrisation, ont en effet joué un rôle déterminant dans la dynamique de la crise. Les établissements cédants, les intermédiaires, les investisseurs et les évaluateurs externes du risque ont tous des responsabilités et des perspectives spécifiques.

Le marché s'est gelé dès le début de la crise en 2008 notamment parce que les prêts accordés par les institutions financières ont fortement diminué, alors qu'ils constituent la matière première de toute titrisation. En 2008, les seules titrisations montées étaient « retenues » c'est-à-dire gardées par les banques dans leur bilan faute d'investisseurs pour souscrire aux titres émis par les structures (cf. graphique). Bien que les banques aient enregistré des dépréciations importantes sur leurs actifs constitués de produits structurés risqués, elles ont encore dans leurs bilans des montants significatifs d'expositions à ces produits complexes et tentent de s'en défaire (*deleveraging*).



112 ...mais dont l'utilité est certaine

Les avantages potentiels de la titrisation sont nombreux. En séparant l'octroi du crédit de la prise de risque ultime et en permettant une dispersion accrue des risques, la titrisation peut améliorer l'efficacité globale de l'intermédiation financière. Les acteurs peuvent, dans le processus, optimiser leurs avantages comparatifs, surtout en matière de traitement de l'information ou de gestion de risques. Il est donc important de relancer ce marché tout en le débarrassant de ses faiblesses, mises en évidence par la crise.

Les signes de réouverture des marchés primaire et secondaire de la titrisation se multiplient.

- Aux États-Unis, la *Term asset-backed securities loan facility* (TALF), dispositif de soutien de la Fed visant à encourager la consommation en finançant les acheteurs de titres adossés à des actifs (ABS), a des effets positifs sur le marché.

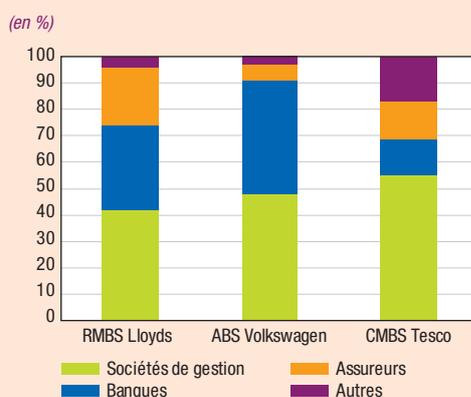
En outre, sans passer par la TALF, Avis a émis et placé des titres adossés à des créances de *leasing* pour 450 millions de dollars mi-septembre 2009.

- En Australie, la ME Bank a réalisé la première émission depuis la faillite de Lehman Brothers et le premier placement de titres adossés à des prêts hypothécaires (RMBS) sans le soutien de l'État (231 millions de dollars).

- En Europe, après une année passée sans un placement public de titrisation, le marché s'est ouvert cet été, et surtout en septembre qui a vu **quatre programmes de titrisation européens placés de manière publique** sur les marchés. C'est une première depuis de long mois, au cours desquels les tranches émises étaient principalement retenues par les cédants ou placées de manière privée. Au total, **près de 6 milliards d'euros** de RMBS, de CMBS et d'ABS ont été émis : plusieurs placements de titres adossés à des prêts hypothécaires commerciaux (CMBS) ont été réalisés au Royaume-Uni pendant l'été 2009 ; Volkswagen et Lloyds ont réalisé avec succès, mi-septembre, des émissions de titres adossés, respectivement, à des prêts automobile (ABS de crédits automobile) et à des prêts hypothécaires (RMBS) ; massivement souscrites par une large palette d'investisseurs, leur taille a été relevée (cf. graphique ci-dessus).

- Les *spreads* se resserrent sur les marchés secondaires, en Europe et aux États-Unis. Au Royaume-Uni, les *spreads* sur les titres britanniques adossés à des prêts hypothécaires (RMBS) sont passés en août sous la barre psychologique des 200 points de base, certains papiers ayant approché 150 points de base (cf. graphique ci-dessus).

Base investisseurs des dernières émissions



Spreads ABS AAA européens et au Royaume-Uni



Source : JP Morgan

113 ...et justifie certaines évolutions

La normalisation actuelle de l'activité de titrisation ne doit pas faire oublier que le marché a besoin d'être réformé, notamment d'être plus transparent. Il est essentiel que toutes les parties disposent d'une information de qualité, que les responsabilités des parties concernées soient claires et que la discipline soit renforcée en veillant à la conservation par chacun d'une part suffisante d'exposition au risque global. Dans cette perspective, les autorités de régulation et le FMI réfléchissent à l'amélioration du cadre légal de la titrisation :

- côté vendeur : les régulateurs souhaiteraient obliger les originateurs à conserver au moins 5 % de la valeur du produit dans leur propre bilan ;
- côté acheteur : les régulateurs réfléchissent à imposer des charges en capital spécifiques pour les titrisations de deuxième degré.

2| HEDGE FUNDS ET AGENCES DE NOTATION : DES ÉVOLUTIONS NÉCESSAIRES

211 Stratégies et régulation des *hedge funds*

En 2007 et début 2008, le secteur se prévalait d'avoir bien résisté à la crise par rapport au reste du secteur financier. Pourtant, dès la mi-2008, les *hedge funds* ont enregistré une chute de leurs performances, ainsi qu'une vague de retraits importants. Leur *business model* devrait être réorienté selon trois axes principaux :

L'évolution de la relation avec les *prime brokers* (prestataires de services bancaires spécifiquement destinés aux *hedge funds*) : moindre accès et renchérissement des services clés du *prime brokerage* et recours à plusieurs *prime brokers*

Les banques, elles-mêmes contraintes de réduire leur levier d'endettement, limitent le financement qu'elles accordent aux *hedge funds*. Elles ont également réduit leur stock de titres ce qui limite leur activité de prêt de titres et celle de vente à découvert des *hedge funds*. La réduction de ces activités fortement lucratives pour les *prime brokers* les obligent à rationaliser leur activité en se désengageant des clients moins rentables ou en élevant leurs marges sur les services offerts.

Cette orientation stratégique des *prime brokers* a contribué à altérer la confiance qui existait entre eux et les gérants de *hedge funds*. En outre, le sauvetage de Bear Stearns et la faillite de Lehman Brothers ont accru les incertitudes sur le risque de contrepartie et sur la sécurité des actifs déposés chez le *prime broker*. Depuis ces événements, les *hedge funds* ont cherché à diversifier leurs contreparties en ayant recours à plusieurs *prime brokers*. Cette évolution va conduire à une diminution de la concentration de l'industrie du *prime brokerage* : Goldman Sachs, Morgan Stanley et JP Morgan se partageaient 65 % du marché. Or aujourd'hui, on observe un recours croissant aux banques européennes (Crédit suisse, Deutsche Bank, BNP Paribas...).

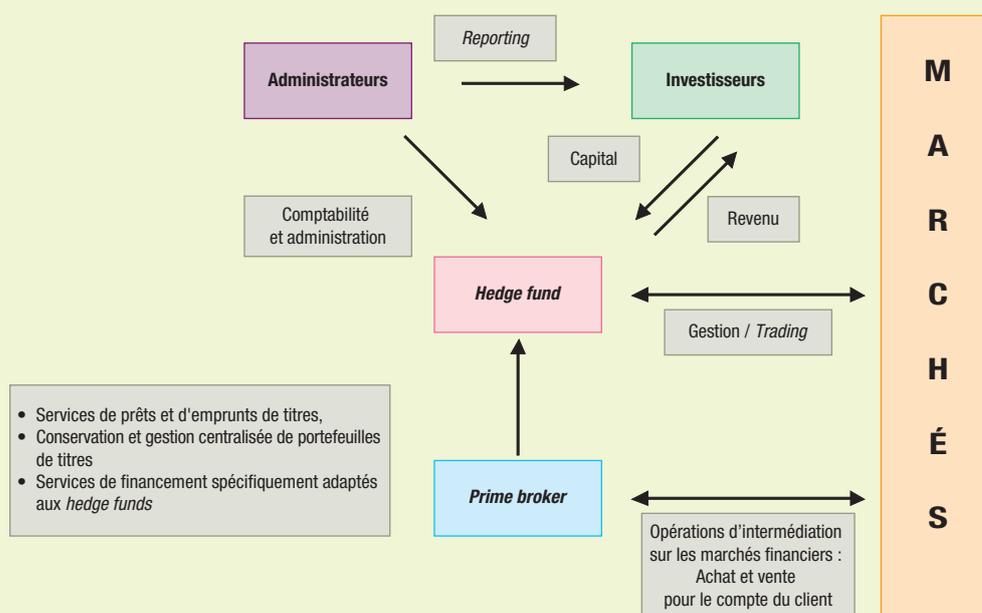
Encadré 13 Le *prime broker* : un prestataire de services d'investissement

La plupart des grandes banques internationales ont développé des filiales de prime brokerage qui proposent des services spécifiques aux hedge funds afin de leur permettre de mieux exercer leur activité. L'intervention du prime broker permet en fait au gestionnaire de se concentrer sur son activité cœur de métier — la gestion — et de confier à un tiers une série de fonctions plus techniques. En recourant à un prime broker, le gestionnaire du fonds accède à une offre globale de services tels que :

- le financement en espèces (margin financing) ou le financement des ventes à découvert à travers le prêt de titres,
- la coordination des différents acteurs lors de la phase de création du fonds,
- la mise en relation avec des investisseurs et d'autres gérants (capital introduction),
- l'exécution des transactions et leur règlement/livraison,
- le dépouillement des opérations de fonds,
- la fourniture d'information au gérant sur sa gestion (reporting),
- l'aide au contrôle des risques.

Du fait de ses fonctions, le prime broker est conduit à rendre des services d'investissement (exécution d'ordres, négociation pour compte propre...) et surtout à conserver tout ou partie des actifs des fonds considérés (pour pouvoir exécuter les opérations de règlement-livraison, effectuer les reportings,..).

La capacité du prime broker à fournir des financements aux hedge funds est déterminante pour le niveau de levier du fonds. C'est également le principal canal de transmission de tensions entre les hedge funds et le secteur bancaire.



Une plus grande indépendance ou externalisation de certaines fonctions

Les problèmes qu'ont rencontré certains *hedge funds* pour récupérer leurs actifs suite à la faillite de Lehman Brothers et à la fraude Madoff les incitent aujourd'hui à externaliser ou du moins à assurer l'indépendance des fonctions de conservation, de valorisation et d'administration, afin de tracer et vérifier les mouvements et la valorisation des actifs. Les projets de régulation actuels vont dans ce sens. Ce recours généralisé à des tiers pour certaines fonctions opérationnelles va avoir pour conséquence une augmentation du coût de fonctionnement des fonds qui sera d'autant plus difficile à supporter si la performance n'est pas au rendez-vous ou s'il s'agit de petites structures.

Une plus grande transparence

Eu égard à leurs performances décevantes, à l'affaire Madoff et aux problèmes d'illiquidité des fonds, les *hedge funds* doivent regagner la confiance des investisseurs et la transparence est devenue pour eux un impératif. En effet, d'après l'enquête annuelle menée par Deutsche Bank, la transparence fait partie en mars 2009 des cinq critères de sélection d'un *hedge fund* pour les investisseurs alors que ce critère n'apparaissait pas en 2008. Par ailleurs, les projets de régulation mentionnent une obligation de transparence vis-à-vis des investisseurs et des autorités (cf. *infra* le discours de Christian Noyer à Londres, septembre 2009). Enfin, le développement des plates-formes de comptes gérés (« *managed account* ») devrait se poursuivre compte tenu de leurs avantages en termes de liquidité et de transparence et de l'intérêt croissant que leur portent les investisseurs (43 % des investisseurs cherchent à opérer *via* ce type de structure).

212 Activités et régulation des agences de notation

Le modèle actuel des agences de notation est remis en cause par la crise

Comme lors de la crise asiatique de 1997, la crise financière actuelle a déclenché de nombreuses critiques à l'encontre des agences de notation, notamment de la part d'investisseurs déçus de la mauvaise performance de certains actifs financiers qui disposaient pourtant des meilleures notations. Une des fonctions essentielles des marchés est de traiter en continu toute l'information disponible pour permettre de dégager un prix pour chaque actif financier. Or, tous les agents économiques n'ont pas la même capacité d'analyse du flot d'information disponible. Les banques s'appuient sur la connaissance rapprochée qu'elles ont de leur clientèle pour bien mesurer les risques qu'elles prennent en leur accordant des prêts. En revanche, les investisseurs sur les marchés n'ont généralement pas la capacité d'effectuer une analyse détaillée et actualisée du risque de crédit. Ils sont d'autant moins enclins à engager les frais importants de traitement des informations nécessaires à la mesure de ce risque qu'il existe des professionnels, en l'occurrence les agences de notation, censés s'en charger et assurer ainsi l'efficacité du marché.

La notation par les agences permet en effet aux investisseurs de disposer collectivement d'une information simple, lisible et synthétique sur le risque de défaillance d'un émetteur. Les agences fournissent leurs méthodes et leurs modèles aux banques qui créent des produits structurés pour évaluer le risque de défaillance. Elles imposent d'autres exigences que doivent satisfaire les véhicules de titrisation pour pouvoir émettre des titres bénéficiant des meilleures notations. De simples intermédiaires, les agences de notation sont ainsi devenues des quasi-régulateurs de la titrisation et des produits structurés alors même qu'elles pouvaient être sujettes à des conflits d'intérêt entre les émetteurs, leurs clients, qui supportent le coût de cette notation, et les investisseurs, utilisateurs des notations.

Mais les notations ont fait l'objet d'un malentendu entre certains investisseurs et les agences. En révisant brutalement leurs notes et leurs méthodologies sur les produits structurés relatifs aux *subprime*, les agences ont en effet révélé deux aspects de leurs travaux qui avaient été mal pris en compte par certains investisseurs.

D'abord, leur notation ne porte que sur le risque de défaillance et n'intègre pas d'autres risques comme le risque de marché ou d'illiquidité. Or, ces autres risques sont apparus déterminants dans l'évolution récente des prix des produits structurés.

Ensuite, le fait de retenir une même échelle de notation pour ces produits structurés et pour les produits obligataires classiques s'avérait trompeuse car la nature des produits et des risques était bien différente. Les produits structurés, du fait de leur construction même, ont une volatilité bien supérieure à celle des obligations comme l'a montré l'évolution des cours ces derniers mois.

Une nouvelle réglementation est en cours d'élaboration

Une meilleure régulation des agences est donc nécessaire, elle est en cours d'élaboration. Les grandes lignes en seraient : l'enregistrement des agences, une plus grande transparence des méthodes de notation et du rôle des agences dans le processus de titrisation, une différenciation des échelles de notation entre produits obligataires et produits structurés pour mieux prendre en compte la spécificité de ces derniers par les investisseurs.

Les organismes internationaux associant les autorités publiques ont commencé dès le début 2009 à réfléchir à une nouvelle réglementation des agences. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a produit une évaluation des agences de notation vis-à-vis des *subprime* américains et une mise à jour du code de conduite des agences ; à la demande du G 7, le Forum de stabilité financière (devenu Conseil de stabilité financière) a formulé des propositions pour améliorer les modalités d'intervention des agences de notations. Le G 20 des 2 et 3 avril 2009 dans sa déclaration finale défend les principes d'enregistrement des agences, de différenciation des échelles de notation selon les produits et de diffusion de l'historique des notations et des hypothèses utilisées.

En Europe, l'enregistrement systématique des agences sera mis en place dans le courant 2010. Elles seront soumises à des règles de gestion des conflits d'intérêts et de rotation des analystes.

Aux États-Unis, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a annoncé en septembre 2009 qu'elle allait prendre des mesures pour mieux encadrer les agences : exigence d'informations détaillées sur certains produits, partage des données par les émetteurs.

Les nouveaux acteurs de la stabilité financière

1| L'ÉLARGISSEMENT DU FORUM DE STABILITÉ FINANCIÈRE AUX PAYS MEMBRES DU G 20

Le Forum de stabilité financière (*Financial Stability Forum, FSF*) a décidé en mars 2009 d'accueillir les représentants de tous les pays membres du G 20. Le FSF avait été créé en 1999 par les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du G 7, à la suite de la crise financière asiatique de 1997, afin de promouvoir la stabilité financière internationale au travers d'échanges d'informations renforcés et d'une coopération internationale dans les domaines de la supervision et de la surveillance du système financier. Les membres du FSF étaient les ministres des Finances, les dirigeants des banques centrales et les superviseurs nationaux des pays du G 7, ainsi que de l'Australie, de Hong Kong, des Pays-Bas, de Singapour et de la Suisse.

La crise financière a été l'occasion d'une rénovation de la composition et du mandat du FSF. Le caractère international de la crise et sa propagation rapide aux différents marchés et aux pays émergents ont mis en évidence l'importance d'institutions internationales représentatives, capables d'alerter les gouvernements et les autorités de régulation sur les pratiques dangereuses pour l'équilibre du système financier mondial et de formuler des propositions pour y remédier. À cet égard, le FSF n'était plus la structure adaptée.

Juste avant sa transformation en « Conseil », le FSF a accueilli une douzaine de nouveaux membres (cf. encadré 14). Cet élargissement a vocation à accroître ses possibilités en matière de réforme du système financier mondial.

Parmi les différents aspects du mandat du nouveau Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board, FSB*), on trouve désormais :

- évaluer les vulnérabilités du système financier, identifier et superviser les actions mises en œuvre pour les supprimer ;
- promouvoir la coordination et l'échange d'informations entre les autorités responsables de la stabilité financière ;
- surveiller l'évolution des marchés et formuler des recommandations sur les politiques de régulation.

Le FSB devient donc le pendant financier du FMI : le FMI aura un rôle de surveillance des équilibres macroéconomiques, et le FSF celui de la supervision des marchés financiers, des institutions financières et des règles prudentielles.

Encadré 14 Le Conseil de stabilité financière

Missions

Le Conseil de stabilité financière ou CSF (Financial Stability Board – FSB) a été créé à l'occasion du sommet du G 20 de Londres en avril 2009 afin de transformer le rôle de coordination mondial initialement assumé par le Forum de stabilité financière (Financial Stability Forum – FSF), de corriger les faiblesses des systèmes économiques et de développer la mise en œuvre de politiques de régulation et de supervision favorisant la stabilité financière. Il est doté d'un mandat plus large que son prédécesseur.

Préalablement, lors de la réunion plénière du FSF en mars 2009, il a été décidé d'élargir sa composition en invitant des pays du G 20 à siéger : l'Afrique du Sud, l'Arabie saoudite, l'Argentine, le Brésil, la Chine, la Corée du Sud, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, la Russie et la Turquie participent désormais au FSB. L'Espagne et la Commission européenne sont aussi devenues membres du FSF et donc, à présent, du FSB.

Composition

Le siège de ce conseil se trouve à la Banque des règlements internationaux à Bâle. Le FSB est composé de hauts représentants des autorités financières nationales (les banques centrales, les autorités de régulation et les ministères des Finances), des institutions financières internationales, des autorités normalisatrices et s'y attachent des comités d'experts provenant des banques centrales. Il est actuellement présidé par le gouverneur de la Banque d'Italie, Mario Draghi.

Fonctionnement

Le mandat assigné au FSB est d'évaluer les vulnérabilités affectant le système financier, d'identifier et de superviser les actions nécessaires pour les traiter. Le FSB a mis en place les instances internes nécessaires pour s'acquitter de cette tâche :

- *un comité de pilotage (steering committee),*
- *trois comités permanents pour l'évaluation des points de vulnérabilité, la coopération en matière de supervision et de réglementation, et la mise en œuvre des normes.*

Il a par ailleurs constitué un groupe de travail « Gestion de crise inter-frontières » destiné à établir un cadre de référence pour mettre en œuvre les principes du FSF sur la coopération transfrontière dans la gestion des crises. Il continuera à suivre les progrès accomplis dans la mise en œuvre des recommandations du G 20.

Extrait du discours de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France, Londres, 4 septembre 2009 ¹⁶

[...]

« La crise financière nous a enseigné de douloureuses leçons. Si cette crise a de multiples causes, parmi lesquelles, peut-être, les politiques macroéconomiques, il est également clair qu'elle nous contraint à reconsidérer notre manière de réguler et de superviser le système financier. C'est ce que nous avons entrepris, et ce sujet prendra une place importante dans les discussions de demain entre les ministres et les gouverneurs des banques centrales du G 20. L'enjeu en est le périmètre de la régulation financière, sa nature et ses objectifs.

LE PÉRIMÈTRE DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

Quand nous sommes entrés en crise, de nombreuses entités non réglementées jouaient un rôle majeur dans le système financier. Par conséquent, du point de vue de la surveillance, il existait d'énormes « trous noirs », y compris ce que l'on a appelé le « système bancaire de l'ombre » (shadow banking system), qui a été à l'origine de la plupart des excès en matière de titrisation.

Ce n'est plus le cas. Au cours des douze derniers mois, une action coordonnée des pays industrialisés et des pays émergents a placé sous la surveillance des autorités la plupart des acteurs de premier plan de la sphère financière. Des principes et des règles ont été édictés pour que les agences de notation gèrent leurs conflits d'intérêts, améliorent la qualité de leur processus de notation, renforcent la transparence et fassent l'objet d'une surveillance au moyen d'un système d'enregistrement obligatoire. Les hedge funds seront soumis à un processus d'agrément et de surveillance : ils devront respecter des exigences de transparence tant envers les investisseurs qu'à l'égard des régulateurs. Enfin, les activités de hors-bilan seront consolidées et encadrées grâce à des modifications des dispositifs comptable et prudentiel.

LA NATURE DE LA RÉGULATION ET DE LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES ÉVOLUE

À mon sens, deux tendances principales se dégagent. En matière de surveillance financière, nous devons compléter **la microsurveillance par une surveillance macrofinancière**, compte tenu de l'importance systémique et de l'interconnexion des institutions, des marchés, des instruments et de l'accumulation de risques et de dynamiques qu'elle génère. Les phénomènes se produisant à l'échelle des systèmes qui sont restés incontrôlés, comme l'accroissement **global** du levier d'endettement et de la transformation financière, ne doivent plus échapper à notre vigilance.

¹⁶ http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2009/RSF_Londres.pdf

Tous les pays vont dans ce sens. En Europe, dans la lignée des préconisations du Rapport Larosière, nous constituons un Comité européen du risque systémique (European Systemic Risk Board – ESRB). Aux États-Unis, il a été proposé que le Système fédéral de réserve devienne la future autorité de surveillance systémique. En France, le gouvernement a décidé de regrouper, dans le cadre d'un collège « systémique » placé sous l'égide de la Banque de France, la surveillance des secteurs de la banque et de l'assurance.

À l'évidence, le passage de la surveillance à un niveau macrofinancier signifie que les banques centrales vont devoir assumer de nouvelles responsabilités. L'histoire nous enseigne que les missions confiées aux banques centrales ont connu des évolutions majeures à la suite des crises financières.

Deuxièmement, la régulation aura un caractère plus **mondial**. Les économies émergentes pourraient avoir le sentiment qu'elles sont étrangères au problème, dans la mesure où elles n'ont pas joué de rôle dans le déclenchement de la crise ; elles sont cependant des acteurs essentiels et une partie de la solution. Le fait qu'Henrique Meirelles soit assis à mes côtés constitue véritablement un signe des temps, signe clairement mis en évidence par le rôle croissant du G 20 et le récent élargissement de la composition du Conseil de stabilité financière.

Les normes internationales en matière de règles prudentielles ont d'ores et déjà ouvert la voie à une égalité de traitement au niveau international. J'espère vivement que l'accord de Bâle II pourra bientôt devenir une norme et un cadre véritablement universels pour la surveillance bancaire. Au-delà des règles prudentielles, il est primordial de parvenir à une convergence des normes comptables, ne serait-ce que pour des raisons d'égalité de traitement. Enfin, une amélioration de la coordination entre autorités de contrôle au travers de collèges de contrôleurs pour tous les acteurs présentant une importance systémique (pas uniquement les banques) constituerait un progrès significatif.

LES OBJECTIFS DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE ONT CHANGÉ

Il demeure important d'accroître la résistance du système financier. Nous devons veiller à ce que les intermédiaires constituent, au fil du temps, des volants de fonds propres et de liquidité plus importants, notamment pour les activités de marché. Le Comité de Bâle a été très actif et élabore actuellement des propositions à ce sujet ».

[...]

2| UNE NOUVELLE ORGANISATION EUROPÉENNE

S'inspirant des propositions du *Rapport Larosière* de février 2009 sur l'architecture de la supervision du système financier européen, de nouvelles instances de surveillance à l'échelle européenne devraient voir le jour. En mars 2009, la Commission de Bruxelles a demandé aux dirigeants européens d'avaliser les principales propositions dudit rapport. En juin 2009, les conclusions du Conseil européen reprenaient ces propositions. Enfin, en septembre 2009, la Commission européenne a adopté un ensemble de propositions législatives visant à renforcer la surveillance du secteur financier, qui ont servi de base à la position défendue par l'Union européenne lors du sommet du G 20 des 24 et 25 septembre 2009 à Pittsburgh. Les modalités pratiques de cette nouvelle organisation sont en cours de discussion.

211 Le Comité européen du risque systémique

Le Comité européen du risque systémique (*European Systemic Risk Board*) assurera la surveillance macroprudentielle en évaluant les menaces potentielles pesant sur la stabilité financière en Europe et, quand ce sera nécessaire, jouera un rôle d'alerte et formulera des recommandations d'actions pour éliminer ces menaces. Siègeront dans ce comité les membres du Conseil général de la BCE, les futures autorités de supervision européennes, la Commission européenne et le président du Comité économique et financier.

212 Le système européen de superviseurs financiers

Un système européen de superviseurs financiers devrait voir le jour (*European System of Financial Supervisors*). Préconisé par le *Rapport Larosière*, il sera un réseau décentralisé de trois nouvelles autorités de supervision européenne en charge de la surveillance microprudentielle, respectivement, des banques, des compagnies d'assurance et des marchés. Là encore, le projet est en cours de discussions. Les propositions présentées prévoient que ces autorités seront dotées de pouvoirs contraignants alors que les trois comités qu'elles seront amenées à remplacer n'avaient jusqu'ici qu'un rôle consultatif (*Committee of European Banking Supervisors* – CEBS pour les banques, *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* – Ceiops pour les assurances, *Committee of European Securities Regulators* – CESR pour les marchés). Elles proposeront des normes techniques au niveau européen à la majorité qualifiée (qui ne s'imposeront qu'une fois endossées par la Commission européenne) et auront la charge de résoudre les différends entre superviseurs nationaux, au besoin en imposant directement leurs arbitrages.

3| UN NOUVEAU RÔLE POUR LE FMI ?

311 Bailleur de fonds des pays émergents et des pays riches

Le Fonds monétaire international intervient auprès de pays membres qui traversent des crises de balance des paiements. Ses concours financiers permettent aux pays concernés de reconstituer leurs réserves de change, de stabiliser leur monnaie, de continuer à régler leurs importations et de restaurer les conditions de la croissance. Plusieurs type de prêts et d'initiatives existent : la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance est le guichet par lequel le FMI accorde des prêts aux pays à faible revenu ; l'aide d'urgence vient en appui de programmes de redressement

des pays ayant subi une catastrophe naturelle ou un conflit ; l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés vise à réduire la dette de ces pays lorsqu'ils appliquent des programmes d'ajustement et de réformes.

Avec la crise financière, le FMI a fortement accru le total de ses prêts. Trois pays émergents (Hongrie, Roumanie et Ukraine) ont chacun reçu plus de 15 milliards de dollars. Surtout, il est intervenu, pour la première fois depuis 1976 — c'était au profit du Royaume-Uni —, auprès d'une économie développée, l'Islande, avec un prêt de 2,1 milliards de dollars. En ce sens, c'est un nouveau rôle pour le FMI, qui est traditionnellement le bailleur de fonds des pays en développement.

Lors du sommet du G 20 d'avril 2009, le FMI a été replacé au centre du nouvel agenda international. Sa capacité de prêt a été triplée pour être portée au niveau de 750 milliards de dollars. Les dirigeants du G 20 ont aussi chargé le FMI de procéder à une nouvelle allocation générale de droits de tirage spéciaux (DTS)¹⁷ qui alimentera la liquidité mondiale en injectant l'équivalent de 250 milliards de dollars dans l'économie mondiale. Le FMI a mis en place une réforme de sa panoplie d'instruments de prêts, créant notamment une nouvelle ligne de crédit modulable et modernisant le dispositif de conditionnalité pour tous les emprunteurs de façon à ce qu'il soit adapté à l'objectif prioritaire lequel consiste à faire face à la crise tout en veillant à ce que les segments les plus vulnérables de la population soient convenablement protégés. Enfin, les vingt-six participants aux « nouveaux accords d'emprunt » (NAE)¹⁸ ont étendu ces accords en y intégrant de nouveaux participants et en accroissant les ligne de crédit.

312 Un rôle d'alerte et de conseil

Le FMI a également pour mission de surveiller le système monétaire international et de suivre les politiques économiques et financières de ses 186 pays membres, afin de mettre en lumière les risques éventuels pour la stabilité nationale et extérieure. S'il a signalé les risques dans le secteur financier et appelé à un assainissement des bilans des banques, ses mises en garde n'ont pas été suffisamment défendues et entendues par les décideurs.

Le Comité monétaire et financier du G 20 a demandé au FMI de réaliser un exercice d'alerte avancé (*early warning exercise*) en collaboration avec le Conseil de stabilité financière. Cet exercice, qui aurait lieu deux fois par an, est un effort d'analyse plus systématique des risques liés aux interconnexions mondiales, qui devrait aboutir à une réaction plus rapide et efficace face à ces risques. Il a été présenté pour la première fois dans sa totalité aux pays membres à l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, en octobre 2009, à Istanbul. Le FMI va aussi renforcer son programme d'évaluation du secteur financier, en se concentrant davantage sur les aspects internationaux et systémiques et en assurant une intégration plus poussée avec la surveillance bilatérale.

¹⁷ Les droits de tirage spéciaux (DTS) sont un instrument monétaire international créé par le FMI en 1969 pour compléter les réserves officielles existantes des pays membres.

¹⁸ Les « nouveaux accords d'emprunt », entrés en vigueur en 1998, sont des accords de crédit conclus entre le FMI et un groupe de vingt-six pays membres et institutions.

Niveau européen

Surveillance macroprudentielle



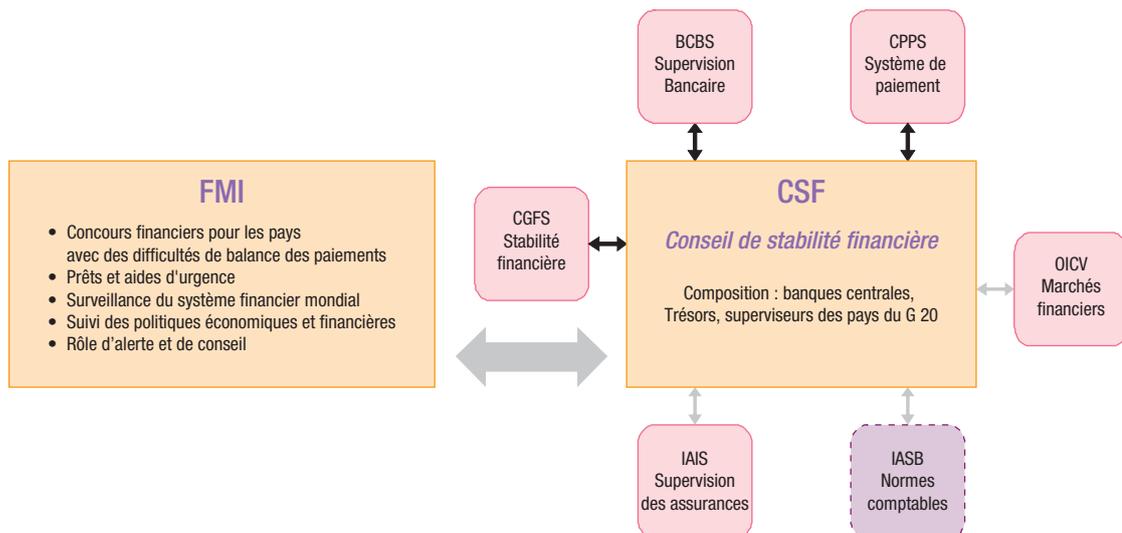
- Composition : 27 Banques centrales, la BCE, la Commission, le SESF...
- Secrétariat : BCE

Surveillance microprudentielle



- Composition : superviseurs sectoriels nationaux
- Propositions de normes techniques
- Résolution de différends entre autorités nationales
- Cohérence de l'application des règles techniques communautaires
- Surveillance directe des agences de notations (pour l'autorité de surveillance des marchés)
- Coordinateurs en situation d'urgence

Niveau international



Extrait du communiqué officiel du G 20
(Sommet de Pittsburgh des 24 et 25 septembre 2009)

[...]

« Nous nous réunissons en ce moment crucial de transition entre la crise et la reprise pour tourner la page d'une ère d'irresponsabilité et adopter un ensemble de mesures, de règles et de réformes nécessaires pour répondre aux besoins de l'économie mondiale du XXI^e siècle.

[...]

Aujourd'hui, nous avons passé en revue les progrès accomplis depuis le sommet de Londres en avril. Les engagements que nous avons pris au niveau national pour rétablir la croissance ont constitué le soutien budgétaire et monétaire le plus vaste et le mieux coordonné de tous les temps. Nous avons agi ensemble pour augmenter radicalement les ressources nécessaires afin de stopper la diffusion de la crise à l'ensemble du monde. Nous avons pris des mesures pour remettre en état le système de régulation et nous avons commencé à mettre en œuvre des réformes radicales afin de réduire le risque que des excès financiers ne déstabilisent à nouveau l'économie mondiale.

[...]

Aujourd'hui, nous sommes convenus de lancer un cadre qui définit les politiques et la manière dont nous agissons ensemble pour parvenir à une croissance mondiale forte, durable et équilibrée. Nous avons besoin d'une reprise durable qui crée les emplois de qualité qu'attendent nos concitoyens.

Nous devons passer de sources publiques à des sources privées de la demande, instaurer un modèle de croissance plus durable et plus équilibrée dans tous les pays et réduire les déséquilibres de développement. Nous nous engageons à éviter les cycles déstabilisateurs d'expansion et de ralentissement extrêmes dans le domaine du crédit et du prix des actifs et à adopter des politiques macroéconomiques qui encouragent une demande mondiale adéquate et équilibrée, de manière compatible avec la stabilité des prix.

[...]

[Nous sommes convenus] de veiller à ce que nos systèmes de régulation des banques et des autres établissements financiers contiennent les excès qui ont conduit à la crise. Là où l'inconscience et l'absence de responsabilité ont entraîné la crise, nous n'autoriserons pas un retour aux pratiques bancaires antérieures.

Nous nous sommes engagés à agir ensemble pour élever les normes en matière de capitaux, pour mettre en œuvre des normes internationales strictes en matière de rémunérations afin de mettre un terme aux pratiques qui entraînent une prise de risques excessive, pour améliorer le marché de gré à gré des produits dérivés et pour créer des instruments plus puissants pour assurer que les grandes sociétés multinationales assument la responsabilité des risques qu'elles prennent. Les normes applicables aux grands établissements financiers multinationaux doivent être à la mesure du coût que représente leur faillite. Nous nous sommes fixé un calendrier strict et précis pour l'ensemble de ces réformes.

[Nous sommes convenus] de réformer l'architecture mondiale pour répondre aux besoins du XXI^e siècle. Après cette crise, les acteurs essentiels doivent devenir des parties prenantes et s'investir pleinement dans nos institutions pour nous permettre de coopérer afin de jeter les fondements d'une croissance forte, durable et équilibrée.

Nous avons désigné le G 20 comme étant le forum prioritaire de notre coopération économique internationale. Nous avons créé le Conseil de stabilité financière qui inclut les grandes économies émergentes et nous nous félicitons des efforts qu'il déploie pour coordonner et suivre les progrès du renforcement de la régulation financière. Nous avons pris l'engagement d'un transfert de quotes-parts au profit des pays émergents et en développement dynamiques d'au moins 5 % depuis les pays sur-représentés vers les pays sous-représentés en utilisant la formule actuelle des quotes-parts comme la base de notre travail. Nous sommes convenus d'augmenter significativement les droits de vote des pays en développement et en transition sous-représentés à la Banque mondiale. Nous invitons une Banque mondiale réformée à jouer un rôle moteur pour répondre aux problèmes dont la nature exige une action coordonnée à l'échelle mondiale, tels que le changement climatique et la sécurité alimentaire ».

[...]

Encadré 15 « Les grands G » : G 7, G 8, G 10, G 20

G 7	G 8	G 10	G 20
Allemagne	Allemagne	Allemagne	Allemagne
Japon	Japon	Japon	Japon
France	France	France	France
États-Unis	États-Unis	États-Unis	États-Unis
Royaume-Uni	Royaume-Uni	Royaume-Uni	Royaume-Uni
Italie	Italie	Italie	Italie
Canada	Canada	Canada	Canada
	Russie	Belgique	Russie
		Suède	Afrique du Sud
		Pays-Bas	Arabie saoudite
		Suisse	Argentine
			Australie
			Brésil
			Chine
			Corée du Sud
			Inde
			Indonésie
			Mexique
			Turquie
			Union européenne

Le G 7

Le G 7 se réunit une fois par an au niveau des chefs d'État et de gouvernement depuis 1975, Sommet de Rambouillet, en France. Ce premier Sommet réunissait six pays : la France, les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne, le Japon et l'Italie.

Au niveau des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales, le G 7 a remplacé le G 5 comme principale instance de coordination politique en 1986-1987, notamment après la signature de l'Accord du Louvre en février 1987 par les membres du G 5 et le Canada, entériné ensuite par le G 7.

Depuis 1987, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du G 7 se réunissent au moins deux fois par an pour faire le point sur l'évolution de l'économie mondiale et évaluer les politiques économiques. Le directeur général du FMI est généralement invité à participer aux entretiens des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G 7 qui ont trait à la surveillance.

L'agenda initial s'est élargi au cours du temps à d'autres questions telles que l'emploi, les questions environnementales, la lutte anti-drogue, les droits de l'homme, le contrôle des armes...

Le G 8

L'appellation G 8 est apparue à l'occasion de la première participation de la Russie au Sommet du G 7 qui s'est tenu à Naples en 1994. En 1997, la Russie a de nouveau pris part au Sommet de Denver, pour des débats politiques, après la conclusion du sommet économique du G 7. La Russie a été admise comme membre à part entière au Sommet de Birmingham tenu en 1998, marquant la création du Groupe des Huit (G 8). Une fois par an, le G 8 organise des sommets durant lesquels les chefs d'État et de gouvernement des grands pays industrialisés débattent des grandes questions économiques et politiques à l'ordre du jour.

Le G 10

Le G 10 s'est formé en 1961 pour suppléer aux ressources du FMI par le biais des « Accords généraux d'emprunt » (accords d'emprunt supplémentaires qui peuvent être activés dans le cas où les ressources du FMI ne suffisent pas à couvrir les besoins des pays membres).

.../...

Le G 10 est par la suite devenu un groupe de travail de l'OCDE comprenant les gouverneurs des banques centrales et les ministres des Finances des dix « plus importants » pays membres de l'OCDE auxquels on ajoute la Suisse. C'est au sein de ce groupe que les premières discussions sur la gestion du système monétaire international ont eu lieu. Le G 10 a cependant été souvent le théâtre de désaccords entre les États-Unis et les pays européens. Les États-Unis n'acceptaient pas la trop forte présence européenne au sein de ce groupe — sur dix pays membres, sept étaient européens. La création du G 7 n'a pas mené à la désagrégation du G 10. Son rôle a évolué, ce groupe devenant un forum de discussion pour les gouverneurs des banques centrales sur la question de la stabilité financière internationale.

Le G 20

Le G 20 a été créé le 25 septembre 1999 lors d'une réunion des ministres des Finances des pays du G 7, à Washington, en réponse aux crises financières des années quatre-vingt-dix et afin de reconnaître le poids des pays émergents dans les institutions internationales, et d'y promouvoir une stabilité financière internationale accrue. Le G 20 est formé de dix-neuf pays, représentés par leur ministre des Finances et le gouverneur de leur banque centrale, et de l'Union européenne.

L'ensemble des pays membres du G 20 représentent 90 % du PNB mondial, 80 % du commerce international et les deux tiers de la population mondiale.

Participent également aux discussions, le directeur général du FMI et le président de la Banque mondiale, de même que les présidents du Comité monétaire et financier international et du Comité de développement du FMI et de la Banque mondiale.

Le G 20 a pour mandat de promouvoir des discussions libres et constructives entre les pays développés et les pays émergents sur les sujets économiques clés tels que la stabilité économique. En contribuant à renforcer l'architecture financière internationale, en favorisant le dialogue sur les politiques nationales et la coopération internationale, le G 20 doit aider à soutenir la croissance et le développement dans le monde.

Le G 20 cherche à faire adopter à ses membres des principes communs et internationalement reconnus dans les domaines de la transparence des politiques fiscales, des mesures anti-blanchiment d'argent et contre le financement du terrorisme.

La réunion du G 20 à Londres en avril 2009 a permis aux États membres de prendre plusieurs engagements :

- rétablir la confiance, la croissance et les emplois ;
- remettre en état le système financier pour rétablir l'activité de prêt ;
- renforcer la régulation financière pour rétablir la confiance, notamment en créant un nouveau Conseil de stabilité financière (CSF) ;
- donner des ressources aux institutions financières internationales et les réformer pour surmonter la crise et en prévenir de futures ;
- promouvoir le commerce mondial et l'investissement et rejeter le protectionnisme pour soutenir la prospérité ;
- bâtir une reprise durable, profitant à tous et respectueuse de l'environnement ;
- multiplier par trois les moyens dont dispose le FMI pour les porter à 750 milliards de dollars, soutenir une nouvelle allocation de droits de tirage spéciaux (DTS — unité de compte du FMI) à hauteur de 250 milliards de dollars, permettre aux banques multilatérales de développement d'accorder au moins 100 milliards de dollars de prêts supplémentaires, soutenir à hauteur de 250 milliards de dollars le financement du commerce et affecter les moyens complémentaires résultant de ventes d'or décidées par le FMI à des financements concessionnels au profit des pays les plus pauvres.

Les principales étapes du déroulement de la crise de juillet 2007 à décembre 2009.

2007	Évènements
Juillet	Bear Stearns annonce la faillite de deux <i>hedge funds</i> spécialisés dans les dérivés de crédit.
31 juillet	La banque publique allemande KfW apporte son soutien financier à IKB pour 8,1 milliards d'euros.
1 ^{er} août	Le ministre des Finances allemand annonce un plan de sauvetage de 3,5 milliards d'euros pour éviter la faillite d'IKB.
7 août	BNP Paribas gèle la valorisation de certains de ses fonds.
9 août	L'Eurosystème propose des liquidités en quantité illimitée au jour le jour.
17 août	Le Système fédéral de réserve américain (Fed) étend la maturité maximale de sa facilité d'emprunt permanente de 1 jour à 30 jours.
23 août et 12 septembre	La BCE lance une opération supplémentaire de refinancement en euros à 3 mois (opérations renouvelées par la suite tout au long de 2007, 2008 et 2009).
14 septembre	L'annonce par la Banque d'Angleterre de l'octroi d'un prêt d'urgence, garanti par l'État, à la cinquième banque anglaise, Northern Rock, déclenche une panique sur les dépôts bancaires de cette banque.
18 septembre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 4,75 %.
1 ^{er} octobre	UBS, première banque suisse, annonce des dépréciations d'actifs pour 2,4 milliards d'euros.
24 octobre	Merrill Lynch annonce des dépréciations d'actifs pour 8,4 milliards de dollars.
31 octobre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 4,5 %.
11 décembre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 4,25 %.
12 décembre	Actions coordonnées de la Fed, de la BCE, de la Banque du Canada, de la Banque d'Angleterre et de la Banque nationale suisse afin de répondre aux besoins de financement à court terme en dollars. Naissance du dispositif d'injection de dollars à terme : les TAF (<i>term auction facilities</i>) à 28 jours.
2008	
15 janvier	Citigroup publie des pertes record (9,83 milliards de dollars au quatrième trimestre 2007). Le groupe annonce, en outre, des dépréciations d'actifs pour 18,1 milliards de dollars.
22 janvier	La Fed abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 3,5 % lors d'un comité FOMC (<i>Federal Open Market Committee</i>) extraordinaire.
24 janvier	La Société générale dévoile la fraude commise par l'un de ses <i>traders</i> , Jérôme Kerviel. Les pertes associées se montent à 4,9 milliards d'euros.
30 janvier	La Fed abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 3 %.
15 février	UBS a perdu 7,8 milliards d'euros au quatrième trimestre 2007.
17 février	Le gouvernement britannique nationalise Northern Rock.
11 mars	La Fed lance une nouvelle facilité : la <i>term securities lending facility</i> . Cette facilité de 1 mois permet aux banques d'investissement d'emprunter des titres d'État en échange de titres de qualité de crédit inférieure (titres d'agences, <i>mortgage-backed securities</i> – MBS).
16 mars	La Fed étend la maturité maximale de sa facilité d'emprunt permanente de 30 jours à 90 jours. Elle introduit une nouvelle facilité, la <i>primary dealer credit facility</i> , qui permet un refinancement des banques d'investissement au jour le jour, contre des garanties élargies.
18 mars	La Fed abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 2,25 %.
24 mars	Bear Stearns est repris par JP Morgan sous l'égide de la Fed qui prête 30 milliards de dollars au repreneur.
28 mars	La BCE introduit un refinancement en euros à 6 mois.

.../...

2008	
1 ^{er} avril	UBS annonce un doublement de ses dépréciations qui s'élèvent à cette date à 24 milliards d'euros.
30 avril	La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 2 %.
Juin - août	Dégradation de la note de trois grandes banques d'affaires américaines (Lehman Brothers, Merrill Lynch et Morgan Stanley) et de deux assureurs <i>monoline</i> (MBIA et Ambac).
7 septembre	Le Trésor américain met les agences de crédit hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae sous tutelle et s'engage à leur apporter, au besoin, 200 milliards de dollars de capital.
15 septembre	Lehman Brothers dépose son bilan. Bank of America annonce le rachat de Merrill Lynch.
16 septembre	La Fed et le gouvernement américain nationalisent <i>de facto</i> l'assureur AIG, menacé de faillite, en lui apportant une aide de 85 milliards de dollars en échange de 79,9 % de son capital.
18 septembre	La banque britannique Lloyds TSB rachète sa concurrente HBOS menacée de faillite. La BCE, la Fed, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque nationale suisse et la Banque du Canada ouvrent une nouvelle facilité conjointe en dollars. Il s'agit d'une TAF au jour le jour qui sera renouvelée jusqu'au 15 octobre.
19 septembre	Le président George W. Bush annonce un plan de sauvetage des banques américaines (plan Paulson). La Fed lance une nouvelle facilité qui vise à soutenir le marché des fonds monétaires.
25 septembre	Le président Nicolas Sarkozy appelle à un nouvel ordre financier international. Les dépôts de Washington Mutual, en faillite, sont repris par JP Morgan.
26 septembre	Le cours de bourse de Fortis s'effondre en raison de doutes sur sa solvabilité. Fortis est renfloué le 29 septembre par les États belge, néerlandais et luxembourgeois. BNP Paribas en prend le contrôle en Belgique et au Luxembourg pour 14,5 milliards d'euros.
29 septembre	La Chambre des représentants américaine rejette le plan Paulson. L'État allemand et un consortium de banques apportent une garantie de crédit de 35 milliards d'euros à Hypo Real Estate, quatrième banque du pays. Les banques Bradford & Bingley (au Royaume-Uni) et Glitnir (en Islande) sont nationalisées.
30 septembre	Le gouvernement irlandais apporte une garantie générale de 2 ans aux six grandes banques du pays. Les États belge, français et luxembourgeois assurent le sauvetage de Dexia en souscrivant à une augmentation de capital de 6,4 milliards d'euros.
3 octobre	La liste des contreparties éligibles aux opérations de réglage fin de l'Eurosystème est élargie. Le plan Paulson est adopté par la Chambre des représentants.
5 octobre	Le gouvernement allemand lance un nouveau plan de sauvetage pour Hypo Real Estate.
7 octobre	La Fed annonce le lancement d'une nouvelle facilité : la <i>commercial paper funding facility</i> . Par cette facilité, le Système fédéral de réserve acquiert directement des billets de trésorerie à 3 mois.
8 octobre	Baisse des taux concertée par plusieurs banques centrales : la Fed, la BCE, les banques centrales du Canada et de Suède baissent leur taux directeur de 0,50 % et la Banque nationale suisse de 0,25 %. La BCE revoit les modalités techniques d'adjudication ; elle annonce que les appels d'offres se feront à taux fixe et que 100 % des demandes sont honorées jusqu'en janvier 2009 et elle rétrécit le corridor constitué par les taux des facilités permanentes. Les ministres des Finances de l'UE décident de relever la garantie des dépôts de 20 000 euros à 50 000 euros dans un premier temps. Ils prévoient que le 31 décembre 2010 au plus tard, le niveau de garantie pour l'ensemble des dépôts d'un même déposant sera fixé à 100 000 euros.
9 octobre	La BCE réduit 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 : le taux de la facilité de prêt marginal est ramené de 100 à 50 points de base au-dessus du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, soit à 4,25 %, et le taux de la facilité de dépôt sera porté de 100 à 50 points de base en dessous du taux des opérations principales de refinancement, soit à 3,25 %.

.../...

2008	
10 octobre	Le G 7 adopte un plan d'action international qui vise à assurer la viabilité du système financier, éviter la faillite des institutions financières importantes, garantir l'accès à la liquidité, recapitaliser les institutions financières publiques, restaurer la confiance des épargnants par des garanties publiques sur les dépôts et soutenir le marché des financements hypothécaires en lançant des travaux de réflexion sur les thèmes de la valorisation, la transparence et les règles comptables.
12 octobre	À l'initiative du président Nicolas Sarkozy, adoption à Paris du plan anti-crise européen autour de l'action des États selon plusieurs axes : protéger les épargnants, assurer le financement de l'économie et éviter la faillite d'institutions financières systémiques.
13 octobre	Le gouvernement français annonce son « Plan pour assurer le financement de l'économie et restaurer la confiance ». Les TAF de la BCE sont désormais adjugées sans limite de montant et à taux fixe. La mesure est également mise en œuvre par la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse. Les lignes de swaps octroyées par la Fed à ces banques centrales sont dès lors illimitées.
15 octobre	La BCE élargit son système de garantie (titres de dette négociables en devises, certificats de dépôts, dette subordonnée bénéficiant d'une garantie, prêts syndiqués sous droit anglais) et revoit à la baisse la notation minimale pour l'éligibilité des titres à BBB- contre A- auparavant. La Banque nationale suisse et la BCE annoncent des mesures conjointes pour accroître les liquidités en francs suisses.
16 octobre	La BCE conclut un accord avec la Banque nationale de Hongrie qui permet à cette dernière d'emprunter jusqu'à 5 milliards d'euros pour soutenir ses opérations. Les autorités suisses annoncent un plan de sauvetage d'UBS, qui allie recapitalisation par l'État (à hauteur de 5 milliards de dollars) et création par la Banque nationale suisse d'une structure de défaillance des actifs toxiques.
17 octobre	Christine Lagarde, ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, installe le conseil d'administration de la Société de financement de l'économie française (SFEF).
20 octobre	Le gouvernement français annonce qu'il est prêt à souscrire pour un montant de 10,5 milliards d'euros à des émissions de titres subordonnés émis par les six principaux groupes bancaires français : Banques Populaires, BNP Paribas, Caisses d'Épargne, Crédit agricole, Crédit mutuel et Société générale.
23 octobre	Le président Nicolas Sarkozy annonce la tenue de la réunion du G 20, ainsi que la mise à disposition de 26 milliards d'euros de prêts pour assurer le financement des PME françaises, et la nomination de René Ricol au poste de médiateur national du crédit.
27 octobre	La BCE et la Banque nationale du Danemark mettent en place un accord de swap de devises pour un montant de 12 milliards d'euros.
28 et 29 octobre	Octroi par la Fed de nouvelles lignes de swaps à quatre banques centrales de pays émergents (Mexique, Brésil, Corée du Sud et Singapour). La Fed abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 1 %. Le FMI annonce une facilité de prêt à court terme pour les pays en voie de développement.
31 octobre	La Banque du Japon abaisse son taux directeur de 0,2 %, le ramenant à 0,3 %.
4 novembre	La SFEF annonce une première émission obligataire sur les marchés, émission bénéficiant d'une garantie autonome d'une maturité de 3 ans.
6 novembre	La BCE abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 3,25 %. La Banque d'Angleterre baisse son taux directeur de 1,50 %, le ramenant à 3 %.
9 novembre	Les autorités chinoises annoncent un plan de soutien de 4 000 milliards de yuans (environ 470 milliards d'euros).
15 novembre	Le G 20 publie un communiqué dans lequel il confirme l'intention de ses membres (y compris donc les grands pays émergents) d'agir rapidement afin de répondre au ralentissement économique mondial et fixe une feuille de route afin de tirer les leçons de la crise financière.
20 novembre	Le président Nicolas Sarkozy annonce la création du Fonds stratégique d'investissement (FSI), destiné à renforcer les fonds propres et à stabiliser le capital des entreprises françaises.

.../...

2008	
23 novembre	Le président élu Barack Obama annonce un plan de relance américain qu'il s'engage à mettre en œuvre dès son investiture le 20 janvier. Le plan pourrait approcher les 1 000 milliards de dollars. Le gouvernement américain garantit 306 milliards de dollars de dettes de Citigroup et injecte 20 milliards de dollars dans son capital.
25 novembre	La Fed lance un programme de prêts aux investisseurs, destiné à relancer le crédit à la consommation via la titrisation. Dénommé <i>Term asset-backed securities loan facility</i> (TALF), il est doté dans un premier temps, de 200 milliards de dollars, budget qui pourra au besoin être porté à 1 000 milliards de dollars. Le collatéral éligible inclut les RMBS, CMBS et autres ABS.
2 décembre	Un plan de relance européen de 200 milliards d'euros (1,5 % du PIB) est approuvé par les chefs d'États européens.
4 décembre	Le président Nicolas Sarkozy annonce un plan de relance de l'économie française de 26 milliards d'euros. La BCE abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 2,50 %. La Banque d'Angleterre abaisse son taux directeur de 1 %, à 2 %.
10 décembre	Le Congrès et la Maison Blanche concluent un accord de principe sur un plan de sauvetage des constructeurs automobiles, qui se chiffre à 13,4 milliards de dollars.
11 décembre	Une fraude estimée à 50 milliards de dollars, montée par le fonds d'investissement de Bernard Madoff, est mise à jour. L'Autorité des Marchés financiers (AMF) estime à environ 500 millions d'euros l'exposition des OPCVM français ayant investi dans des OPCVM de droit irlandais et luxembourgeois touchés par la fraude Madoff.
16 décembre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 1 %, le ramenant dans une marge de fluctuation allant de 0 à 0,25 %.
19 décembre	La Banque du Japon abaisse son taux directeur de 0,20 %, le ramenant à 0,10 %.
29 décembre	Après lui avoir accordé un prêt, mi-décembre, de 13,4 milliards de dollars sur 3 mois, le Trésor américain renfloue GMAC (branche financière de la General Motors) à hauteur de 5 milliards de dollars.
2009	
5 janvier	La Fed lance un plan de soutien à l'immobilier avec le rachat des créances hypothécaires destiné à relancer le marché du logement.
7 janvier	Nicolas Sarkozy annonce une deuxième vague d'émissions de fonds propres pour les banques françaises, après la première levée de fonds effectuée en décembre (pour un montant de 10,5 milliards d'euros).
8 janvier	Le gouvernement allemand annonce la nationalisation partielle de Commerzbank. Concrètement, le fonds public d'aide au secteur bancaire (SoFFin), créé en octobre, va mettre près de 10 milliards d'euros supplémentaires à disposition de Commerzbank. L'État va acheter 295 millions d'actions nouvelles ordinaires et injecter 8,2 milliards d'euros supplémentaires. Il en devient le premier actionnaire. Moody's abaisse d'un cran la note de crédit émetteur et celle de la dette senior de Bank of America, en raison des « difficultés importantes auxquelles devront probablement faire face Bank of America et Merrill Lynch au cours des prochaines années ». La Banque d'Angleterre abaisse son taux directeur de 0,5 point, à 1,5 %, son plus bas niveau historique en 315 ans. En France, l'Assemblée nationale adopte le plan de relance.
13 janvier	Deuxième plan de soutien allemand à l'économie, de 50 milliards d'euros. Il comporte des mesures d'allègement de la fiscalité, de baisse des cotisations sociales, d'aides à l'investissement, de prime exceptionnelle de 100 euros par enfant et d'aide au secteur automobile.
14 janvier	Deutsche Bank annonce une perte de 4,8 milliards d'euros sur le quatrième trimestre, ce qui porte le résultat annuel 2008 à - 3,9 milliards. Le gouvernement britannique annonce un plan de garanties de 20 milliards de livres de prêts à court terme contractés par des petites et moyennes entreprises afin d'encourager les banques à les financer. Il met en place une garantie spéciale d'1 milliard de livres pour les prêts à long terme contractés par des petites entreprises.
15 janvier	La BCE réduit son taux directeur de 50 points de base, à 2 %. Le taux de la facilité de prêt marginal est porté de 50 à 100 points de base au-dessus du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, à 3 %, et le taux de la facilité de dépôt est abaissé de 50 à 100 points de base en dessous du taux des opérations principales de refinancement, à 1 %. Le corridor constitué par les taux des facilités permanentes est ainsi rétabli à 200 points de base.

.../...

2009	
16 janvier	Citigroup publie une perte nette de 8,29 milliards de dollars au quatrième trimestre 2008. Le gouvernement américain garantit 118 milliards de dollars de dette de Bank of America et injecte 20 milliards de dollars dans le capital de Bank of America.
19 janvier	En France, présentation du rapport Deletré qui préconise le rapprochement de la Commission bancaire et de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles. Royal Bank of Scotland (RBS) annonce des pertes anticipées qui pourraient atteindre 28 milliards de livres. La participation publique dans cette banque passe de 58 % à 70 %. Le Premier ministre britannique annonce un nouveau train de mesures en direction des banques, notamment la mise en place d'un fonds spécial, doté de 50 milliards de livres et dédié à l'achat « d'actifs de haute qualité » du secteur privé, c'est-à-dire des billets de trésorerie et des obligations, ainsi que la création d'un système de garantie pour les produits issus de la tritrisation.
20 janvier	Dans le cadre des états généraux de l'automobile, le gouvernement français propose 5 à 6 milliards d'euros pour aider Renault et PSA. Hypo Real Estate, déjà sauvée de la faillite par l'État allemand, annonce qu'elle va recevoir une nouvelle garantie publique de 12 milliards d'euros portant au total l'aide de l'État à 42 milliards d'euros. Les autorités <i>antitrust</i> américaines ont autorisé la vente par Dexia de sa filiale Financial Security Assurance (FSA).
21 janvier	Les conditions du nouveau plan de recapitalisation des banques françaises sont publiées : le second plan ressemble à celui de décembre. Montant identique (10,5 milliards d'euros au total), conditions identiques, le tout éligible au ratio <i>Tier One</i> ainsi qu'au <i>Core Tier One</i> .
26 janvier	Le gouvernement français annonce le déblocage de 5 milliards d'euros pour soutenir Airbus <i>via</i> la SFEF. BNPP dégage un bénéfice de 3 milliards d'euros en 2008 et une perte de 1,4 milliard d'euros au quatrième trimestre 2008. Le Premier ministre islandais annonce la démission de son gouvernement sous la pression de la population qui le juge responsable de l'effondrement de l'économie.
29 janvier	La Chambre des représentants adopte les mesures de relance proposées par le gouvernement américain (819 milliards de dollars).
5 février	La Banque d'Angleterre abaisse son taux directeur d'un demi-point, à 1 %. Un « Madoff japonais », Kazutsugi Nami, est arrêté pour fraude, la pyramide lui ayant permis de collecter entre 1 et 2 milliards d'euros. Aux États-Unis, la rémunération annuelle des dirigeants d'entreprise qui bénéficient d'une aide publique devrait être plafonnée à 500 000 dollars.
11 février	UBS et Crédit Suisse annoncent des pertes historiques pour 2008, de, respectivement, 13,3 milliards et 5,5 milliards d'euros.
12 février	En Belgique, KBC accuse une perte nette de 2,5 milliards d'euros pour l'exercice 2008. Hypo Real Estate Holding fait savoir que le SoFFin augmente de 10 milliards d'euros la garantie qu'il lui apporte. Ainsi, les garanties reçues par Hypo Real Estate de la part de l'État allemand atteignent 52 milliards.
13 février	Le Congrès américain adopte le plan de relance de l'économie de 787 milliards de dollars (5,5 % du PIB). HBOS annonce une perte de 12,4 milliards d'euros en 2008. Début des achats de <i>commercial paper</i> (CP) par la Banque d'Angleterre sur les marchés primaire et secondaire. Le Parlement allemand adopte le plan de relance de l'économie de 50 milliards d'euros.
18 février	Annnonce du plan de soutien au marché immobilier américain. D'un montant global de 275 milliards de dollars, il vise à aider sept à neuf millions de foyers. Le plan prévoit de consacrer 75 milliards à un fonds de stabilisation qui aidera au refinancement des prêts de quatre à cinq millions de « propriétaires immobiliers responsables ».
26 février	Publication du rapport Larosière sur la supervision bancaire. La Commission européenne publie des règles (<i>guidelines</i>) sur le traitement des actifs toxiques. En France, Natixis annonce une perte de 2,8 milliards d'euros en 2008. La fusion Caisses d'Épargne et Banques populaires est officialisée. RBS publie une perte de 24,1 milliards de livres en 2008, la plus élevée jamais subie par une entreprise britannique. Elle assure pour 325 milliards de livres d'actifs risqués auprès de l'État. Fannie Mae annonce une perte nette de 59 milliards de dollars pour 2008, essentiellement due à des éléments exceptionnels au 2 nd semestre, et réclame au Trésor américain une aide de 15,2 milliards pour couvrir son déficit.

.../...

2009	
3 mars	AIG annonce une perte historique pour une entreprise américaine de 99,3 milliards de dollars pour l'exercice 2008. Le Trésor américain injecte 30 milliards de dollars et organise sa restructuration (deuxième plan de sauvetage).
5 mars	La Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre réduisent leur taux directeur d'un demi-point à, respectivement, 1,50 % et 0,50 %. La Banque d'Angleterre lance un programme de 100 milliards de dollars destiné à des achats fermes, sur une période de 3 mois, d'actifs du secteur privé et d'obligations d'État.
6 mars	Fortis holding, BNPP et la Société fédérale de participations et d'investissement sont parvenus à un accord qui devra être soumis à l'approbation des actionnaires lors des prochaines assemblées générales.
8 mars	Nationalisation de Lloyds Banking à hauteur de 65 %. C'est la quatrième banque nationalisée au Royaume-Uni, après Northern Rock, Bradford & Bingley et RBS.
11 mars	Freddie Mac publie une perte nette annuelle de 50,1 milliards de dollars.
13 mars	Aux États-Unis, extension du <i>Temporary Liquidity Guarantee Program</i> (TLGP) : les émissions pourront être effectuées jusqu'au 31 octobre 2009 et seront garanties jusqu'au 31 décembre 2012.
17 mars	AIG rend publiques les contreparties bénéficiaires de versements, rendus possibles grâce au renflouement public entre le 16 septembre et le 31 décembre 2008 : Goldman Sachs (12,9 milliards de dollars), la Société générale (11,9), Deutsche Bank (11,8), Barclays (7), Merrill Lynch (6,8), BNPP (4,9), Calyon (2,3).
18 mars	La Fed annonce un assouplissement quantitatif sans précédent. Elle va acheter jusqu'à 300 milliards de dollars de bons du Trésor à long terme au cours des six prochains mois. Instantanément, le taux des obligations à dix ans a chuté, passant de 3 % à 2,5 %. Le plan comprend également 750 milliards supplémentaires consacrés à l'acquisition d'obligations adossées à des crédits immobiliers – portant le total de ces rachats à 1 250 milliards. La banque centrale américaine entend enfin consacrer jusqu'à 100 milliards supplémentaires au rachat de la dette de Fannie Mae et Freddie Mac. La Banque du Japon dévoile un plan de soutien aux banques de 10 milliards de dollars qui prendra la forme de prêts subordonnés aux grandes banques commerciales.
23 mars	Présentation d'un plan, le <i>Public Private Investment Program</i> , pour les créances douteuses des banques : une entité autonome recueillera l'intégralité des actifs toxiques et sera adossée à la Fed et au FDIC (organisme de garantie des déposants). Le dispositif est doté, dans un premier temps, de 500 milliards de dollars et pourra atteindre 1 000 milliards de dollars. Le FMI prévoit que la croissance mondiale n'atteigne que 0,5 % à 1 % en 2009, ce qui serait la plus forte contraction du PIB mondial en 60 ans.
28 mars	L'État allemand engage le processus de nationalisation d'Hypo Real Estate.
29 mars	La Banque d'Espagne et le gouvernement espagnol, pour la première fois depuis le début de la crise, doivent sauver un établissement financier, la Caisse d'Épargne de Castille.
2 avril	La BCE abaisse son taux directeur de 25 points de base, à 1,25 %. La réunion du G 20 se conclut par plusieurs dispositions sur la régulation et les moyens des organisations multilatérales : annonce d'un programme global de 1 100 milliards de dollars destiné à restaurer la croissance, les échanges et l'emploi à l'échelle mondiale ; le FMI voit ses ressources triplées.
6 avril	Nouveau plan de relance japonais de 90 milliards de dollars.
13 avril	Aux États-Unis, Goldman Sachs engrange un bénéfice net de 1,81 milliard de dollars au premier trimestre. Wells Fargo publie par anticipation un résultat net de l'ordre de 3 milliards de dollars au premier trimestre 2009.
28 avril	Les actionnaires belges de Fortis acceptent, à près de 73 %, la reprise par BNPP ; accord également des actionnaires néerlandais (le 29 avril) à 77 %. BNP Paribas va ainsi acquérir la banque belge pour 8,25 milliards d'euros.
29 avril	La Commission européenne présente une proposition de directive sur les <i>hedge funds</i> .
30 avril	D'après le rapport du FMI sur « la stabilité financière dans le monde », les banques européennes (hors Royaume-Uni) devraient supporter un volume potentiel de dépréciations d'actifs de 1 100 milliards de dollars, supérieur à celui de leurs homologues américaines (1 050 milliards de dollars).

.../...

2009	
7 mai	<p>SG enregistre une perte nette de 278 millions d'euros au premier trimestre.</p> <p>La BCE abaisse de 25 points de base son taux directeur à 1 %. Le corridor constitué par les taux des facilités permanentes est réduit à 150 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Le taux de la facilité de dépôt est ramené à 0,25 % et le taux de la facilité de prêt marginal est fixé à 1,75 %. La BCE décide d'allonger la durée des prêts accordés aux banques. Elle lance un programme d'achat de <i>covered bonds</i> pour un montant de 60 milliards d'euros (soit 4 % de l'encours, de l'ordre de 1 500 milliards) et crée une nouvelle facilité de refinancement de maturité 1 an à un taux initial de 1 %.</p> <p>Le Parlement européen adopte la réforme de la directive « CRD » (Directive Bâle II), qui prévoit notamment que les banques devront conserver dans leur bilan 5 % des produits structurés dont elles sont à l'origine, à compter du 31 mars 2010.</p> <p>Augmentation de 50 milliards de livres du programme d'achats d'actifs de la Banque d'Angleterre, porté à 125 milliards de livres.</p> <p>Le SoFFin annonce que l'État va nationaliser Hypo Real Estate après avoir porté sa participation à 47,31 %, utilisant celle-ci pour imposer une augmentation de capital de la banque.</p> <p>Le Trésor américain et la Fed publient les résultats des tests de résistance. Neuf banques ont été jugées suffisamment capitalisées pour traverser sans encombre la crise économique, même en cas de dégradation supplémentaire de la conjoncture. Les besoins en capitaux supplémentaires de dix des dix-neuf plus grandes banques du pays s'élèvent à 75 milliards de dollars. Sur la période 2009-2010, la Fed estime que les banques pourraient avoir à faire face à 600 milliards de dollars de pertes sur crédit, mais que ces pertes seraient en partie absorbées par la génération de résultats opérationnels positifs sur la période.</p>
8 mai	<p>Commerzbank publie une perte nette de 861 millions d'euros au premier trimestre 2009.</p> <p>Royal Bank of Scotland, propriété à 70 % de l'État, annonce une perte nette de 857 millions de livres au premier trimestre 2009.</p>
18 mai	<p>Aux États-Unis, le Financial Accounting Standards Board (FASB) adopte deux nouvelles règles comptables visant à contraindre les établissements financiers à enregistrer davantage d'actifs hors-bilan dans leurs comptes. Elles entreront en application début 2010.</p>
19 mai	<p>La Fed annonce l'inclusion au sein du programme TALF des CMBS de haute qualité (AAA) émis avant le 1^{er} janvier. Jusqu'ici, seuls les nouveaux CMBS avaient été admis. La Fed entend ainsi améliorer la liquidité des CMBS en aidant des acquéreurs potentiels à les financer.</p>
20 mai	<p>La faillite de Bank United FSB, en Floride, est la plus importante enregistrée aux États-Unis depuis le début de l'année et la 34^{ème} de l'année, contre 25 au total en 2008.</p>
27 mai	<p>La Commission européenne présente des propositions pour renforcer et regrouper la supervision financière en Europe, et tirer les leçons de la crise. S'appuyant sur le <i>Rapport Larosière</i>, la Commission suggère la création d'un « comité européen du risque systémique », chargé de la surveillance macroprudentielle.</p>
1 ^{er} juin	<p>General Motors demande au Tribunal des faillites de New York sa mise sous chapitre 11. Après lui avoir accordé 19,4 milliards de dollars de financements publics depuis décembre, le Trésor accorde une rallonge de 30,1 milliards de dollars. À l'issue de la procédure, le Trésor deviendra le principal actionnaire de GM (à 60 %).</p>
4 juin	<p>La BCE donne les détails de son plan d'achat de <i>covered bonds</i>, annoncé le 7 mai.</p>
8 juin	<p>Citigroup entame une opération de conversion d'actions préférentielles en actions ordinaires pour 58 milliards de dollars, suivant une procédure au terme de laquelle l'État pourrait détenir 34 % du capital. D'après l'OCDE, le déclin des économies les plus importantes s'atténue.</p>
9 juin	<p>L'International Accounting Standards Board (IASB) accélère le processus de refonte de la norme IAS 39 en vue d'une application dans les comptes des banques et des compagnies d'assurances à fin 2009.</p> <p>Le Trésor américain autorise dix des plus grandes banques du pays à rembourser au total jusqu'à 68 milliards de dollars d'aides reçues de l'État depuis l'automne, dans le cadre de son plan de stabilisation du système financier.</p>

.../...

2009	
17 juin	JP Morgan et Morgan Stanley annoncent avoir remboursé au Trésor leurs aides publiques respectives de 25 milliards de dollars et 10 milliards de dollars. US Bancorp et BB&T ont pour leur part remboursé une partie des aides publiques. Sont attendus les remboursements d'American Express et de Goldman Sachs. Le président Obama appelle à une « nouvelle fondation » de la réglementation financière américaine.
25 juin	La Fed étend jusqu'en février 2010 (au lieu d'octobre 2009) un certain nombre de ses procédures d'apports de liquidité ainsi que certaines lignes de <i>swaps</i> avec d'autres banques centrales. La BCE alloue 442 milliards d'euros au taux de 1 % aux banques européennes via sa première opération de refinancement à plus long terme (LTRO) de maturité 1 an. 1 121 établissements ont participé à cette opération.
29 juin	Le courtier new-yorkais Bernard Madoff est condamné à une peine d'emprisonnement de 150 ans pour avoir mis en place le plus important schéma de Ponzi de tous les temps. Lancement en Espagne d'un fonds de restructuration pour les banques régionales en difficulté, doté d'une enveloppe de 9 milliards d'euros qui pourra être utilisée pour des injections de capital et un soutien à la consolidation du secteur.
30 juillet	Le FMI annonce qu'il va augmenter ses prêts de 17 milliards de dollars entre juillet 2009 et 2014 et suspend les intérêts dûs pour certains prêts aux pays à faibles revenus. Il prévoit de vendre une partie de ses réserves d'or.
6 août	La Banque d'Angleterre décide d'injecter 50 milliards de livres supplémentaires dans l'économie, dans le cadre de ses mesures non conventionnelles de <i>quantitative easing</i> , ce qui porte le montant engagé à 175 milliards de livres. Les taux directeurs sont en outre inchangés à 0,5 %.
10 août	Au Royaume-Uni, la Financial Services Authority (FSA) va publier un code fixant les obligations des banques en matière de rémunération et de bonus.
26 août	Intervention de Nicolas Sarkozy pour inviter les banques à respecter les nouvelles règles internationales en matière de rémunération.
15 septembre	Le président de la Fed, Ben Bernanke, déclare que la récession aux États-Unis est probablement terminée. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mervyn King, déclare que l'économie britannique est à nouveau en croissance. Toutefois, la résistance et la soutenabilité de la reprise seraient toujours « fortement incertaines » en raison de l'état du secteur bancaire et du niveau de dette.
24 et 25 septembre	Sommet du G 20 à Pittsburgh. Les dirigeants se mettent d'accord sur de nouvelles règles destinées à limiter le risque de crise financière. Le G 20 devient officiellement l'enceinte de discussion et de règlement des questions de finance internationale.
1 ^{er} octobre	Dans son rapport de stabilité financière, le FMI indique que les banques et les institutions financières dans le monde devraient enregistrer 3 400 milliards de dollars de dépréciations au total, contre 4 000 milliards estimés en avril 2009 (pour les seules banques, 1 500 milliards de dépréciations sur les titres et prêts sont encore à passer, sachant qu'elles en ont déjà enregistré 1 300 milliards).
Début octobre	Plusieurs grandes banques françaises annoncent le remboursement des titres souscrits par la Société de prise de participation de l'État (SPPE) dans le cadre du plan de soutien au secteur bancaire.
2 octobre	Publication des résultats du <i>stress test</i> européen portant sur vingt-deux grandes banques.
20 octobre	Le régulateur américain met fin au programme de garantie de dette bancaire TLGP, qui permettait aux banques américaines d'émettre avec la garantie de l'État jusqu'à fin 2012. Les banques pourront continuer à recourir à cette garantie pendant encore 6 mois, à titre de filet de sécurité, mais à un prix supérieur.
22 octobre	La FSA propose d'appliquer une forme de « surcharge » sur le capital aux banques jugées importantes d'un point de vue systémique.
26 octobre	La Commission européenne demande à ING, en contrepartie des aides d'État, de céder toutes ses activités d'assurance et de gestion d'actif à horizon fin 2013 via un mix de cessions et d'introductions en bourse (baisse de la taille du bilan de 45 %).

.../...

2009	
29 octobre	La Fed a achevé son plan de rachat de 300 milliards de dollars d'emprunts d'État américains.
2 novembre	La Commission européenne approuve la prorogation jusqu'au 31 octobre 2010 de la garantie octroyée conjointement par la Belgique, la France et le Luxembourg pour couvrir les engagements de Dexia alors que cette garantie était initialement censée courir jusqu'en février 2010. La Commission a considéré que la prolongation de cette mesure est justifiée par la situation financière du groupe et par son importance systémique pour les économies des trois États membres.
5 novembre	Publication de l'arrêté sur les bonus, en France. Les objectifs chiffrés, sont présentés sous forme de normes professionnelles de place, applicables dès l'exercice 2009 pour les rémunérations versées début 2010. Elles déclinent les principes adoptés par le G 20 : transmission chaque année d'un rapport à la Commission bancaire sur la politique de rémunération ; interdiction des rémunérations variables garanties sauf en cas d'embauche ; la part différée représentera au moins 50 % des rémunérations variables (et devra être payée à 50 % en titres).
12 novembre	Publication par l'IASB des grandes lignes de l'IFRS 9 qui organise un cadre plus cohérent pour la comptabilité des actifs financiers. Les principaux éléments sont les suivants : <ul style="list-style-type: none"> • si un dérivé est lié à un actif financier, le mode de comptabilité des deux actifs est identique ; • au lieu des quatre classifications de l'IAS39, désormais il n'y a plus que deux choix : coût amorti ou valeur de marché.
24 novembre	Révélation par la Banque d'Angleterre qu'elle a secrètement fourni, au plus fort de la crise financière (mi-octobre 2008), des prêts d'urgence à RBS et HBOS pour un montant de 61,6 milliards de livres.
25 novembre	Annonce de la restructuration de la dette de Dubaï World (principale entreprise d'État de Dubaï) qui déstabilise temporairement les marchés financiers.
16 décembre	Un montant de 96,937 milliards d'euros a été alloué dans le cadre du dernier VLTRO 12 mois, 224 banques ont soumissionné.

ABCP (*asset-backed commercial paper* ou *billet de trésorerie adossé à des actifs*)

Titre de créance négociable dont le paiement des intérêts et du principal provient des flux de trésorerie d'un portefeuille d'actifs sous-jacents.

ABS (*asset-backed securities*)

Titres représentatifs d'un portefeuille d'actifs financiers hors prêts hypothécaires (prêts à la consommation, encours de cartes de crédit...) et dont les flux sont basés sur ceux de l'actif ou du portefeuille d'actifs sous-jacents. Il s'agit de la forme la plus courante de produits titrisés.

Actions de préférence

Actions qui peuvent donner droit à des avantages pécuniaires (dividende majoré,...) ou politiques (droit de contrôle spécifique,...), dont les règles de rachat peuvent être spécifiques.

Agence de notation

Organisme spécialisé dans l'évaluation de la solvabilité d'émetteurs de titres de dettes, soit de leur capacité à répondre à leurs engagements (remboursement du capital et intérêts).

Arbitrage

Opération qui consiste à exploiter les écarts « anormaux » de prix entre différents marchés. L'arbitrage permet théoriquement de réaliser un profit « sans risque » et conduit à assurer l'efficacité des marchés.

ARS (*auction rate securities*)

Obligations dont le taux d'intérêt est fixé par enchères (adjudication à la hollandaise), émises par des collectivités locales, par des groupes publics ou parapublics.

Bâle I (les Accords de)

Dispositif prudentiel établi en 1988 par le Comité de Bâle, visant à assurer la solvabilité et la stabilité du système bancaire international en fixant une limite minimale au montant de fonds propres des banques. Il instaure notamment un ratio minimal fonds propres sur total des expositions portées par la banque qui doit être supérieur à 8 %.

Bâle II (les Accords de)

Dispositif prudentiel destiné à mieux appréhender et limiter les risques des établissements de crédit. Il vise principalement le risque de crédit, les risques de marché et le risque opérationnel des banques. Ces dispositions préparées par le Comité de Bâle ont été reprises en Europe par une directive européenne et s'appliquent en France depuis le 1^{er} janvier 2008.

Billet de trésorerie

Titre, d'une durée allant d'un jour à un an, émis par une entreprise pour assurer son financement à court terme. Les entreprises émettrices doivent satisfaire à des conditions de notation financière pour justifier de leur santé financière et de leur solvabilité.

BRI (Banque des règlements internationaux)

Organisation internationale créée en 1930, chargée de promouvoir la coopération monétaire et financière internationale. Elle joue également le rôle de banque des banques centrales. Son mandat s'articule autour de plusieurs axes : forum de discussion et d'analyse des politiques monétaires des banques centrales, centre de recherche économique et monétaire, première contrepartie des banques centrales dans leurs transactions internationales et agent financier. Elle associe 56 banques centrales dont celles du G 10. Plusieurs comités et organisations voués à la stabilité monétaire et financière ou au système financier international ont été institués en son sein, comme le Comité de Bâle et le CGFS, ou y disposent de leur secrétariat.

CDO (*collateralised debt obligations*)

Titres de dettes émis par des véhicules de titrisation et composés de plusieurs titres (ABS, CDO ou obligations), ayant la propriété de rendre liquides des titres qui ne le sont pas spontanément.

CDPC (*credit derivatives product company*)

Véhicules spécialisés dans la vente de protection sous forme de dérivés de crédit auprès d'établissements financiers. Leurs caractéristiques (exposition majoritaire au risque *corporate* et non financier, absence de mécanismes de collatéralisation dans les contrats dérivés) expliquent qu'ils aient été impactés relativement tardivement par la crise, après la faillite de Lehman Brothers.

CDS (*credit default swap*)

Contrat financier bilatéral par lequel un acheteur de protection paie périodiquement une prime à un vendeur de protection qui promet de compenser les pertes sur un actif de référence (titre de dette souveraine, d'institution financière ou d'entreprise) en cas d'événement de crédit (faillite, défaut de paiement, moratoire, restructuration). Il s'agit d'un mécanisme d'assurance contre le risque de crédit.

Cédant

Dans un montage de titrisation, désigne l'entité (le plus souvent une banque) qui cède au véhicule des actifs financiers et/ou des risques de crédit.

.../...

Certificat de dépôt

Titre de créance négociable émis par une banque pour une durée inférieure à 1 an.

CGFS (*Committee on the Global Financial System*)

Comité de la BRI, chargé de la surveillance des marchés financiers. Il est composé des gouverneurs des banques centrales des vingt pays participants (pays du G 20). Le CGFS doit identifier et évaluer les sources potentielles de tension sur les marchés, comprendre les mécanismes structurels à l'origine de leurs mouvements et promouvoir l'amélioration de leur fonctionnement.

CMBS (*commercial mortgage-backed securities*)

Titres représentatifs d'un portefeuille de prêts hypothécaires liés au financement de biens immobiliers non résidentiels (cf. ABS).

Collatéral

Actif transférable ou garantie apportée, servant de gage au remboursement d'un prêt dans le cas où le bénéficiaire de ce dernier ne pourrait pas satisfaire à ses obligations de paiement.

Comité de Bâle sur la supervision bancaire

Comité rassemblant les banquiers centraux des pays du G 20 sous l'égide de la BRI à Bâle. Il se réunit quatre fois par an et est responsable de quatre missions : le renforcement de la sécurité et de la fiabilité du système financier, l'établissement de standards minimaux en matière de contrôle prudentiel bancaire, la diffusion et la promotion des meilleures pratiques bancaires et de surveillance et la promotion de la coopération internationale en matière de contrôle prudentiel.

Conduits (d'ABCP)

Véhicules de titrisation hors-bilan dont l'objet est de refinancer des actifs bancaires variés par des billets de trésorerie d'une maturité inférieure à un an.

Covered bond (obligation sécurisée)

Obligation dont le remboursement et le paiement des intérêts sont assurés par les flux de revenus d'un portefeuille d'actifs de grande qualité qui sert de garantie, souvent un portefeuille de prêts hypothécaires. L'établissement cédant est souvent gestionnaire du paiement des flux aux investisseurs (obligations foncières en France). Ce produit reste toutefois largement réservé aux établissements financiers.

Deleveraging

Diminution du niveau de « levier d'endettement » des banques, qui peut s'opérer de diverses manières (vente d'actifs, recapitalisation, ralentissement de l'offre de crédit).

Ce processus d'ajustement financier peut, *in fine*, avoir un impact négatif sur l'économie réelle, notamment s'il implique une contraction de l'offre de crédit.

Dépréciation

Constataction comptable d'une moins-value probable sur un actif.

Dérivé de crédit

Produit financier dont le sous-jacent est une créance ou un titre représentatif d'une créance (obligation). Le but du dérivé de crédit est de transférer les risques relatifs au crédit, sans transférer l'actif lui-même. Une des formes les plus courantes de dérivé de crédit est le *credit default swap*.

Dettes publiques brutes

Dettes publiques dont ne sont déduits ni les avoirs financiers (notamment participations de l'État dans les entreprises publiques), ni la valeur des autres actifs appartenant à l'État (immeubles, œuvres d'art, etc.)

DTS (Droits de tirage spéciaux)

Le droit de tirage spécial (DTS) a été créé par le FMI en 1969. Le DTS n'est pas une monnaie, et il ne constitue pas non plus une créance sur le FMI. Il représente en revanche une créance virtuelle sur les monnaies librement utilisables des pays membres du FMI. Pour se procurer ces monnaies les détenteurs de DTS peuvent les échanger de deux façons : premièrement, sur la base d'accords d'échange librement consentis entre pays membres ; deuxièmement, lorsque le FMI désigne les pays membres dont la position extérieure est forte pour acquérir des DTS de pays membres dont la position extérieure est faible. Outre son rôle d'avoir de réserve complémentaire, le DTS sert d'unité de compte du FMI et de plusieurs autres organisations internationales. Sa valeur est déterminée par rapport à un panier de monnaies, qui comprend actuellement le dollar EU, l'euro, la livre sterling et le yen.

Effet de levier

Degré d'endettement d'un ménage, d'une entreprise ou d'une institution financière. Plus l'agent économique recourt à l'endettement, plus l'effet de levier est important.

EONIA (*Euro overnight index average*)

Taux interbancaire offert entre banques de première signature pour la rémunération des dépôts dans la zone euro. Moyenne pondérée de tous les taux de prêts interbancaires au jour le jour d'un panel de 57 banques (panel Euribor). Il s'agit de prêts *overnight*, c'est-à-dire de prêts avec déblocage des fonds le jour même et remboursement le lendemain.

.../...

Equity (tranche)

Dans un montage de titrisation, désigne la tranche qui supporte les premières pertes dues à des défauts au sein du portefeuille sous-jacent.

Euribor (Euro interbank offered rate)

Taux auquel les dépôts interbancaires en euros sont rémunérés entre banques de premier plan au sein de la zone euro. Un panel de 57 banques fournit des cotations pour différentes échéances (1, 2, 3 semaines, 1, 2, ..., 12 mois) tous les matins. L'Euribor résulte de la moyenne des cotations des banques en éliminant 15 % des cotations les plus élevées et 15 % des cotations les plus basses.

FOMC (Federal Open Market Committee)

Le FOMC est un comité du Système fédéral de réserve américain composé de douze membres. Il tient huit réunions par an au cours desquelles sont abordées les conditions économiques et financières, décidées les grandes lignes de la politique monétaire américaine et évalués les risques en termes de stabilité financière et de croissance économique.

Fonds propres

Capital social d'une société augmenté des bénéfices mis en réserve. Les fonds propres sont égaux à la différence entre la valeur totale de l'actif et celle des dettes financières et d'exploitation. La réglementation prudentielle intervient pour le calcul des normes de fonds propres prudentielles.

Hedge funds

Fonds d'investissement non cotés à vocation spéculative qui visent un objectif de rendement absolu et qui disposent pour ce faire d'une grande liberté de gestion.

Hystérèse

Persistance d'un phénomène économique alors que sa cause principale a disparu. D'inspiration néoclassique, l'hystérèse est une façon d'expliquer un phénomène de moyen ou long terme qui n'a pas d'explication évidente, notamment pour le chômage et l'inflation.

Hors-bilan

Désigne tous les droits et obligations de l'entreprise autres que ceux qui doivent être inscrits au bilan et au compte de résultat. Les principaux engagements hors-bilan concernent les garanties financières, les lignes de crédit accordées, les instruments de gestion des risques de taux et de change et les garanties d'actif et de passif.

IFM (Institutions financières et monétaires)

Établissements de crédit et institutions financières dont l'activité est de recevoir des dépôts et qui consentent des crédits ou effectuent des placements. Les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

LIBOR (London interbank offered rate)

Taux du marché monétaire observé à Londres, égal à la moyenne arithmétique des taux offerts sur le marché bancaire à Londres pour une échéance déterminée (entre 1 et 12 mois) et une devise donnée (euro, livre, dollar, ...).

Liquidité

Pour une banque : capacité de couvrir ses échéances à court terme.

Pour un actif : possibilité de l'acheter ou de le vendre rapidement sur un marché avec une décote limitée.

**Marché de gré à gré
(en anglais "over the counter")**

Transactions bilatérales de produits financiers s'effectuant en dehors d'un marché organisé (comme une bourse de valeurs).

Marchés dérivés

Marchés permettant de gérer les risques associés aux fluctuations de cours, de taux ou de change et de prendre des positions importantes à l'achat ou à la vente avec une mise de fonds limitée. Les marchés à terme et les marchés optionnels sont des marchés dérivés (cf. instruments dérivés).

Marché monétaire

Marché de refinancement des organismes bancaires et autres intervenants financiers. Il leur permet de trouver les sources de financement à court ou moyen terme dont ils ont besoin.

**Mark-to-market
(valorisation)**

Méthode qui valorise un actif à sa valeur de marché, contrairement à la valorisation « au coût historique » selon laquelle l'actif reste valorisé à son prix à la date d'achat, même si sa valeur de marché a évolué entre-temps.

Mark-to-model

La juste valeur est déterminée à partir d'un modèle d'évaluation statistique, reposant notamment sur l'actualisation des flux de trésorerie anticipés.

.../...

Monoline (assureur)

Assureur qui apporte une garantie sur des titres de dettes émis par des tiers moyennant une commission, ce qui permet à ces tiers d'obtenir sur leur endettement des taux d'intérêt plus faibles et une notation plus élevée (exemples : MBIA, Ambac, FGIC...).

**Normes IFRS
(International Financial Reporting Standards)**

Normes comptables édictées au niveau international par l'*International Accounting Standards Board* et destinées aux entreprises cotées ou faisant appel au marché afin d'harmoniser la présentation et la clarté de leurs états financiers. Elles s'appliquent en Europe.

Notation

Appréciation, par une agence de notation financière (Moody's, Fitch Ratings, Standard & Poor's), du risque de solvabilité financière d'une entreprise, d'un État ou d'une autre collectivité publique, ou d'une opération donnée : emprunt, titrisation, etc. La notation a un impact direct sur le coût de levée du capital.

OIS (overnight indexed swap)

Type de *swap* de taux d'une durée généralement comprise entre 1 semaine et 1 an. Le taux flottant est lié au taux de référence du jour le jour. Les deux contreparties conviennent d'échanger à l'échéance, sur un montant notionnel convenu, la différence entre les intérêts acquis au taux fixe et les intérêts acquis par capitalisation sur le taux flottant.

OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières)

Entité qui gère un portefeuille dont les fonds investis sont placés en valeurs mobilières. Il existe deux grands types d'OPCVM français : les SICAV et les fonds communs de placement.

PIBS (permanent interest bearing shares)

Titres versant un intérêt fixe et émis par des sociétés de crédit immobilier et d'épargne.

PMI (Indice) (purchasing manager index)

C'est l'indicateur composite de l'activité manufacturière d'un pays. Il est exprimé en pourcentage et prend en compte les prises de commandes, la production, l'emploi, les livraisons et les stocks du secteur manufacturier. Une valeur inférieure à 50 % indique une contraction du secteur. Une valeur supérieure à 50 % indique une expansion du secteur.

Point de base

Un point de base correspond à un centième de pourcentage soit 0,01 % ou 0,0001.

Produit dérivé

Produit financier dont la valeur dérive de celle d'un sous-jacent. Il existe des produits dérivés d'engagement ferme (change à terme, *swap* de taux ou de change) et des produits dérivés d'engagement conditionnel (options, *warrants*...). Ces produits peuvent être classiques (*plain vanilla*) ou exotiques.

Produit structuré

Produit conçu par une banque pour satisfaire les besoins de ses clients, consistant souvent en une combinaison complexe d'options, de *swaps*, etc. basée sur des paramètres non cotés, en utilisant diverses techniques d'ingénierie financière, dont la titrisation. Son prix est souvent déterminé en utilisant des mesures mathématiques qui modélisent le comportement du produit en fonction du temps et des différentes évolutions des marchés.

Réintermédiation

Illustre les limites de la titrisation : situation dans laquelle les banques doivent supporter *in fine* les risques associés à des actifs sortis du bilan compte tenu des différents liens i) contractuels (lignes de liquidité, garanties de crédit) ou ii) non contractuel (risque de réputation) qui existent entre la banque et le véhicule de titrisation.

RMBS (residential mortgage-backed securities)

Titres représentatifs d'un portefeuille de prêts hypothécaires liés au financement de biens immobiliers résidentiels (cf. ABS, CMBS).

SIV (structured investment vehicle) ou conduit

Dans un montage de titrisation, désigne un véhicule *ad hoc* à durée de vie déterminée ayant pour objet de détenir le portefeuille d'actifs sous-jacents et d'émettre des titres représentatifs de ce portefeuille. Le montage repose principalement sur une asymétrie de maturité (actif long terme, financement court terme).

Solvabilité

Capacité d'une entreprise à répondre à tout moment à ses échéances financières, y compris de long terme.

Spread

Écart entre le taux d'un placement à risque et celui d'un placement réputé sans risque (bon du Trésor américain par exemple).

Stock-option

Droit attribué à un salarié ou à un dirigeant d'acheter des actions de son entreprise à un cours déterminé, appelé prix d'exercice, et dans un délai donné. Quand le salarié lève son option, il achète l'action au prix d'exercice, le plus souvent pour la revendre instantanément en bourse et empocher la plus-value. En cas de baisse de la valeur de l'action, le détenteur n'a évidemment pas intérêt à exercer son option.

Subprime

Aux États-Unis, les *subprime mortgage* sont des prêts hypothécaires accordés à des ménages dont la solvabilité est faible, à la différence d'un prêt *prime*, c'est-à-dire de première qualité.

Swap

Accord conclu de gré à gré entre deux parties pour l'échange d'actifs ou des revenus d'un actif contre ceux d'un autre, jusqu'à une date donnée. Les deux parties peuvent s'échanger des devises, des taux, etc.

Tier One (ratio)

On appelle *Tier One* la partie des capitaux propres prudentiels d'un établissement financier considérée comme étant la

plus solide. En font partie notamment le capital social et la part des résultats mise en réserve. Le ratio rapportant le *Tier One* au total des actifs ajustés du risque est un indicateur de solvabilité utilisé dans les accords prudentiels de Bâle I et Bâle II.

Titres subordonnés

Titres de dettes qui ont une priorité de remboursement plus faible vis-à-vis d'un emprunteur.

Titrisation

Technique financière qui permet de convertir des créances inscrites à l'actif des établissements de crédit (par exemple des crédits hypothécaires) en titres négociables. Les créances sont rassemblées en blocs homogènes sur le plan de la durée et du risque. Ces blocs sont cédés à un fonds commun de créances dont on vend ensuite les parts à des investisseurs sous la forme d'obligations. Cela permet aux banques de réduire la taille de leur actif et mécaniquement leur ratio de solvabilité et de retrouver des marges pour accorder d'autres prêts. Le versement des intérêts et les remboursements en capital du fonds s'appuient sur les flux financiers générés par les crédits d'origine.

Volatilité

La volatilité mesure l'importance des fluctuations du prix d'un actif et donc son risque. Elle correspond à l'écart-type des rentabilités instantanées de l'actif sur une certaine période.

Rédigé sous la direction de :

Sylvie Matherat
Philippe Mongars
Direction de la Stabilité financière

Avec les contributions de :

Amandine Afota, William Arrata, Franck Auberge, Céline Bazard, Bérénice Bouculat,
Anne Bouillot, Carine Bouthevillain, Nathalie Boutin, Marie-Sybille Brunet-Jailly,
Jérémy Charbonneau, Laurent Clerc, Émilie Crété, Anne Duquerroy, Yole Frejacques,
Carole Fromont, Mathieu Gex, Magali Gilliot, Nicolas Gopalraja, Evelyn Herrmann,
Karine Hervé, Cédric Jacquat, Nadège Jassaud, Camille Lafond, Pascal Laloum,
Matthieu Lemoine, Thibaut Moyer, Laurent Paul, Jeanne Pavot, Bertrand Pluyaud, Cyril Pouvelle,
Anne-Laure Roche, Pierre-François Weber, Frédéric Wilhelm, Jean-Patrick Yanitch

Réalisation : Direction de la Communication

**Vos commentaires, observations et questions sont les bienvenus
et peuvent être adressés à Documentsetdebats@banque-france.fr**

La version imprimée de *Documents et débats n° 3* est disponible gratuitement
sur simple demande au service de la Documentation et des Relations avec le public
ainsi qu'à Publications@banque-france.fr

Direction de la Communication

Service de la Documentation et des Relations avec le public
48, rue Croix-des-Petits-Champs
75001 PARIS
Téléphone : 01 42 92 39 08
Télécopie : 01 42 92 39 40

Site Internet : www.banque-france.fr

Directeur de la publication : Frédéric Peyret



Dépôt légal : janvier 2010

« Vous recevez cette publication de la part de la Banque de France parce que vous figurez dans la liste informatique de ses contacts. Vos coordonnées ne sont pas transmises à des tiers. Si vous souhaitez modifier les informations vous concernant ou si vous ne souhaitez plus recevoir cette publication, merci de nous le préciser à tout moment par courrier que vous adresserez à : Banque de France 07-1397 SDPR Pôle Support aux Relations Externes 75049 Paris Cedex 01 ou par courriel à 1044-POLE-COMEX-UT@banque-france.fr ».

