

Conseil d'Analyse Économique franco-allemand
Deutsch-französischer Sachverständigenrat

L'Allemagne et la France face à la crise financière

Rapport présenté par un groupe de travail
du
Conseil d'analyse économique franco-allemand

Paul Mentré

© 2009 – Editions Rive Droite – Caefa, Conseil d'analyse économique franco-allemand.

En application des articles L. 122-10 à L. 122-12 du Code de propriété intellectuelle, toute photocopie à usage collectif, intégrale ou partielle, du présent ouvrage est interdite sans autorisation du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC – 20, rue des Grands-Augustins, 75006 – Paris).

SOMMAIRE

—

INTRODUCTION.....	5
1 ^{ère} Partie – La montée des périls (août 2007 - avril 2008)	9
2 ^{ème} Partie – L’extension de la crise (avril 2008 - octobre 2008).....	23
3 ^{ème} Partie – La nouvelle dimension de la crise et les réponses apportées (octobre 2008 - décembre 2008)	43
4 ^{ème} Partie – La crise économique et l’évolution récente des données économiques et financières (à fin 2008)	53
5 ^{ème} Partie – La situation au début de 2009. Interventions de M. Paul Mentré et de M. Stefan Kooths.....	63
CONCLUSION.....	81

*

ANNEXE – Analyse de documents internationaux.....	85
Addendum – Liste des Recommandations (FSF, octobre 2008).....	167
Présentation – Le Conseil d’Analyse économique franco-allemand.....	177

—

INTRODUCTION

On date généralement d'août 2007 le déclenchement de la crise du *subprime*, même si antérieurement les banques de détail américaines et la banque britannique HSBC, également présente dans ces activités aux Etats-Unis, avaient commencé à accroître leurs provisions pour risques de prêts et si, le 22 juin 2007, avait été annoncée la faillite de deux fonds spéculatifs de la banque d'investissement américaine Bear Stearns. Mais c'est bien en août 2007 que la crise a pris sa dimension internationale, ce qui a conduit, dans la perspective des G7 de septembre 2007, puis de février, avril, juillet et octobre 2008, les gouvernements allemand et français à rechercher à rapprocher et si possible unifier leurs points de vue sur la crise et sur les réponses à lui apporter. Ils ont demandé à cet effet au Conseil d'analyse économique franco allemand, qui, depuis 2002, réunit des économistes indépendants des deux pays, de constituer à cet effet un groupe de travail spécifique.

Il est rappelé que le Conseil d'analyse économique franco-allemand, a été créé en 2002 par le Chancelier allemand et le Premier ministre français puis formellement installé lors de sa réunion à Berlin en 2004 par Nicolas Sarkozy alors ministre français de l'Economie et des finances, et Wolfgang Clement, alors ministre allemand de l'Economie et du travail. Après concertation avec les deux ministères les plus directement concernés dans les deux pays, le CAEFA a créé, en réponse à l'initiative des deux gouvernements, un groupe de travail sur la crise financière, ses remèdes, ses conséquences, groupe de travail (cf. présentation en annexe), coprésidé par Paul Mentré, ancien administrateur pour la France du FMI et de la BIRD, et Charles B. Blankart, professeur à l'Université Humboldt de Berlin.

Après la phase de préparation des documents soumis à discussion (septembre-octobre 2007), et de leur présentation lors de la première réunion du groupe de travail en novembre 2007, le groupe de travail ou

ses présidents et rapporteurs ont tenu cinq réunions, alternativement à Paris et à Berlin (deux réunions plénières à Berlin le 12 novembre 2007, à l'occasion du Conseil des ministres franco-allemand, et le 23 janvier 2008, et une à Paris le 6 février 2008, cependant que les présidents et rapporteurs du groupe se sont rencontrés à Berlin les 16 juin et 18 décembre 2008) pour échanger des vues sur les propositions à présenter, d'abord dans la perspective des réunions au niveau des ministres prévues en 2008 à l'occasion des Conseils Ecofin et des Conseils des ministres franco-allemands, puis du Conseil des ministres franco-allemand du printemps 2009. Après avoir rappelé les analyses conduites au sein du groupe, et les recommandations présentées à ce titre au ministère allemand des Finances (Dr. Wolfgang Glomb, directeur) et au ministère français de l'Economie, de l'Industrie et de l'emploi (Emmanuel Moulin, directeur adjoint du Cabinet du ministre) dans la perspective des réunions européennes et internationales qui ont précédé et suivi le communiqué du G7 le 12 avril 2008, définissant un programme d'actions, le présent livre qui a été présenté lors de la conférence CAEFA-CEPII/DIW début janvier 2009, fait un point sur l'évolution de la crise, ainsi que sur la situation actuelle et l'agenda des prochains mois.

Il a paru en effet utile, à l'occasion de cette conférence, de publier les documents et recommandations établis par et pour le groupe de travail, documents déjà soumis aux deux gouvernements.

Tel est l'objet de la présente publication qui, outre le rapport proprement dit du groupe de travail comprend des contributions additionnelles des deux rapporteurs, Paul Mentré, inspecteur général des Finances, pour la partie financière, et le Dr. Stefan Kooths, professeur au Deutsche Institut für Wirtschaft (DIW) à Berlin, pour la partie économique. Elle est divisée en quatre parties :

1. de la perception de la crise (août 2007) à la définition de premiers remèdes (avril 2008), rapporteur Paul Mentré ;
2. de l'extension de la crise entre le G7 et les réunions ministérielles d'octobre 2008, rapporteur Paul Mentré ;
3. les nouvelles dimensions de la crise et les réponses apportées (octobre-décembre 2008), rapporteur Paul Mentré ;

4. les incidences économiques de la crise (perspectives initiales, situation actuelle), rapporteur Dr. Stefan Kooths, professeur au DIW.

Il est précisé que le rapport initial du groupe a été validé par la formation plénière du Conseil d'analyse économique franco-allemand (coprésidents Christian Stoffaës, président du Centre d'études, de prospective et d'information internationale (CEPII) à Paris et Prof. Dr. Alfred Steinherr, vice président auprès du Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann, président du DIW à Berlin, étant précisé que le CEPII et le DIW sont liés depuis 2004 par un accord de coopération). Au cours du déroulement des travaux, des contacts ont été pris avec le ministère allemand des Finances (notamment Dr. Wolfgang Glomb, directeur) et le ministère français de l'Economie, de l'industrie et de l'emploi (notamment Emmanuel Moulin, directeur adjoint du Cabinet du ministre). Le rapport représente cependant les vues du groupe de travail et de ses rapporteurs proprement dites, avec dans certains cas, l'indication d'opinions non strictement convergentes.

Sont joints au présent livre la contribution du Dr. Stefan Kooths sur les aspects économiques et deux séries de documents établis par Paul Mentré concernant les aspects financiers :

- les analyses par le rapporteur des principaux documents internationaux établis sur la crise : rapports du FMI sur la stabilité financière (septembre 2007, avril 2008 et octobre 2008), de la Banque d'Angleterre (septembre 2007, avril 2008 et octobre 2008), de la Banque centrale européenne (décembre 2007) ; rapports sur les perspectives économiques mondiales (*World Economic Outlook*, FMI, septembre 2007, avril 2008 et octobre 2008) ; communiqués du G7 (avril 2008 et octobre 2008) ; rapport du Forum de stabilité financière (avril 2008 et octobre 2008) ; rapport pour le Comité de marché des capitaux, OCDE (juin 2008) ; actualisation du rapport du FMI sur la stabilité financière (juillet 2008) ; rapport au Président de la République française d'un groupe de travail présidé par René Ricol, ancien président de l'Institut international d'expertise comptable ; rapport de la Banque des Règlements internationaux (fin 2008) ; ces analyses sont complétées par des tableaux et des graphiques détaillés ;

- les textes des notes mensuelles retraçant les développements chronologiques intervenus au cours de la période (document distinct).

RAPPORT DU GROUPE DE TRAVAIL

SUR LA CRISE FINANCIERE

1^{ère} Partie – LA MONTEE DES PERILS

(août 2007 – avril 2008)

A. LES ANALYSES INITIALES

1. Les premiers symptômes de la crise du *subprime* étaient apparus au 2^{ème} trimestre 2007 avec les pertes annoncées par Household, filiale aux Etats-Unis de la banque britannique HSBC et les faillites d'acteurs spécialisés du secteur (New Century, American Home Mortgage et, menacées, Country Wide et Washington Mutual). Ils ont revêtu une dimension plus générale lorsque Bear Stearns et UBS (Dillon Read) ont fait état en juin de pertes sur des *hedge funds* spécialisés dans ce type d'instruments, Bear Stearns suspendant notamment les retraits sur certains de ses *hedge funds*. A l'époque les analyses de la Deutsche Bank estimaient à une fourchette 30-90 milliards \$ les pertes potentielles pour le secteur bancaire et financier américain. Cette situation sectorielle s'est diffusée, à travers les opérations de titrisation, internationalement. En particulier ont dû faire l'objet en Allemagne d'opérations de sauvetage IKB, banque semi-publique de crédit aux PME, et Sachsen LB, finalement rachetée par une autre banque régionale, la Landesbank Baden-Württemberg (LLBW). Au Royaume Uni, la Banque d'Angleterre a dû en septembre intervenir en soutien de la huitième banque britannique, Northern Rock, menacée d'un retrait de l'ensemble de ses dépôts. Enfin tant en Allemagne qu'au Royaume Uni et qu'en France (notamment pour des fonds gérés par BNP Paribas et Oddo) des limitations ont été apportées au retrait par les investisseurs de fonds placés dans certains *hedge funds*. Etaient simultanément affectées partout dans le monde les opérations à fort effet de levier (notamment les financements LBO) dont le stock à financer était estimé à plus de 400 milliards \$.

Enfin la situation d'illiquidité des marchés interbancaires était attestée par un élargissement des *spreads* et par l'interruption des activités sur certains segments de marchés (le papier commercial assorti de garanties hypothécaires) ce qui avait conduit, pour réduire les contraintes, la BCE puis la FED, par ailleurs entamant une politique de baisse rapide de ses taux directeurs, et enfin la Banque d'Angleterre à apporter aux marchés des liquidités substantielles.

Simultanément les grandes banques d'investissement faisaient état pour le 3^{ème} trimestre 2007 de pertes très significatives, notamment en ce qui concerne Citigroup, UBS, Merrill Lynch et Crédit Suisse, pour un montant total de l'ordre de 18 milliards \$.

Dans la perspective des réunions du G7 en octobre, et face à cette diffusion internationale de la crise, la chancelière allemande et le président de la République française ont appelé le 10 septembre à un renforcement de la coopération européenne et internationale. Parmi les développements intervenus en septembre 2007, avant les réunions du FMI, devaient en outre être notées l'apparition aux Etats-Unis de pertes au niveau des grandes agences de refinancement hypothécaire (Fannie Mae et Freddie Mac), l'intervention en soutien de Countrywide par la Bank of America, l'augmentation des taux de défaut sur les crédits hypothécaires, notamment *subprime*¹. Parallèlement étaient publiées des analyses faisant état d'une exposition beaucoup plus importante qu'initialement indiquée, des grandes banques internationales, tant américaines qu'européennes, aux risques sur les CDOs (les *collateralised debt obligations*) et sur les LBOs (les *leverage buyouts*). Simultanément, en septembre et début octobre, les tensions sur le marché monétaire interbancaire continuaient de se manifester, cependant que se développaient les critiques à l'encontre des agences de notation, qui avaient attribué des notations *investment grade* à des produits de titrisation qui s'avéraient défaillants. Enfin début octobre 2007 les principales banques américaines, avec le soutien du Trésor américain, proposaient la mise en place d'une structure bancaire de défaillance (75 à 150 milliards \$) permettant notamment de racheter les actifs compromis ou illiquides des *special investment vehicles* (SIVs), structures hors bilan mises

¹ Selon la classification américaine, la catégorie des prêts hypothécaires la plus risquée à comparer à la catégorie *prime* (éligible de refinancement par les agences hypothécaires), avec une catégorie intermédiaire, dite *Alt A* (alternative A).

en place par les banques. A la même époque étaient relevées à 250 milliards \$ environ les estimations des pertes potentielles liées à la crise du *subprime* pour le système bancaire et financier international

2. Les co-présidents du groupe de travail du CAEFA sur la base notamment des analyses contenues dans le rapport semestriel (octobre 2007) du Fonds monétaire international sur la stabilité financière globale et dans le rapport semestriel de la Banque d'Angleterre (décembre 2007) sur la stabilité financière, ont proposé au groupe de travail les directions d'approfondissement suivantes :

- l'origine de la crise (des prêts *subprime* consentis aux Etats-Unis à des emprunteurs peu solvables) ;
- la diffusion de la crise par la titrisation (les ABS, les CDOs) et par l'illiquidité de certains marchés ;
- les responsabilités des acteurs : les distributeurs de prêts hypothécaires et leurs disciplines relâchées ; les agences de notation, passant, pour les produits structurés, de notes très favorables à des dégradations rapides des notations de ces mêmes produits ; les banques commerciales, ne conservant pas de responsabilités directes dans les prêts qu'elles avaient initiés ; les banques d'investissement plaçant les produits titrisés auprès d'investisseurs institutionnels ou les logeant dans les véhicules hors bilan (SIV ou *conduits*) créés par les banques elles-mêmes ;
- la responsabilité des superviseurs et des gouvernements : l'adéquation des normes en fonds propres (Bâle I, puis Bâle II) ; les exigences de liquidité ; les entités non réglementées, tels les *hedge funds* ; les attitudes à l'égard des fonds souverains.

3. Parmi les développements principaux intervenus fin novembre et en décembre 2007 ayant une incidence sur l'évolution des réflexions en ce domaine, devaient être mentionnés :

- l'accord intervenu entre le Trésor américain et les prêteurs hypothécaires pour étaler dans le temps les rehaussements de taux d'intérêt sur les crédits *subprime* et faciliter l'accès des emprunteurs à des solutions alternatives de financement, notamment, sur fonds publics, les Federal Home Loan Banks ; il est précisé que le nombre de maisons saisies aux Etats-Unis par les banques à la suite

d'un défaut a atteint 14.000 au 1^{er} semestre 2007 (contre 10.800 au 1^{er} semestre 2006), chiffre qui avait conduit le Council of Mortgage Lending à relever à 30.000 ses prévisions pour l'année 2007, chiffre susceptible d'être porté à 45.000 en 2008 ;

- la décision prise par plusieurs grandes banques, notamment Citibank aux Etats-Unis, HSBC au Royaume Uni et la Société générale en France, de reprendre dans leurs propres bilans les actifs compromis qui se trouvaient logés dans des SIVs hors bilan, qu'ils avaient promus, initiatives individuelles qui se sont substituées à l'initiative collective d'un super SIV (un MLEC, *master liquidity enhancement conduit*) présentée en septembre par les grandes banques américaines et le secrétaire au Trésor et finalement abandonnée ;
- la révision à la hausse des pertes des banques individuelles au titre du 3^{ème} trimestre et de celles probables au 4^{ème} trimestre, qui ont entamé les fonds propres de beaucoup de grandes banques internationales ;
- la mise en œuvre en Allemagne du plan de sauvetage de Sachsen LB et d'IKB, cependant qu'au Royaume Uni le sort de Northern Rock demeurait en suspens et qu'en France, Calyon faisait état de pertes notables pour le 4^{ème} trimestre, en liaison avec la défaillance d'un assureur américain, rehausseur de crédit ;
- la reconstitution, au moins partielle, des fonds propres des banques par intervention des grands fonds souverains (Moyen Orient, Singapour, Chine) pour un montant total de 60 milliards \$;
- l'annonce conjointe par la BCE, la FED et la Banque d'Angleterre qu'elles interviendraient massivement (un montant cumulé pouvant atteindre 400 milliards \$) pour alimenter en liquidité le marché interbancaire dans la période critique qui amenait au 31 décembre 2007.

Au niveau des banques individuelles pouvaient en outre être mentionnés, des pertes liées au *subprime* pouvant atteindre 1,2 milliard \$ pour les banques japonaises, un chiffrage fin novembre de pertes par KfW associées à la reprise d'IKB pouvant atteindre 15,8 milliards €, des dépréciations d'actifs sur la période 1^{er} septembre-30 novembre 2007 atteignant pour Bear Stearns 1,2 milliard \$, des provisions pouvant atteindre 1,8 milliard € annoncées par Barclays et de 5 milliards \$ au second semestre 2007 annoncées par la Bank of America et, au niveau

des assurances, une dépréciation de 1 milliard \$ de la valeur des actifs hypothécaires de Swiss Re cependant que, selon la Citibank, les dépréciations additionnelles à passer avant la fin de l'année par les banques principales apparaissaient devoir être voisines de 11 milliards \$ pour le Citigroup, de 10 pour Merrill Lynch, de 7 pour UBS, de 4 pour Goldman Sachs, de 3 pour la Deutsche Bank et de 2 tant pour RBS que pour Morgan Stanley. Ces résultats avaient conduit la Deutsche Bank, dans ses études périodiques, à relever à 400 milliards \$ (contre 300 milliards \$ dans les estimations OCDE, 250 milliards \$ selon la Banque de France et 160 milliards \$ par la Banque d'Angleterre, par référence non plus à la *market value* mais au risque effectif de pertes susceptibles de se matérialiser dans les plus prochaines années) son estimation des pertes liées au niveau mondial à la crise du *subprime*.

Face à cette détérioration de la situation, les banques centrales ont accru leurs opérations de prise en pension, y compris en monnaies étrangères, par utilisation de leurs réseaux de *swaps*.

Ces développements sont intervenus dans un marché toujours caractérisé par des révisions successives à la hausse des prévisions de pertes cumulées une contraction du marché interbancaire, reflétant une méfiance réciproque quant à l'étendue des actifs compromis et des pertes potentielles des différents acteurs, et, dans la perspective de l'application de Bâle II le 1^{er} janvier 2008, à des interrogations sur la pertinence de modèles fondés sur des notations par les agences ou des modèles statistiques internes, l'une et l'autre de ces approches ayant cruellement montré leurs limites.

C'est en tenant compte de ces évolutions plus récentes, qui conduisaient notamment à ne plus mettre en avant les risques attachés aux interventions des fonds souverains, problème sur lequel étaient cependant en cours des études du FMI en ce qui concerne les pays d'origine des investissements et de l'OCDE en ce qui concerne les pays destinataires, et, en sens inverse, à s'interroger davantage sur le rétablissement d'un véritable marché interbancaire auquel les banques centrales ne peuvent durablement se substituer, que le groupe de travail a été invité à formuler des recommandations.

Ces points ont été approfondis dans les deux réunions tenues ultérieurement à Berlin et à Paris et sont repris dans la partie B ci-après du présent document consacrée aux recommandations.

4. Un membre allemand du CAEFA, le Dr. Stefan Kooths, DIW, a en outre, comme convenu à la réunion initiale du CAEFA, présenté le 5 février 2008, une analyse des conséquences macro-économiques de la crise en Europe. Sur la base, en particulier, des données établies par la BCE, il apparaissait à ce stade que la contagion des Etats-Unis vers l'Europe n'était pas inévitable, compte tenu des spécificités de la croissance européenne et du rôle croissant des pays émergents dans l'évolution économique mondiale et que, en fin d'année 2007, rien n'indiquait qu'un ralentissement dans la distribution du crédit en Europe se soit déjà manifesté, même si certains marchés immobiliers (Royaume Uni, Espagne, Irlande) appelaient des corrections. Des actions spécifiques de soutien à la conjoncture européenne, au niveau de la politique budgétaire ou de la politique monétaire et fiscale, du type de celles recommandées au Forum économique mondial de Davos, en décembre 2007, par le nouveau directeur général du FMI, n'apparaissent dès lors à ce stade pas en situation, compte tenu notamment des faibles marges de manœuvre budgétaires constatées dans beaucoup de pays européens. Ces points sont développés dans la quatrième partie du présent rapport.

B. LES RECOMMANDATIONS

5. Au cours de la réunion, à Paris, le 5 février 2008, du groupe de travail mis en place par le CAEFA ont été finalisées les recommandations du groupe de travail en ce qui concerne la crise financière, sous la forme d'une feuille de route ci-jointe en dix points, qui, après avoir évoqué le marché hypothécaire américain et les marchés immobiliers européens, traite des garanties à apporter en matière de titrisation, du rôle des agences de notation, de la recherche de la vérité et de la transparence comptable, des augmentations de capital qui peuvent se révéler nécessaires, des ratios de fonds propres et de liquidité (banque, assurance), et de la coordination des actions des autorités nationales de régulation. Compte tenu des contacts étroits maintenus entre le groupe et les ministères des Finances, au cours de la période, ces recommandations allaient, pour l'essentiel, dans le sens des positions des

deux gouvernements avec cependant du côté allemand des réticences à l'égard de toute démarche allant en direction d'un régulateur européen, comme suggéré par le ministre italien des finances, ou explicitant des recommandations concernant le marché hypothécaire américain ou britannique.

Après avoir évoqué les mesures à prendre, au niveau des autorités nationales, par les pays où le marché hypothécaire était en crise (Etats-Unis) ou était susceptible de rencontrer des difficultés (Royaume Uni, Irlande, Espagne) la feuille de route ci-jointe établie en février-mars par le groupe de travail du CAEFA et remise aux autorités début avril, précisait les orientations à retenir pour les acteurs financiers internationaux.

Ces orientations se sont révélées compatibles avec les préconisations du FSF présentées au G7 en avril 2008, alors même que la crise se révélait progressivement plus ample et plus durable que beaucoup ne le pensaient initialement.

6. De novembre 2007 à avril 2008, en particulier, les pertes et les dépréciations d'actifs annoncées dans le monde par les banques se sont amplifiées et sont intervenues des augmentations de capital qui en étaient la conséquence (souscrites initialement, en décembre 2007, par les fonds souverains puis en avril 2008, par les investisseurs institutionnels domestiques). En outre, alors qu'on avait pu penser que l'objectif de vérité comptable serait atteint avec les publications début 2008 de comptes annuels audités pour l'exercice 2007, de nouvelles pertes sont apparues au 1^{er} trimestre 2008, au titre de nouveaux foyers de tensions (les opérations à effet de levier, les rehausseurs de crédit, le marché du papier commercial sécurisé, les retours dans les bilans de véhicules hors bilan). Enfin l'aggravation de l'illiquidité des marchés a conduit la FED (abaissant, par étapes, de 5 % un an auparavant à 2 % le 30 avril 2008 son taux directeur) à procéder, de manière coordonnée avec les autres banques centrales, à des injections massives de liquidités tant en monnaie nationale qu'en dollar (grâce à des *swaps* de devises, entre banques centrales), accompagnées d'un allongement de la durée de leurs concours et d'une diversification de leurs supports.

Au total, les estimations globales des pertes potentielles ont été progressivement révisées à la hausse, à 400 milliards \$ au G7 de février, puis à plus de 600 au G7 d'avril 2008, avec une estimation encore supérieure du FMI à 945 milliards \$², mais qui incluait aussi des pertes ultérieures liées, notamment en matière de crédit à la consommation, à la révision à la baisse des anticipations de croissance de l'économie américaine.

C. LES DEVELOPPEMENTS SUR LES MARCHES

7. Par delà l'ouverture en avril 2008 par les pouvoirs publics du chantier des remèdes à apporter, se sont prolongés les développements de marché, cohérents avec l'idée que la crise bancaire serait sévère est profonde mais que, dans l'attente d'une nouvelle régulation, les moyens dont disposaient les pouvoirs publics permettraient d'y faire face.

8. Au cours du 1^{er} trimestre 2008 les développements principaux avaient été les suivants. En ce qui concerne le marché primaire, les chiffres rendus publics faisaient apparaître aux Etats-Unis une montée des taux de défaut et du nombre des saisies, le taux de défaut progressant notamment pour la catégorie intermédiaire de prêts dite *Alt-A* au profil de risque moins agressif que celui du segment *subprime*, ce qui avait conduit les agences de notation à mettre sous surveillance négative les titres représentatifs de tels prêts qui avaient été placés auprès des établissements bancaires tant américains qu'européens. Simultanément le nombre de transactions immobilières et le prix moyen des logements continuaient de baisser aux Etats-Unis. Parmi les modalités d'interventions publiques avaient figuré l'accroissement des prêts de la Federal Home Loan Administration, organisme public, dont les encours de prêts aux banques ont progressé de 250 milliards \$ sur l'année 2007 dans son ensemble, le renforcement des capacités d'intervention des agences hypothécaires (Fannie Mae et Freddie Mac), augmentant leur capital de 5 à 10 milliards \$ chacune et voyant abaissées leurs exigences en fonds propres ce qui conduisait certains analystes à trouver excessif l'effet de levier ainsi permis, cependant qu'en Europe apparaissaient sur les marchés espagnol et britannique les premiers signes de détérioration

² Postérieurement, tant l'OCDE que la Banque d'Angleterre ont publié des estimations comprises entre 400 et 600 milliards \$ par une définition plus stricte des conséquences de la crise financière.

du marché immobilier³. En ce qui concerne la diffusion de la crise, l'événement le plus significatif en ce qui concerne le marché des CDOs avait été la saisie par les banques des actifs résiduels (16,2 milliards \$) du fonds Carlyle Capital Corporation coté à Amsterdam et ne pouvant plus faire face à ses engagements. Par ailleurs les agences de notation avaient continué à dégrader les notations des titres correspondants cependant que les banques réintégraient dans leurs bilans les actifs déconsolidés ou apportaient leurs concours aux véhicules correspondants (les SIVs)⁴, les actifs gérés par les SIVs, revenant de plus de 400 milliards \$ à mi 2007 à moins de 200 milliards \$ fin 2007. En ce qui concerne les LBOs, les décotes étaient plus limitées (comprises entre 3 et 9%) mais les engagements des principales banques à ce titre demeuraient très importants avec les estimations suivantes en mars 2008 : Deutsche Bank 55 milliards \$; Citigroup 45 ; Goldman Sachs 40 ; Crédit Suisse 35 ; Merrill Lynch 30 ; JP Morgan 25 ; Morgan Stanley 25 ; Lehman Brothers 20 ; RBS 15 ; Barclays 15 ; UBS 10 ; Crédit agricole 10 ; HSBC 10 ; BNP Paribas 5 ; Société générale 5. Enfin, une nouvelle catégorie d'acteurs, les assureurs *monolines*⁵, est apparue au 1^{er} trimestre comme un facteur de diffusion de la crise, leurs fonds propres insuffisants conduisant les agences de notation à envisager la suppression de leur notation AAA, ce qui aurait entraîné des dépréciations d'actifs sur l'ensemble des portefeuilles bancaires ainsi garantis. Des mesures de recapitalisation par le marché, par un effort des actionnaires existants (notamment pour l'Europe Natixis et Dexia) ou par l'entrée de nouveaux actionnaires avaient permis toutefois de différer la matérialisation de ce risque.

9. En ce qui concerne l'interbancaire et les résultats des banques, devaient être pour l'essentiel mentionnées les estimations d'analystes d'UBS début mars faisant état d'un coût final de la crise pouvant

³ Selon le FMI dans son *World Economic Outlook* d'avril 2008, les surévaluations des prix de l'immobilier par rapport aux fondamentaux de l'économie seraient les suivantes : Irlande + 32 % (avec un ratio de la dette hypothécaires au PIB atteignant fin 2006 le niveau de 70 %), Pays Bas + 29 % (100 %), Royaume Uni + 28 % (80 %), Australie + 24 % (80 %), France + 22 % (30 %), Espagne + 17 % (60 %), Italie + 12 % (20 %), Japon + 12 % (50 %), Etats-Unis + 11 % (100 %), Allemagne + 2 % (60 %), Canada - 3 % (40 %).

⁴ A fin février les principales opérations de sauvetage de SIVs avaient été les suivantes depuis l'éclatement de la crise : Citigroup 49 milliards \$; HSBC 45,0 ; Dresdner Bank 18,8 ; WestLB 14,0 ; Banque de Montréal 12,5 ; Rabobank 7,6 ; HSH Nordbank 4,8 ; Société générale 4,3.

⁵ Des compagnies d'assurance spécialisées initialement dans la garantie des obligations émises par les collectivités locales américaines, ayant étendu leurs activités à la garantie de produits structurés.

atteindre 600 milliards \$ dont 186 déjà pris en compte dans les provisions et les pertes annoncées (83 milliards \$ pour les banques américaines, notamment Citigroup et Merrill Lynch, 86,2 milliards \$ pour les banques européennes, notamment HSBC, IKB et le Crédit agricole⁶ et 8,7 milliards \$ pour les banques asiatiques). En particulier face à de nouvelles pertes liées à des dépréciations d'actifs, UBS et Lehman Brothers avaient du annoncer de nouvelles augmentations de capital, cependant que pour la première fois un grand assureur (AIG, premier assureur américain et mondial) faisait état de dépréciations d'actifs très significatives (11 milliards \$) liées à la crise du *subprime*.

L'évènement le plus spectaculaire au premier trimestre 2008 avait cependant été la crise de liquidité qui affectait Bear Stearns, amenant le 16 mars JP Morgan Chase à racheter cette dernière pour 2 milliards \$, avec un concours spécifique de la FED à JP Morgan atteignant 29 milliards \$, sauvetage bien accueilli sur les marchés.

10. En Europe, de même, des interventions publiques ciblées prenaient place au Royaume Uni, finalement sous la forme d'une nationalisation de Northern Rock, et, en Allemagne, dans de nouveaux plans de sauvetage d'IKB par KfW, et des garanties apportées par les Länder à certaines banques régionales (Landesbank Baden-Württemberg qui rachetait Sachsen LB, Bayern LB et West LB). Au niveau des opérations privées devaient être également mentionnées en Europe les importantes pertes et recapitalisations des deux grandes banques suisses, UBS et Crédit Suisse. Par ailleurs, à Londres et à un moindre degré à New York, un certain nombre de *hedge funds*, rencontrant des problèmes de liquidité, avaient dû suspendre les possibilités de rachats par les investisseurs des placements effectués à travers ces fonds. Enfin outre les interventions ponctuelles mentionnées ci-dessus, face à la persistance de l'illiquidité du marché interbancaire, les banques centrales des principaux pays avaient diversifié, en termes de supports d'intervention et de durée, leurs modalités d'apports de liquidité aux banques, opérations qu'elles ont progressivement considérablement développé. Enfin le Congrès américain avait adopté le plan de relance budgétaire (165 milliards \$) qui

⁶ En 2007, treize banques européennes ont enregistré des dépréciations d'actifs au titre de la crise du *subprime* d'un montant supérieur à 1 milliard \$: UBS 20,6 ; HSBC 14 ; Crédit agricole 6,3 ; RBS 5,6 ; Société générale 4,7 ; Fortis 4,6 ; Barclays 3,3 ; Deutsche Bank 3,2 ; Natixis 2,7 ; BNP 2,1 ; ING 1,5 ; HBOS 1,1.

sous forme de remises d'impôt aux entreprises (en direction des investissements) et aux ménages en situation d'endettement excessif, plan qui à partir du mois de mai a contribué à soutenir l'économie. Simultanément le secrétaire au Trésor américain annonçait fin mars 2008 un vaste plan de refonte de la réglementation du secteur financier aux Etats-Unis (fusion de la Securities and Exchange Commission, la SEC, et de la Commodity and Futures Trading Commission, la CFTC ; droit de regard de la FED sur l'ensemble des régulateurs bancaires et des institutions dont le comportement était susceptible d'affecter la stabilité financière d'ensemble ; commission de supervision des prêteurs hypothécaires ; création d'un bureau fédéral d'assurance). Pour leur part, les chefs d'Etat et de gouvernement européens réunis le 14 mars se déclaraient prêts à prendre des mesures de régulation et de surveillance et à proposer un code de bonne conduite aux fonds souverains⁷, cependant que demeuraient ouverts le problème du contrôle des groupes européens ayant des activités transfrontières et la question de l'application du principe de la *market value* à des actifs illiquides. Enfin au Royaume Uni avait été également annoncée une réforme tendant à renforcer le rôle de la Banque d'Angleterre, à assurer la coordination des actions de la Trésorerie de la Banque d'Angleterre et de la FSA et à créer un fonds collectif de garantie des dépôts.

⁷ La Commission a notamment préconisé d'agir à travers les instances multilatérales pour assurer la transparence et la bonne gouvernance des investissements de ces fonds dont les actifs évalués aujourd'hui entre 1.500 et 2.500 milliards \$ pourraient représenter 12.000 milliards \$ fin 2015. Pour sa part le gouvernement allemand étudiait un projet de loi lui permettant d'examiner des prises de participations étrangères supérieures à 25 % du capital

FEUILLE DE ROUTE, mars 2008

SITUATION INDIVIDUELLE DES BANQUES

1. Rechercher une transparence et une vérité comptable dans l'ensemble des banques : homogénéité des obligations de *reporting* ; vérification par des organismes analogues au PCAOB (*public companies auditing oversight board*) américain, notamment au niveau européen, et adoption de règles comptables véritablement communes dans la perspective d'une convergence internationale des normes, en prenant en compte le souci de la FBF, d'autres associations bancaires de pays européens, et de certains acteurs américains de voir apporter plus de souplesse dans l'application du *mark to market* aux instruments financiers.
2. Adapter les systèmes nationaux de garanties de dépôts bancaires, notamment dans les pays, tel le Royaume Uni, où sont apparues des lacunes en ce domaine.
3. Inciter les banques internationales à reconstituer leurs fonds propres par appel à des investisseurs extérieurs individualisés, ou par fusion, ou par recours au marché, notamment sous la forme d'obligations convertibles ; les fonds souverains peuvent apporter à cet égard un élément de réponse sous réserve que soient agréés les deux codes de conduite prévus pour les pays investisseurs et les pays d'accueil.

AGENCES DE NOTATION

4. Rechercher, soit par révision du code de bonne conduite déjà agréé avec l'IOSCO, soit par mise en place d'une nouvelle réglementation, une solution au problème récurrent des conflits d'intérêt résultant de la rémunération par les émetteurs de la production de notation et de services rendus par les agences pour la conception d'instruments de titrisation.
5. Prendre en compte, soit par deux notations distinctes soit par une notation combinée, les problèmes de liquidité des instruments, tant dans les notations par les agences que dans les modèles bancaires de risques.

RATIOS DE SOLVABILITE

6. Réexaminer Bâle II à travers l'imposition additionnelle d'une norme globale ne tenant pas compte de la nature des risques (thèse américaine, qui n'est pas sans mérite), une prise en compte des risques de toute nature, une inclusion des véhicules hors bilan et des risques contingents, avec des obligations plus élevées pour les titrisations à haut risque, une homogénéisation notamment dans l'espace européen des définitions des fonds propres et des différents types de risques à prendre en compte, y compris les risques opérationnels.

7. Poser des exigences comparables, mais adaptées aux spécificités du secteur, dans le domaine de l'assurance, qui relève aux Etats-Unis de régulateurs au niveau des Etats fédérés individuels et est couvert dans l'Union européenne par la future directive *Solvency II*.

ORGANES DE REGULATION

8. Assurer une convergence des régulations, à travers une meilleure association entre Banques centrales et régulateurs bancaires : en Europe, une approche commune des opérations transfrontières, une rénovation et un renforcement du processus Lamfalussy, conformément au mandat confié à la Commission par le Conseil Ecofin de novembre ; internationalement, une coopération plus structurée entre autorités nationales de régulation, le Fonds monétaire international étant partie dans cet effort mutuel.

9. Examiner la possibilité de mettre en place des codes de conduite appropriés pour les *hedge funds* et les fonds de *private equity*, l'évolution la plus récente, montrant que les *hedge funds*, par les cessions d'actifs qu'ils sont amenés à opérer, et les fonds de *private equity*, instruments utiles de dynamisation de l'économie, actuellement en phase d'attente, rencontrent des problèmes de financement qu'il y aurait lieu d'aborder⁸.

10. Etudier la possibilité de fixer des limites, mises en œuvre par un code volontaire de conduite ou par une régulation externe, au transfert de risques initiaux, sous forme de titrisation ou d'utilisation des dérivés de crédits, en imposant que le prêteur initial conserve une partie de son risque, l'incitant ainsi à être plus vigilant dans l'attribution et le suivi des crédits qu'il consent ; cela signifierait, pour la partie du crédit qui n'est pas titrisée, une comptabilisation au coût historique des prêts non compromis alors que la partie transférée est ajustée à la valeur de marché, telle que définie après les assouplissements, à agréer internationalement, que propose l'IASB dans le document qu'il vient de soumettre à consultation.

⁸ En ce qui concerne les *hedge funds*, la mise en place en Europe d'OPCVM enregistrés mais à obligations allégées (les *alter UCITS* pour lesquels la Commission doit produire un document à l'automne) pourrait permettre aux *hedge funds* qui auraient choisi cette option de bénéficier de concours bancaires plus stables. Au niveau international, il s'agirait d'agir au niveau des *prime brokers* et de mettre en place un code de conduite commun, sur la base des travaux déjà lancés par les professionnels britanniques et américains. En ce qui concerne les fonds de *private equity*, moins dépendants que les *hedge funds* de concours bancaires, à l'exception notable des LBOs, on pourrait envisager en Europe un renforcement des moyens de la BEI, à travers son dispositif de cofinancement, et, internationalement une action à travers les *prime brokers*, comme paraissent le suggérer les autorités américaines.

2^{ème} Partie – L’EXTENSION DE LA CRISE

(avril 2008 - octobre 2008)

La perspective d’une évolution maîtrisée de la crise a cessé d’être en situation après que, contrairement à la position qu’elles avaient prises à l’égard de Bears Stearns, les autorités américaines ont laissé le 12 septembre 2008, la banque Lehman Brothers se déclarer en faillite en l’absence d’intervention publique.

Le contraste entre les réunions ministérielles du FMI en avril 2008 et celles tenues à l’occasion de l’assemblée générale du FMI et de la BIRD en octobre 2008 a été à cet égard saisissant.

A. LES ORIENTATIONS DU G7 (avril 2008)

Le communiqué du 12 avril 2008 du G7-Finance, après s’être félicité des mesures prises par les principales banques centrales pour élargir l’accès à leurs facilités de prêt et la gamme des supports de leurs interventions sur le marché monétaire et avoir marqué une inquiétude quant au caractère prolongé de la crise et à ses effets potentiels sur la croissance, traitait des solutions à mettre en place face à la crise financière.

1. Il rappelait à cet égard qu’il avait demandé, lors de sa réunion de septembre 2007 à Washington, au Forum de stabilité financière (FSF), présidé par Mario Draghi, gouverneur de la Banque d’Italie, de lui faire rapport en avril 2008 sur les mesures à prendre en ce domaine. Le G7 déclarait apporter son plein soutien aux propositions détaillées que le FSF lui avait soumises, en retenant comme priorités immédiates à mettre en œuvre dans les cent prochains jours les engagements suivants :

- les acteurs financiers doivent rapidement et complètement faire état de leurs expositions aux risques, de leurs dépréciations d’actifs, de leurs estimations des valeurs de marché pour les instruments complexes et illiquides, dès leurs prochains comptes semestriels, par référence aux bonnes pratiques recensées par le FSF ;
- l’IASB et les autres émetteurs de normes doivent initier une action urgente pour améliorer les standards de comptabilisation et

d'information en matière d'entités hors bilan et renforcer les règles de détermination de la *fair value*, en particulier dans l'évaluation des instruments financiers en période de *stress* ;

- les acteurs financiers ont à améliorer, avec le soutien des régulateurs, leurs pratiques de gestion, notamment à travers un *stress testing* rigoureux et, si nécessaire, à renforcer leurs positions en fonds propres ;
- le Comité de Bâle aurait à réviser avant juillet 2008 ses lignes directrices en matière de gestion du risque de liquidité et l'IOSCO (l'OICV) à réviser en profondeur le code de conduite qu'il a établi pour les agences de notation.

2. Le G7 a approuvé en outre en avril 2008 les propositions suivantes du FSF, à mettre en œuvre avant fin 2008 :

- renforcer la supervision prudentielle du capital, de la liquidité et de la gestion du risque notamment en relevant les exigences en capital associées aux instruments de crédit structurés et aux véhicules hors bilan ;
- accroître la transparence en matière notamment d'évaluation, le Comité de Bâle fixant des lignes directrices en matière de processus d'évaluation, d'information sur les entités hors bilan, sur l'exposition aux titrisations et sur les engagements de liquidité ;
- changer le rôle et l'utilisation des notations de crédit : examen plus attentif par les investisseurs ; solution à apporter par les agences de notation au problème de conflits d'intérêt ; différenciation des notations des produits structurés ; meilleure information sur les méthodologies de notation ; examen plus attentif de la qualité de l'information fournie par les originateurs, les arrangeurs et les émetteurs de produits structurés ;
- renforcer les capacités des autorités à répondre aux risques : intensification de la coopération entre régulateurs et superviseurs et des échanges d'informations entre les superviseurs et les banques centrales ; mise en place de collèges internationaux de superviseurs pour chacune des principales institutions financières globales ; intervention conjointe et rapide des autorités de marché en matière de fraude, d'abus de marché et de manipulation ;

- mettre en œuvre des arrangements solides pour faire face aux crises : apport de liquidité par les banques centrales ; renforcement des arrangements permettant de traiter des cas de banques en situation de faiblesse, tant sur un plan domestique que transfrontières.

3. Le G7 demandait enfin au FSF de veiller d'ici à la fin 2008 à la pleine mise en oeuvre de ses recommandations, avec un premier examen lors de la réunion du FSF en juin à Osaka et un rapport de suivi à présenter par le FSF au G7 à l'automne. Le G7 soulignait enfin que le renforcement de la coopération entre le FSF et le FMI et les efforts des participants du secteur privé pour proposer des solutions constituaient également des apports significatifs pour la solution de la crise.

4. La durée et l'ampleur croissantes de la crise avaient simultanément amené le FMI, entre janvier 2008 et avril 2008, à réviser fortement à la baisse ses prévisions de croissance avec les données comparatives suivantes :

EVOLUTION DU PIB EN MOYENNE ANNUELLE

(prévisions FMI, janvier et avril 2008)

	Monde (1)		Economies avancées	dont				Economies émergentes et PED	dont			
	(A)	(B)		Etats-Unis	Japon	RU	Zone euro		Russie	Chine	Inde	Brésil
2008	3,7	2,6	1,3	0,5	1,4	1,6	1,4	6,7	6,8	9,3	7,9	4,8
(Ecart)	(-0,5)	(-0,4)	(-0,4)	(-1,0)	(-0,1)	(-0,5)	(-0,2)	(-0,2)	(+0,2)	(-0,7)	(-0,5)	(+0,3)
2009	3,8	2,6	1,3	0,6	1,5	1,6	1,2	6,6	6,3	6,5	8,0	3,7
(Ecart)	(-0,6)	(-0,7)	(-0,8)	(-1,2)	(-0,2)	(-0,5)	(-0,7)	(-0,4)	(-0,2)	(-0,5)	(-0,2)	(-0,3)

(A) en parités de pouvoir d'achat.

(B) en taux de change de marché.

En outre, les chiffres relatifs au 2^{ème} trimestre 2008 ont fait apparaître qu'à mesure que le temps s'écoulait, s'affirmait la transmission du ralentissement de l'économie américaine aux économies européennes, et plus généralement à l'économie mondiale.

5. Plus récemment, alors que les prévisions publiées en avril 2008 par le FMI avaient été beaucoup plus pessimistes que celles sous tendant les analyses conduites en Europe à mi février, avec notamment, pour le FMI, une prévision du taux de croissance du PIB de 1,4 % en 2008 pour la zone euro, ont été publiés les résultats meilleurs qu'escomptés de la

croissance au 1^{er} trimestre 2008, tant aux Etats-Unis (une croissance faible mais positive, à 0,9 % en rythme annuel) que dans la zone euro (à 2,8 % en rythme annuel, dont 6,1 % pour l'Allemagne et 2,6 % pour la France (cf. tableau joint), ce qui a conduit le FMI fin mai 2008 à indiquer qu'il relevait à 1,7 % ses prévisions de croissance pour 2008 en ce qui concerne la zone euro.

Ce nouveau chiffre était quasi identique à celui retenu par l'OCDE dans ses nouvelles prévisions rendues publiques le 4 juin 2008, certes en retrait par rapport à ses prévisions de décembre 2007, mais plus favorables que celles présentées par le FMI en avril 2008, avec les chiffres caractéristiques suivants :

CROISSANCE DU PIB – PREVISIONS OCDE, juin 2008
(entre parenthèses, prévisions OCDE, décembre 2007)

	OCDE	Etats-Unis	Japon	Royaume Uni	Zone euro	dont :			
						Allemagne	France	Italie	Espagne
2007						2,6	2,1	1,4	3,8
2008	1,8 (2,3)	1,2 (1,4)	1,7	1,8	1,7 (1,9)	1,9	1,8	0,5	1,6
2009	1,7 (2,4)	1,1 (2,2)	1,4	1,4	1,4 (2,0)	1,1	1,5	0,9	1,1

Ultérieurement, le FMI, après avoir relevé à la hausse en juillet ses perspectives de croissance de l'économie mondiale portée à 4,1 % (contre une estimation de 3,7 % dans ses projections d'avril 2008) et à 3,9 % en 2009 (contre 3,6 %), a de nouveau révisé à la baisse ses estimations de croissance avec en juillet 2008 les chiffres suivants :

CROISSANCE DU PIB
(prévisions FMI, juillet 2008)

	2007	2008	2009
Monde	5,0	4,1	3,9
Etats Unis	2,2	1,3	0,8
Zone euro (a)	2,6	1,7	1,2
France	2,2	1,6	1,4
Japon	2,1	1,5	1,5
Chine	11,9	9,7	9,8
Inde	9,3	8,0	8,0

(a) Le FMI a de nouveau fin août revu à la baisse ses prévisions de croissance de la zone euro, à 1,4 % en 2008 (contre 1,7 précédemment) et à 0,9 % en 2009 (contre 1,2).

Ces perspectives nouvelles de l'économie mondiale ont certes contribué au repli des cours de matières premières et du pétrole qui avaient fortement progressé de juillet 2007 à 2008, cependant que les économies

européennes pouvaient bénéficier, pour les exportations, du raffermissement du dollar constaté dans les dernières semaines. Mais il apparaissait bien que l'incidence initiale limitée de la crise en Europe, au niveau notamment de la distribution des crédits bancaires, voyait progressivement ses effets s'estomper et être relayés par les facteurs de ralentissement de l'ensemble de l'économie mondiale.

L'OCDE a également fortement revu à la baisse, le 2 septembre 2008, sa prévision de croissance pour la zone euro en 2008 à 1,3 %, et relevé celle pour les Etats Unis à 1,8 %. Ses économistes excluaient une récession d'ici à la fin 2008 dans les grands pays développés avec les chiffres comparés suivants : France : 1 % prévu le 2 septembre (contre 1,8 % en juin) ; Allemagne 1,5 % (1,9 %) ; Royaume Uni 1,2 % (1,8 %) ; zone euro 1,3 % (1,7 %) ; Etats Unis 1,8 % (1,2 %) ; Japon 1,2% (1,7 %).

Enfin, la Commission de Bruxelles avait annoncé fin août les chiffres de croissance du PIB qui seraient en 2008 les suivants (avec entre parenthèses les prévisions correspondantes en avril 2008) : UE 27 1,4 % (2 %) ; Royaume Uni 1,1 % (1,7 %) ; zone euro 1,3 % (1,7 %) dont Allemagne 1,8% (1,8 %), France 1% (1,6 %), Espagne 1,1 % (2,2 %).

Ces chiffres prenaient notamment en compte les chiffres du deuxième trimestre où la contagion, finalement avec un décalage de six mois, du ralentissement de l'économie américaine s'était manifestée en Europe avec les données comparatives suivantes (évolution du PIB en rythme annuel et en glissement par rapport au deuxième trimestre 2007) : Etats Unis + 1,9 (+ 1,8), révisé fin août à + 3,5 (+ 2,0), Japon - 2,4 (+ 1,1), Royaume Uni + 0,2 (+ 1,4), zone euro - 0,8 (+ 2,5), dont Allemagne - 2,0 (+ 1,7), France - 1,2 (+ 1,8), Italie - 1,1 (0,0), Espagne + 0,4 (+ 1,8), avec les évolutions trimestrielles correspondantes suivantes :

	3ème T 2007	4ème T 2007	1er T 2008	2ème T 2008
UE 15				
En rythme trimestriel	0,6	0,4	0,7	-0,2
En tendance	(2,7)	(2,2)	(2,1)	(1,5)
Etats-Unis				
En rythme trimestriel	1,2	0,0	0,2	0,5 (a)
En tendance	(4,8)	(-0,2)	(0,9)	(1,8)

(a) Révisé ensuite à 0,8 soit 3,3% en rythme annuel (contre 1,9% antérieurement) et 2,0 en tendance annuelle par rapport au 2^{ème} trimestre 2008.

Face à ces développements, après les Etats Unis, des dispositifs de soutien à l'économie étaient mis en place au Royaume Uni et en Espagne.

Enfin, au niveau des indicateurs conjoncturels apparaissaient les éléments suivants :

PAYS DEVELOPPES – INDICATEURS RECENTS

(août 2008)

	PIB (1)		Prévisions PIB (2)		Production industrielle (3)	Prix à la consommation (4)	Taux d'intérêt 3 mois (20 août 2008)	Evolution bourse 31/12/07-20/08/2008 (5)	
	(A)	(B)	2008	2009				en monnaies nationales	en dollars
Etats Unis	+1,9 (a)	+1,8 (a)	+1,5	+1,2	-0,1	+5,6	2,06%	-13,2%	-13,2%
Japon	-2,4	+1,0	+1,4	+1,2	0,0	+2,0	0,75%	-16,0%	-14,7%
Zone euro	-0,8	+1,5	+1,6	+1,2	-0,5	+4,0	4,96%	-25,3%	-24,7%
Royaume Uni	+0,8	+1,6	+1,4	+1,0	-1,6	+4,4	5,74%	-16,8%	-22,3%
(p.m. monde)								(-17,5%)	(-17,5%)

(a) Révisé postérieurement à + 3,3% soit + 2,0% du 2^{ème} trimestre 2007 au 2^{ème} trimestre 2008.

(1) 2^{ème} trimestre 2008 en rythme annuel (A) et en glissement (B) par rapport au 2^{ème} trimestre 2007.

(2) Consensus des analystes (*The Economist*, 23 août 2008). Par rapport aux prévisions au 30 juin 2008, ces nouvelles prévisions marquaient pour 2008 un relèvement de + 0,1 pour les Etats-Unis, un recul de - 0,1 pour la zone euro de - 0,2 pour le Royaume Uni ainsi qu'une stabilité pour le Japon.

(3) Glissement annuel, juin 2008, sauf Etats Unis, juillet 2008.

(4) Glissement annuel, juillet 2008.

(5) Indices boursiers : Etats-Unis S&P 500 ; Japon Nikkei 225 ; zone euro FTSE Euro 100 ; Royaume Uni FTSE 100 ; Monde MSCI.

ZONE EURO – INDICATEURS RECENTS (août 2008)

	PIB (1)		Prévisions PIB (2)		Production industrielle (3)	Prix à la consommation (4)	Taux d'intérêt à 3 mois (20 août 2008)	Evolution bourse 31/12/07-20/08/2008 (5)	
	(A)	(B)	2008	2009				en euros	en dollars
Allemagne	-2,0	+1,7	+2,0	+1,3	+1,6	+3,3		-21,7%	-21,1%
France	-1,2	+1,1	+1,5	+1,2	-1,6	+3,6		-22,2%	-21,7%
Italie	-1,1	0,0	+0,4	+0,7	-1,8	+4,1		-27,0%	-26,5%
Espagne	+0,4	+1,8	+1,6	+1,0	-9,0	+5,3		-25,5%	-24,9%
Zone euro	-0,8	+1,5	+1,6	+1,2	-0,5	+4,0	4,96%	-25,3%	-24,7%
(p.m. monde)									(-17,5%)

(1) 2^{ème} trimestre 2008 en rythme annuel (A) et en glissement (B) par rapport au 2^{ème} trimestre 2007.

(2) Consensus des analystes (*The Economist*, 23 août 2008). Par rapport aux prévisions au 30 juin 2008, ces prévisions faisaient apparaître pour 2008 les différences suivantes : Allemagne inchangé ; France - 0,2 ; Italie -inchangé ; Espagne - 0,1 ; zone euro - 0,1.

(3) Glissement annuel, juin 2008.

(4) Glissement annuel, juillet 2008.

(5) Indices boursiers : Allemagne DAX ; France CAC 40 ; Italie S&P/MIB ; Espagne Madrid SE ; Zone euro FTSE Euro 100.

B. UNE NOUVELLE FEUILLE DE ROUTE DU CAEFA (mai 2008)

6. Les points évoqués par le G7 dans son communiqué d'avril 2008 sont cohérents avec ceux recensés dans la feuille de route établie par le groupe de travail du CAEFA. Le communiqué du G7 reprend, en effet, compte tenu de la concertation préalable qui avait précédé cette réunion, la plupart des éléments de cette feuille de route, en l'enrichissant des recommandations contenues dans le rapport, très détaillé, du Forum de stabilité financière, et en définissant un calendrier d'application des mesures retenues. Toutefois n'étaient pas mentionnés spécifiquement les compagnies d'assurance, les *hedge funds* et les fonds de *private equity*. En outre des ambiguïtés subsistaient sur la position à prendre à l'égard du *mark to market*, problème pour l'essentiel renvoyé à l'IASB. Enfin pour les agences de notation, il privilégiait la démarche d'une révision du code de conduite et, comme la feuille de route, mettait l'accent dans la réponse à la crise sur le rôle essentiel de Bâle II, et des modifications susceptibles de lui être apportées.

En ce qui concerne les efforts à engager au niveau des acteurs financiers pour pleinement intégrer les orientations définies par le G7, devaient être pour l'essentiel évoqués les points suivants :

- s'appuyer sur la consultation lancée par l'IASB pour influencer sur les positions à prendre – et elles ne peuvent être qu'internationales – en matière de *mark to market*, dans le prolongement des études déjà conduites par l'IOSCO et, internationalement, par l'Institut de finance internationale (Institute of International Finance, IIF) ;
- définir, en liaison avec les grands cabinets d'audit et sur la base des recommandations du FSF, des lignes directrices en matière d'établissement des comptes semestriels et de transparence de l'information ;
- mieux cerner, en liaison avec les régulateurs par métier, les composantes et les méthodologies du *stress testing* ;
- contribuer, au niveau des émetteurs, des courtiers, des banques, à la réflexion sur l'évolution des pratiques des agences de notation.

Ce communiqué a été bien accueilli dans la mesure il traduisait une approche unanime entre pays à traditions politiques et économiques

différentes et où il définissait clairement des objectifs et un calendrier. Un peu plus d'un mois après ce communiqué, il a paru utile au groupe de travail du CAEFA d'établir, dans ce contexte, un nouveau document « *une feuille de route revisitée* » ayant pour objet de traiter des modalités de mise en œuvre des décisions du G7, de rappeler les autres points qui demeuraient susceptibles d'être évoqués et de préciser certains aspects de la crise.

7. Sur la base des informations disponibles fin mai, il apparaissait bien que l'évolution récente de la crise avait présenté certains aspects positifs :

- intervention plus active des autorités américaines sur le marché hypothécaire primaire (renforcement des moyens d'intervention de Fannie Mae, de Freddie Mac et de la FHA, programme complémentaire élaboré, sur une base bipartisane, par le Congrès) ; en sens inverse le repli du marché immobilier britannique, et plus encore du marché espagnol, se confirmait ;
- poursuite des interventions coordonnées des banques centrales pour des montants très significatifs, s'accompagnant d'un allongement de la durée de ces interventions et d'un élargissement de la gamme des instruments leur servant de support, notamment au Royaume Uni où était perçue la menace d'une crise hypothécaire ; ces interventions avaient, au cours de la dernière semaine de mai, permis que les taux à trois mois se rapprochent légèrement des taux directeurs des banques centrales, les écarts toujours importants n'en reflétant pas moins des tensions persistantes sur le marché interbancaire ;
- des pertes souvent substantielles annoncées par les acteurs financiers tant dans le secteur bancaire (notamment UBS, HSBC et Calyon) que dans le secteur de l'assurance (notamment AIG), pertes dans l'ensemble acceptées par les marchés qui y voyaient le signe d'une volonté de transparence et de vérité comptable ; ces pertes avaient conduit à des augmentations de capital qui ont été souscrites sur les marchés occidentaux.

Dans ces conditions la nouvelle feuille de route du Conseil d'analyse économique franco-allemand (CAEFA) invitait à une mise en œuvre stricte et à bonne échéance des recommandations du G7 et appelait celui-ci à se pencher sur certains aspects négligés dans son communiqué

d'avril : évolution des crédits aux entreprises et au ménages ; réflexion à engager sur l'architecture de la régulation financière ; en Europe convergence des régulations et supervision des groupes transfrontières ; problèmes posés par les *hedge funds* et à un moindre degré par les fonds de *private equity*.

Bien que s'inscrivant dans un climat aujourd'hui moins porteur que celui qui prévalait fin mai, la feuille de route revisitée (cf. p. suivante) proposée par le CAEFA, essentiellement tournée vers les aspects structurels de la crise, n'en conserve pas moins son actualité et sa pertinence.

C. LES DEVELOPPEMENTS SUR LES MARCHES

C1. Du 12 avril 2008 au 12 septembre 2008

1. Sur la base des rapports les plus récents (FSF, avril 2008 ; *World Economic Outlook*, FMI, avril et juillet 2008 ; *Global Financial Stability Report*, FMI, avril et juillet 2008 ; Rapport sur la stabilité financière, BCE, décembre 2007, *Financial Stability Report*, Banque d'Angleterre, avril 2008), il était possible à mi 2008 de caractériser comme suit les évolutions récentes et leurs traductions sur les marchés :

- malgré les mesures spécifiques prises par les pouvoirs publics américains (accord interbancaire pour différer les relèvements de taux d'intérêt, accroissement des moyens de Fannie Mae, de Freddie Mac et du réseau des Federal Home Loans Banks), le taux de défaut sur prêts immobiliers – et pas seulement *subprime* – continuait de s'accroître et les prix de l'immobilier de chuter aux Etats-Unis, ce qui pouvait inciter les autorités américaines à aller plus loin dans les actions d'allègement de la charge des emprunteurs immobiliers, comme le prévoyaient différents textes soumis au Congrès ;
- malgré les interventions massives des banques centrales, la crise de liquidité continuait de se manifester sur le marché interbancaire à 3 mois avec un *spread* de 85 points de base, le 5 mai 2008, entre le Libor 3 mois et le taux directeur de la BCE, et des chiffres voisins (77 et 81 points de base respectivement) pour les marchés monétaires du dollar et de la livre) alors que l'écart traditionnel avant la crise était de l'ordre de 20 points de base ;

FEUILLE DE ROUTE REVISITEE, 27 mai 2008

Outre les mesures à prendre au niveau des autorités nationales concernées (Etats-Unis, Espagne, Royaume Uni, pour l'essentiel) en matière de marchés hypothécaires, une nouvelle feuille de route peut être définie pour les prochains mois dans les trois domaines suivants.

A. METTRE EN ŒUVRE LES DECISIONS DU G7

1. Assurer pour les comptes relatifs au 1^{er} semestre 2008 la présentation par toutes les banques de comptes sincères, audités, transparents, ce qui pose le problème de l'application du *mark to market*, avec des choix à opérer entre une opération brutale et une opération étalée dans le temps, dont l'exemple des banques japonaises dans les années 90 a montré les limites.
2. Définir au niveau du Comité de Bâle et des superviseurs d'assurance de nouvelles règles applicables en matière de fonds propres, de consolidation, d'exigences de liquidité et de renforcement de la gestion des risques.
3. Réviser le code de bonne conduite (ou appliquer une nouvelle réglementation) pour les agences de notation.
4. Faire converger les modalités d'intervention des banques centrales, les procédures de gestion de crise (avec l'établissement de collèges de superviseurs) et, en ce qui concerne l'Europe, les arrangements en matière d'assurance des dépôts bancaires.

B. TRAITER DES PROBLEMES QUI N'ONT ETE QU'INDIRECTEMENT ABORDES PAR LE G7

5. Examiner les problèmes des *hedge funds*, face aux retraits dont ils peuvent faire l'objet, le rôle d'arbitrage de ces fonds s'en trouvant altéré alors même qu'ils jouaient un rôle positif dans l'évolution des marchés, notamment monétaires.
6. Permettre un redémarrage du capital risque, du capital développement, et du *private equity* en facilitant le dénouement des opérations LBO en cours et en dynamisant les dispositifs, notamment européens, de soutien aux apports en fonds propres aux PME.
7. Harmoniser les positions à l'égard des fonds souverains, à partir des analyses du FMI et de l'OCDE, qui devraient être finalisées pour les réunions en octobre du G7 et du FMI.

C. CONTRIBUER A UNE APPROCHE EUROPEENNE

8. Assurer une surveillance continue de l'évolution des crédits aux particuliers et aux entreprises dans la zone euro, au Royaume Uni et dans l'Union européenne.
9. Engager une réflexion sur l'évolution future du dispositif européen de régulation, après l'annonce aux Etats-Unis du plan Paulson et la création en Suisse d'un régulateur unique.
10. Progresser, sous présidence française au 2^{ème} semestre 2008, vers une meilleure convergence des régulations au plan européen, en développant une approche commune des opérations transfrontières et en accélérant le processus Lamfalussy, et au plan international, en développant notamment le dialogue transatlantique et la reconnaissance mutuelle.

- après qu'au 2^{ème} semestre 2007, la crise ait conduit à une quasi interruption des émissions nouvelles de papier commercial, de titres obligataires, de produits structurés, d'opérations à effet de levier, de titres hybrides, un certain retour à la normale s'était manifesté au 1^{er} semestre 2008 ;
- en sens inverse la baisse des bourses, entamée également à partir du 2^{ème} semestre 2007, s'était prolongée au 1^{er} semestre 2008 ; on pouvait toutefois noter une correction à la hausse, notamment pour les valeurs bancaires, et une réapparition d'opérations primaires nouvelles à partir du mois d'avril ; en particulier, face à des pertes liées à la crise du *subprime* atteignant pour les grandes banques plus de 180 milliards \$, des recapitalisations par appels au marché étaient intervenues tant en décembre 2007 qu'en avril 2008 pour compenser partiellement la diminution correspondante des fonds propres, l'encouragement donné à la vérité comptable et à la transparence ayant contribué à cette évolution favorable.

2. Un certain nombre d'évolutions défavorables ont de nouveau pris place à partir de juin 2008, les trois premières semaines de juin ayant été caractérisées par un certain nombre de développements adverses :

- difficultés rencontrée par l'ancienne *building society* britannique Bradford & Bingley, engagée dans une opération contestée d'émission de droits de souscription, en partenariat avec un fonds de *private equity*, cependant que les émissions de droits déjà lancées par RBS et HBOS appelaient des critiques de la part de la FSA quant au comportement des *short sellers* ;
- annonce par Lehman Brothers d'une perte substantielle de 2,8 milliards \$ pour son 2^{ème} trimestre clos le 30 mai, ce qui l'avait conduit à céder des actifs et à renforcer ses fonds propres, avec une interrogation persistante sur son aptitude à demeurer indépendante ;
- nouvelle crise des assureurs *monolines* dont la dégradation par les agences de notation aurait des conséquences très lourdes sur les portefeuilles d'actifs des banques ;
- évolution adverse des cours des valeurs bancaires affectant l'évolution d'ensemble des bourses avec au 18 juin un indice MSCI Mondial en recul de - 17,5 % (contre - 8,3 % au 8 juin), avec le

20 août les indices principaux suivants calculés en monnaie nationale : S&P 500 (Etats-Unis) - 13,2 % ; FTSE Euro 100 (zone euro) - 25,3 % ; Nikkei 225 (Japon) - 16,0 % ; DAX (Allemagne) - 21,7 % ; CAC 40 (France) - 22,2 % ;

- persistance du recul du marché immobilier aux Etats-Unis, qui, en Europe, se manifestait également au Royaume Uni et en Espagne, puis en France.

3. Enfin les mois de juillet et d'août ont été pour leur part marqués par une crise spécifique, celle des agences américaines de refinancement hypothécaire Fannie Mae et Freddie.

Alors que la réunion d'Osaka début juin avait pu constater que, selon le Forum de stabilité financière, la feuille de route adoptée par le G7 d'avril se mettait en place à bonne échéance, un certain nombre de développements adverses s'étaient, comme indiqué ci-dessus, déjà manifestés dans la deuxième quinzaine de juin, avec notamment les difficultés rencontrées par les banques britanniques RBS, HBOS et Bradford & Bingley pour réaliser leurs augmentations de capital. Mais c'est la crise à mi juillet de Fannie Mae et de Freddie Mac qui a révélé les failles de la « *stabilité fragile* » décrite à Osaka par le président du Forum de stabilité financière, Mario Draghi.

Les discussions en cours au Congrès américain qui visaient à aboutir, sur une base bipartisane, à un nouveau texte allégeant les charges de remboursement pour les victimes de la crise du *subprime* s'orientant vers un appel complémentaire à Fannie Mae et Freddie Mac, certains parlementaires s'étaient inquiétés de la viabilité d'un tel projet et Lehman Brothers dans une étude faisait part d'un besoin de refinancement pour ces agences atteignant 75 milliards \$, chiffre alors considéré comme très exagéré par le régulateur l'OFHEO. Néanmoins les marchés s'inquiétaient et, en une journée, le 11 juillet, les titres de Fannie Mae et de Freddie Mac reculaient brutalement à 7\$ pour Fannie Mae (contre 60\$ début juillet 2007 et 20\$ début juillet 2008) et à 10\$ pour Freddie Mac (contre 55\$ début juillet 2007 et 20\$ début juillet 2008). Simultanément était annoncée la prise de contrôle par la Federal Deposit Insurance Corporation de la banque californienne Indymac, un *spin off* de Countrywide, pourtant allégé de prêts *subprime*, ce qui constituait la plus importante faillite bancaire aux Etats-Unis depuis vingt ans.

Simultanément, en Europe, l'un des plus importants groupes espagnols de promotion immobilière Martinsa Fedosa se plaçait sous la protection de la loi sur la faillite, comme l'avait fait quelques mois auparavant le groupe Colonial

Le week-end des 12-13 juillet 2008 était mis à profit par le Trésor américain et par la FED pour mettre au point un plan de soutien aux agences hypothécaires, comprenant deux volets :

- l'inclusion dans le projet de loi sur l'immobilier, en discussion, d'un article nouveau autorisant le secrétaire au Trésor à apporter aux deux agences des prêts et des dotations en capital, ce qui représentait, à l'intention des marchés, une garantie plus explicite aux emprunts émis par les agences ;
- la déclaration de la FED soulignant que, comme elle l'avait fait pour les banques d'investissement, après l'épisode JP Morgan-Bear Stearns, elle était prête à apporter des concours directs aux deux agences, en cas de menaces pour la stabilité financière globale et, en tout cas, dans l'attente de l'adoption du dispositif législatif proposé au Congrès.

4. La réaction des marchés au plan ainsi annoncé avait été, à leur réouverture le 14 juillet, positive mais les titres de Fannie Mae et de Freddie Mac, qui plaçaient sur le marché, à son niveau de *spread* habituel, 3 milliards \$ de titres à 3 ans, ne récupéraient pas l'ensemble du terrain perdu la semaine précédente, compte tenu notamment d'incertitudes concernant le Congrès, en termes de délai d'adoption du texte et de réticences à autoriser des concours sans limites. Les restrictions apportées par la SEC (un peu à l'image de ce qu'avait fait, au cours de la première semaine de juillet, la FSA britannique) aux ventes à découvert sur les titres des grands opérateurs financiers contribuaient cependant à soutenir les cours de ces titres. Des actions bancaires, comme celles de Washington Mutual, State Street, ou First Horizon profitaient notamment de cet environnement nouveau (des interrogations subsistant toutefois quant aux problèmes de liquidité que Lehman Brothers était susceptible de rencontrer), ce qui permettait de ramener de 1.228 en début de séance à 1.220 en fin de séance le recul global du S&P 500 américain. Simultanément, dans un témoignage au Congrès, Ben Bernanke faisait état de prévisions sombres pour l'économie américaine,

illustrées par les licenciements de General Motors, un point positif étant toutefois la chute du prix du pétrole revenu le 14 juillet de 145\$ à 138\$.

En Europe, par contre, les valeurs bancaires et les marchés boursiers dans leur ensemble étaient en fort repli, avec notamment le recul des actions Fortis, Natixis, RBS, HBOS cependant que les valeurs des banques commerciales japonaises, fortes détentrices, comme les banques centrales d'Asie, de titres Fannie Mae et Freddie Mac, affichaient un recul marqué. Sur le marché français, les interrogations portaient sur le groupe Crédit agricole et sur Natixis qui allait faire appel à ses actionnaires.

Dans les jours suivants, l'évolution des marchés a été heurtée, en fonction des annonces très contrastées entre les banques, de leurs résultats et notamment de leurs dépréciations d'actifs, seule Wachovia, la cinquième banque commerciale américaine, faisant alors état de résultats au 2^{ème} trimestre 2008, meilleurs que prévus : un revenu net demeurant positif, mais reculant de 23 % ; un résultat positif des activités immobilières tournées désormais vers les titres éligibles aux agences hypothécaires. En Europe, au contraire, Swiss Re et Zurich Financial Services révélaient leurs expositions à Fannie Mae et Freddie Mac s'élevant respectivement à 9,6 milliards \$ et 9,4 milliards \$. Il était précisé à cette occasion que les titres émis ou garantis par Fannie Mae et Freddie Mac représentaient près de la moitié des 12.000 milliards \$ de dettes hypothécaires aux Etats-Unis. Dans le même temps, Santander-Abbey finalisait le rachat d'Alliance and Leicester, ancienne *building society* britannique dont la valeur boursière avait été divisée par quatre en un peu plus d'un an.

Le marché actions avait bénéficié, par ailleurs, de l'annonce par JP Morgan Chase de résultats meilleurs qu'attendus (une progression de l'action de 10,6 % malgré un recul de 52 % à 2 milliards \$ de son bénéfice trimestriel), des évolutions comparables étant constatées chez la grande banque régionale PNC et le gérant d'actifs Black Rock, cependant que Merrill Lynch annonçait la cession de sa participation de 4,5 milliards \$ dans le groupe d'information Bloomberg.

L'action Citigroup progressait, pour sa part, de 7,7 % après que le groupe ait annoncé également des résultats meilleurs qu'escomptés (perte

de - 2,5 milliards \$, après - 15 milliards \$ au 4^{ème} trimestre 2007 et au 1^{er} trimestre 2008), malgré 4,5 milliards \$ de nouvelles dépréciations d'actifs⁹, entraînant à la hausse les autres valeurs bancaires aux Etats-Unis et en Europe (à l'exception au Royaume Uni de Bradford & Bingley dont la levée de fonds s'avérait toujours difficile). En revanche Merrill Lynch faisait état de résultats négatifs au 2^{ème} trimestre, associés à 9,4 milliards \$ de dépréciations d'actifs¹⁰.

Sur le marché américain, le secteur bancaire a finalement enregistré sur la troisième semaine de juillet une progression de 10,8 % le portant à un niveau supérieur de 1,3 % à celui qui prévalait lors de l'annonce du plan de soutien à Fannie Mae et Freddie Mac, ce qui pouvait être considéré comme un effacement de cette crise. Depuis le début de l'année toutefois, l'indice global des actions américain (S&P 500) avait reculé de - 19,2 %, l'indice Nikkei de - 16,6 % (de - 11,2 % en dollar), l'indice britannique de - 20,2 %, l'indice FTSE de la zone euro de - 28,1 % (- 22,2 % en dollar) et l'indice mondial, en dollars, MSCI de - 16,1 %.

Finalement, après la Chambre des Représentants le 23 juillet 2008, le Sénat approuvait la loi relative à l'immobilier qu'a promulguée le 30 juillet le Président, texte destiné à apporter des éléments de soutien au marché immobilier.

Mais si la crise de mi juillet avait pu être ainsi surmontée, deux indications ultérieures étaient venues perturber les évolutions :

- l'annonce par Merrill Lynch qu'elle aurait, outre les dépréciations d'actifs déjà enregistrées au 2^{ème} trimestre, à passer au 3^{ème} trimestre de nouvelles dépréciations d'actifs supplémentaires (liées à des pertes sur cession et aux risques associés aux assureurs *monolines*) et

⁹ Les dépréciations d'actifs et pertes liées à la crise atteignaient, en chiffres cumulés, 55 milliards \$, pour Citigroup à comparer à 46,1 pour Merrill Lynch et 38,2 pour UBS, pour un total mondial à mi-juillet 2008 de 450 milliards \$ depuis le début de 2007. L'action Citigroup malgré sa légère reprise, n'en demeurait pas moins au tiers du niveau où elle se situait en juillet 2007.

¹⁰ Les résultats de Bank of America au 2^{ème} trimestre, rendus publics le 21 juillet avaient également rassuré les marchés, malgré une chute de 41 % du bénéfice net, à 9,4 milliards \$, traduisant une progression de 3,5 % à 20,3 milliards \$ des revenus d'activité, compensant la progression de 3,2 % à 5,85 milliards \$ des dépréciations et provisions pour créances douteuses (les dépréciations d'actifs étant notamment, à 1,22 milliards \$, deux fois moindres qu'au 1^{er} trimestre). Le jour de cette annonce, le titre Bank of America, pourtant affecté par sa reprise, le 1^{er} juillet, de Countrywide, avait progressé de 3,9 %.

- qu'elle procéderait à une augmentation de capital de plusieurs milliards de dollars pour conforter ses fonds propres ;
- l'indication donnée par le FMI et par les analystes de plusieurs banques que la sortie de crise serait plus longue que prévue et pourrait ne se matérialiser que fin 2009 ou fin 2010.

Le marché actions américain et notamment les actions des banques n'avaient pas immédiatement réagi trop négativement à ces annonces, assez largement anticipées.

Mais en août, la crise de défiance à l'égard des agences hypothécaires a conduit l'Administration américaine à intervenir de nouveau. Après avoir fait approuver par le Congrès le 13 juillet 2008 une autorisation donnée au secrétaire d'Etat au Trésor d'apporter des concours publics à ces deux entités, l'Administration a décidé d'apporter sous forme de souscription d'actions préférentielles et de rachats d'actifs, un montant de fonds publics pouvant atteindre 200 milliards \$, la gestion de ces deux agences étant transférée à la nouvelle agence régulatrice.

En outre, le marché monétaire demeurait internationalement tendu (avec des *spreads* à 3 mois par rapport aux taux directeurs de la FED et de la BCE de respectivement 2 % et 0,95 % le août contre 0,10-0,20 % dans les périodes antérieures à la crise d'août 2007). La méfiance à l'égard de certains emprunteurs bancaires, notamment européens (avec le débat toujours non résolu sur le non respect, en toutes circonstances, de la *fair value*), le tarissement des apports de liquidité au marché par les *money market funds* et les *hedge funds*, problème mentionné dans la feuille de route revisitée, et la difficulté à lever des fonds propres face aux problèmes rencontrés par des fonds de *private equity*¹¹ et au retrait de certains fonds souverains (même si les Emirats Arabes Unis avaient récemment investi dans Barclays, et si Temasek avait participé à la nouvelle augmentation du capital de Merrill Lynch), préfiguraient un ensemble de préoccupations futures.

C2. Du 12 septembre 2008 à la fin octobre 2008

¹¹ Problème déjà mentionné dans la feuille de route « revisitée », mais qui s'accroît en bourse où, sur Euronext-Amsterdam, l'insuffisance de liquidité des titres conduit à des retraits des investisseurs.

C'est bien néanmoins la faillite de Lehman Brothers le 12 septembre 2008 qui a entraîné un changement de la dimension de la crise.

1. Le mois de septembre s'est ouvert dans un climat de recul des marchés boursiers et d'illiquidité du marché monétaire. Les pressions exercées par les marchés sur les valeurs financières les plus vulnérables à ces développements s'étaient cependant, pour l'essentiel, concentrées sur les deux agences semi-gouvernementales de refinancement des prêts hypothécaires, Fannie Mae et Freddie Mac.

Ces deux entités avaient du procéder à des révisions comptables lors des exercices précédents, avaient enregistré des pertes significatives au cours des trimestres récents et annoncé des augmentations de capital et, devant le retrait sur le marché hypothécaire des acteurs privés, avaient été incitées par leur régulateur et par le gouvernement à accroître le volume de leurs prêts et garanties et donc l'effet de levier, déjà élevé, qui les caractérisaient. Les marchés s'étaient alors interrogés sur l'étendue du soutien gouvernemental, ce qui avait conduit l'Administration à se faire doter par le Congrès de la possibilité d'intervenir en fonds propres et en prêts sur ces deux institutions, la disposition correspondante étant adoptée par le Congrès le 23 juillet.

Lorsque les pressions se sont accentuées, le secrétaire au Trésor avait pu faire usage de ces dispositions, en décidant pendant le week-end des 6-7 septembre d'apporter 100 milliards \$ à chacune des deux institutions, dont le gouvernement prenait ainsi le contrôle, à travers une émission d'actions préférentielles. Simultanément il confiait la gestion des deux agences au nouvel organisme régulateur qu'avait créé la loi de juillet 2008, la Federal Housing Finance Administration. Ces décisions entraînaient le départ du management, et une nouvelle et très forte chute de la valeur des actions, par suite de la dilution potentielle des bénéficiaires mais rétablissait la confiance sur les marchés du crédit.

Les pressions exercées par les marchés se sont dès lors tournées vers d'autres cibles, notamment Lehman Brothers et AIG. A la fin de la semaine suivante, c'est à dire pendant le week-end des 13-14 septembre, malgré la vaine recherche d'un repreneur (le gouvernement américain n'ayant pas en particulier voulu accéder aux demandes de garantie présentées par Barclays, repreneur potentiel) Lehman Brothers, en

l'absence de solution alternative, a dû se placer sous la protection du chapitre 21 de la loi américaine sur les faillites.

Bien que la différence de traitement ainsi témoignée entre le cas antérieur de Bear Stearns et le cas de Lehman Brothers, pouvait selon certains contribuer à discipliner les comportements, en l'absence de toute certitude d'intervention des pouvoirs publics en cas de difficulté, les marchés ont réagi très négativement, d'autant plus que la défaillance de Lehman Brothers entraînait des pertes pour ses actionnaires et ses créanciers et des risques de non-dénouement des opérations sur des marchés où Lehman Brothers était très actif. Il est apparu à ce titre rapidement que la décision du gouvernement américain laissant Lehman Brothers se déclarer en faillite avait constitué une étape majeure de la crise, la transformant de crise financière relativement classique, appelant des interventions ponctuelles, en crise systémique menaçant l'ensemble du système financier, alors même que se manifestait la diffusion dans le monde de la crise économique née aux Etats-Unis où se poursuivait la chute du marché immobilier, phénomène également constaté au Royaume Uni, en Espagne et plus généralement en Europe.

2. En ce qui concerne AIG, sous la pression des marchés, le gouvernement américain a été ainsi conduit le 16 septembre à apporter, à travers la FED, un prêt de 85 milliards \$ à deux ans, à un taux particulièrement élevé (Libor +8%), mécanisme devant inciter AIG à mener une politique active de cession d'actifs, par un recentrage d'AIG sur ses activités d'assurance proprement dites. Simultanément après la faillite de Lehman Brothers, la pertinence du modèle d'*investment banking* pur était remise en question, ce que reflétait la chute des actions Merrill Lynch, Goldman Sachs et Morgan Stanley. Finalement Merrill Lynch a été repris par la Bank of America cependant qu'ultérieurement Goldman Sachs et Morgan Stanley (par ailleurs renforcée par l'entrée à hauteur de 20% à 25% dans son capital du Mitsubishi UFJ Financial Group) ont abandonné leur statut de banques d'investissement pour se transformer en holdings bancaires pouvant développer des activités de banques commerciales aux côtés de leurs activités de banques d'investissement mais les soumettant à ce titre au contrôle de la FED, ce qui signifiait en particulier pour elles une forte réduction de l'effet de levier. En outre les pressions des marchés se maintenaient à l'encontre de certaines banques

commerciales rencontrant des problèmes de liquidité, notamment Washington Mutual et Wachovia.

Au cours de ce mois de septembre 2008, le gouvernement américain s'est déclaré prêt à favoriser grâce à une intervention de la FED la reprise de Washington Mutual par JP Morgan Chase.

3. Devant la persistance de la chute des indices boursiers et la multiplication des interventions ponctuelles ne parvenant pas à rassurer les marchés, le secrétaire au Trésor a alors annoncé le 18 septembre le « *plan Paulson* » visant à offrir des possibilités de sortie de la crise à l'ensemble des acteurs financiers. Pour l'essentiel il prévoyait que le Trésor pourrait, à hauteur de 700 milliards \$, répartir sur deux exercices budgétaires, acheter aux acteurs financiers des actifs compromis afin d'alléger leurs bilans et d'améliorer ainsi leurs ratios de fonds propres. Cette initiative a été très bien accueillie par les marchés qui ont fortement rebondi le 22 septembre.

Mais malgré l'accord intervenu entre leaders démocrates et républicains au Congrès, ce texte a été d'abord rejeté par la Chambre des Représentants qui l'a finalement accepté, dans une version légèrement modifiée par le Sénat, ce qui a permis son adoption par le Congrès le 3 octobre.

Ces incertitudes ont fragilisé le secteur bancaire américain comme en a témoigné l'annonce d'un rachat de Wachovia par Citigroup, regroupement encouragé par la FED mais finalement dépassé par une opération de marché à travers laquelle s'est réalisée une fusion Wells Fargo-Wachovia. Parallèlement en Europe devaient être notées fin septembre-début octobre des opérations de rachat portant notamment sur Fortis (un apport de 13 milliards €) par les gouvernements belge, néerlandais et luxembourgeois le 28 septembre) sur Bradford and Bingley, la *building society* britannique reprise, également le 28 septembre, par le Trésor britannique et sur HRE, banque hypothécaire bénéficiant d'un plan de sauvetage de 35 milliards € associant les pouvoirs publics et les grandes banques allemandes.

3^{ème} Partie – LA NOUVELLE DIMENSION DE LA CRISE ET LES REPONSES APORTEES

(octobre 2008 – décembre 2008)

Dans ce contexte et dans la perspective des réunions du G7 et du FMI à Washington, le président français après avoir organisé le 4 octobre 2008 une réunion au Sommet des quatre pays européens (France, Allemagne, Royaume Uni, Italie), membres du G7, a réuni un Sommet des pays de la zone euro affirmant qu'aucune banque européenne ne ferait faillite et que tout déposant européen serait couvert par des garanties appropriées, tout en demeurant vague sur les soutiens à apporter aux banques ce qui avait déçu les marchés. En trois étapes, de mi-octobre à mi-novembre, des réponses compatibles ont finalement été apportées par les pouvoirs publics.

1. Il s'est agi d'abord du plan coordonné de soutien aux banques mis en place après les accords intervenus au niveau international et au niveau européen, avec notamment la définition des programmes européens lors du Conseil des chefs d'Etat et de gouvernement de l'Union européenne, le 12 octobre.

Ces programmes nationaux de soutien public au secteur bancaire (cf. tableau ci-dessous) alors mis en place présentent les caractéristiques comparées suivantes pour les trois piliers (apports en capital, garantie d'Etat aux dettes à court et moyen terme des banques, rachats d'actifs compromis) qui fondent ces programmes.

Sur ces bases le Trésor américain a pu apporter en octobre 2008 125 milliards \$ aux neuf banques principales et, en discussion, aux banques régionales pour un montant total de 125 milliards \$ également, et le gouvernement britannique 15 milliards £ à trois banques RBS, Lloyds TSB, et HBOS, Barclays ayant décliné l'offre, le gouvernement français 40,5 milliards € à six banques, le gouvernement néerlandais 10 milliards € au bancassureur ING, auxquels est venu s'ajouter un soutien à l'assureur Aegon, le gouvernement suisse 6 milliards de francs

suisse à UBS, le Crédit suisse ayant décliné son offre, cependant que les recours des banques allemandes et des banques italiennes à de tels apports publics étaient toujours en discussion, la Commission qui avait notamment approuvé le plan français, n'ayant approuvé que le 23 décembre les programmes allemand, belge, britannique et espagnol.

**PROGRAMMES DE SOUTIEN PUBLIC AUX BANQUES
MIS EN PLACE DANS LES DIFFERENTS PAYS**
(en milliards d'unités monétaires nationales)

Pays	Garanties apportées au financement des banques sur le marché	Injections de fonds propres	Rachats d'actifs	Autres
Etats Unis (\$) (a)	1.400	250	450	198
Royaume Uni (£)	250	50		349
Zone euro (€)				
Autriche	85	15		
Belgique	(b)	4,4	25	
France	320 (b)	41		320 (b)
Allemagne	400	130		
Grèce	75	5		
Irlande	(b)			
Italie	(b)	(b)		
Pays Bas	200	46,8		
Portugal	20			
Espagne	100		50	
Autres pays				
Norvège (NRK)			350	
Suède (SEK)	1.500			
Suisse (CHF)		6	60	
Canada (CAD\$)	(b)		25	
Danemark (DKK)	(b)			
Islande (ICK)		(nationalisation de 3 banques)		
Australie (AS)			8	
Corée du Sud (KRW)	100	1.000	10.800	
Total en milliards de £	2.927	395	397	754

- (a) estimations sur deux ans faites en octobre 2008, le programme ayant ensuite été réorienté des rachats d'actifs vers l'injection de fonds propres.
(b) à déterminer ou préciser.

Source : Banque d'Angleterre, *Financial Stability Report*, octobre 2008

Si les contraintes globales se desserraient, d'autant que les principales banques centrales renforçaient leurs accords mutuels de *swaps*, procédaient à des baisses concertées des taux d'intérêt et mettaient en place de nouveaux dispositifs d'apports de liquidité au marché, les

conditions mises dans certains pays au recours des banques à des fonds publics, freinaient toutefois la solution des cas individuels¹².

Par ailleurs, la politique monétaire s'est activement orientée vers le soutien à l'économie. La décision la plus significative a été celle prise par la FED le 16 décembre qui a abaissé son taux directeur de 1% à une cible 0%-0,25% en se déclarant prête à renforcer en outre son dispositif quantitatif, en direction notamment des titres hypothécaires, mouvement qui a été suivi par la Banque du Japon, ramenant son taux directeur de 0,30% (niveau où il avait été abaissé en novembre, contre 0,50% antérieurement) à 0,10%. La Banque centrale européenne avait pour sa part procédé, le 4 décembre, à un abaissement de son taux directeur de 3,5% à 2,5% (contre 2%, depuis également le début du mois de décembre, pour la Banque d'Angleterre).

Simultanément, bien que certaines aient fait usage de l'assouplissement, tant aux Etats Unis qu'en Europe, de l'application du principe de *fair value* dans les normes comptables applicables aux banques, de nouvelles et fortes dépréciations d'actifs étaient constatées aux Etats Unis (AIG et Fannie Mae) et en Europe (banques suisses et, à un moindre degré, banques allemandes et certaines banques françaises).

Bien que le marché fût sorti de sa paralysie, l'évolution demeurait ainsi contrastée, dans un environnement marqué par des révisions continûment à la baisse des perspectives de croissance économique.

2. Il s'est agi ensuite du programme européen de soutien à l'activité économique, proposé en novembre 2008 par la Commission et adoptée le 12 décembre par le Conseil européen, avec les caractéristiques suivantes :

¹² Selon une étude présente en décembre 2008 par *Dealogic*, les concours publics apportés aux banques se comparaient comme suit fin novembre :

- Etats Unis y compris concours extérieurs au plan Paulson : AIG 40 milliards \$ (11 novembre) ; Citigroup 25,0 (28 octobre) ; Wells Fargo 25,0 (28 octobre) ; JP Morgan 25,0 (28 octobre) ; Citigroup 20,0 (24 novembre) ; Bank of America 15,0 (28 octobre) ; Freddie Mac (14 octobre) ; Merrill Lynch 10,0 (28 octobre) ; Goldman Sachs 10,0 (28 octobre) ; Morgan Stanley 10,0 (28 octobre) ; US Bancorp 6,6 (14 novembre) ; Capital One Financial 3,6 (14 novembre) ; Suntrust Bank 3,5 (14 novembre) ; Regions Financial (14 novembre) ; BB&T 3,1 (14 novembre) auxquels se sont ajoutés en décembre American Express 3,4 ; et le secteur automobile, y compris GMAC 17,4 ;
- comparaisons internationales (montants en capital investis ou engagés en 2008) : Etats Unis 242,2 milliards \$; Royaume Uni 60,6 ; Pays Bas 42,4 ; Belgique 24,1 ; Allemagne 16,5 ; autres pays 5,4.

- un plan de stimulation fiscale atteignant 1,5 % du PIB de l'UE, soit 200 milliards €, dont 170 en provenance des budgets nationaux (soit 1,2 % du PIB de l'UE), et 30 (0,3 % du PIB) provenant de l'UE et de la Banque européenne d'investissement,
- des programmes nationaux respectant les ordres de grandeur ainsi définis, mais pouvant se référer à une vaste série de moyens : soutien aux infrastructures et lancement de programmes d'investissement (la plupart des pays, dont la France et l'Allemagne), des aides aux entreprises sous la forme d'allègements fiscaux ou de récupération anticipée de créances fiscales (notamment en France et en Allemagne), allègement de l'impôt sur le revenu et aides aux personnes défavorisées (notamment en Italie), baisse de la TVA (Royaume Uni, ramenant son taux à 13,5%),
- le maintien d'une surveillance de la Commission au titre des critères du Pacte de stabilité de croissance, les dépassements éventuels des seuils n'ayant désormais à être corrigés qu'après 2010.

Parallèlement le Japon annonçait un plan budgétaire de soutien très significatif¹³ et la nouvelle administration américaine se préparait à faire voter fin janvier ou au début de février 2009 par le Congrès un nouveau plan de soutien de l'ordre de 700 à 900 milliards de dollars.

2. En outre, le 15 novembre 2008, s'est tenu sur la régulation financière un Sommet des pays du G20¹⁴. Dans son communiqué (voir encadré ci-après) qu'accompagnait une note à l'intention des ministres recensant des directions d'actions précises dans la perspective du nouveau G20 appelé à se réunir à Londres le 2 avril 2009, l'accent était mis sur les prises de risque excessives, l'extension souhaitable de la régulation à tous les

¹³ Le gouvernement japonais a adopté le 14 Décembre le projet de budget pour 2009, le plus élevé de l'histoire du pays, à 88.600 milliards de yens (700 milliards €). L'enveloppe prévue marque l'abandon de l'austérité budgétaire à laquelle s'était astreint le Japon depuis huit ans. La Banque du Japon a fait preuve, également, le 19 décembre, d'audace, en ramenant les taux au jour le jour de 0,3% à 0,1%. Le gouvernement promet encore qu'il rétablira à l'équilibre son budget primaire (hors charge de la dette) d'ici à 2011, mais cet objectif est devenu conditionnel selon le ministre de la Politique économique, la dette publique représentant aujourd'hui vingt ans de recettes fiscales.

¹⁴ Créé en 1999 après les crises asiatique et russe, le G20, outre les pays membres du G7 et l'Union européenne, rassemble quatre pays asiatiques (Chine, Inde, Indonésie, Corée du Sud), trois pays d'Amérique latine (Argentine, Brésil, Mexique), l'Arabie saoudite, la Russie, l'Afrique du Sud, l'Australie et la Turquie.

marchés, produits et acteurs financiers, l'information et la transparence, la prise en compte par le FMI et la Banque mondiale du poids respectif des pays membres.

ANALYSE DU COMMUNIQUE DU G20

Le communiqué du sommet du « sommet sur les marchés financiers de l'économie mondiale » (le G20), publié le 15 novembre, après une analyse des causes de la crise et un rappel des mesures déjà prises, appelle à une réponse plus large et à une coopération macroéconomique plus étroite.

En ce qui concerne la réforme des marchés financiers, il retient les principes suivants : transparence et responsabilité, en harmonisant les incitations afin d'éviter les prises de risque excessives ; soumission de tous les marchés, produits et acteurs financiers à une régulation ou une surveillance selon les cas, en veillant à ne pas étouffer l'innovation et à encourager le développement des échanges de produits et services financiers ; intégrité des marchés en poursuivant l'échange d'informations, « notamment en ce qui concerne les juridictions qui ne se conforment pas encore aux normes internationales en matière de secret bancaire et de transparence » ; réforme des institutions financières internationales (prise en compte par le FMI et la Banque mondiale de l'évolution des poids économiques respectifs, ouverture du FSF à de nouveaux pays). Trois ministres des finances du G20 (Brésil, Royaume Uni, Corée) piloteront le processus et le calendrier correspondants en faisant rapport au G20 avant la fin mars 2009.

Le G20 rappelle l'engagement collectif en faveur d'une économie mondiale ouverte, en rejetant les mesures protectionnistes et en concluant positivement le cycle de DOHA, réaffirme l'importance des objectifs du millenium pour le développement en matière d'aide, confirme son engagement dans le traitement des autres défis majeurs (énergie, climat, sécurité alimentaire, état de droit, luttés contre le terrorisme, la pauvreté et les maladies).

Le communiqué est accompagné d'un « plan d'action pour la mise en œuvre des réformes » en retenant pour les actions immédiates, d'ici au 31 mars 2009, les éléments suivants : normes comptables ; mise au point par les organismes du secteur privé de bonnes pratiques uniformisées, dont les gouvernements évalueront la pertinence ; atténuation de la procyclicité en réexaminant la valorisation, l'effet de levier, le capital des banques, la rémunération des cadres, le provisionnement ; application par les agences de notation, soumises désormais à enregistrement de normes établies par l'OICV et exigence renforcée de fonds propres en matière de crédits structurés et de titrisation ; recommandations plus exigeantes en matière de liquidité, de gestion des risques et de contrôle préalable ; création de collèges de surveillance pour tous les grands groupes financiers internationaux ; renforcement de la coopération FMI/FSF ; apport au FMI et aux banques multilatérales des ressources nécessaires à leurs interventions ; rétablissement de l'accès aux crédits et aux capitaux privés des pays émergents et en développement.

Sur la base de premiers échanges de vue préparatoires, il apparaît que le sommet du G20 qui se réunira à Londres le 2 avril devrait notamment examiner les problèmes posés par les normes comptables, par les effets de levier, par les rémunérations incitatives à la prise de risque, par les marchés, acteurs et territoires échappant actuellement à la réglementation, par la prévention internationale coordonnée des crises. La titrisation, aujourd'hui interrompue alors qu'elle représentait une source essentielle de financement¹⁵ pourrait s'ajouter à cette liste.

Au niveau des politiques à mettre en œuvre, les enseignements des développements les plus récents paraissent en outre conduire aux recommandations suivantes :

- être plus vigilant sur les effets de levier globaux que ne prend pas en compte Bâle II, mais qu'imposent encore les règles américaines et que vient de suggérer la Banque nationale suisse ;
- faire un point sur les marchés hypothécaires européens, à la lumière des crises anglaise, espagnole et irlandaise ;
- faire aboutir rapidement les nouveaux ratios de liquidité, en veillant à restaurer au niveau des fonds monétaires (qui, avant la crise, finançaient les banques américaines, elles mêmes empruntant aux banques européennes) une alimentation régulière du marché monétaire ;
- appliquer le calendrier d'affichage des pertes réelles (problèmes que compliquent les débats sur la *fair value*) et de reconstitution des fonds propres (fusions-acquisitions, fonds de *private equity*, fonds souverains, y compris européens, appels au marché) ;
- relancer les instruments complémentaires de refinancement par la transposition aux Etats-Unis des *covered bonds* européens et la ratification, en Europe, du cadre des opérations de titrisation, en y incluant notamment une obligation pour le prêteur initial de conserver, tout au long de la chaîne, une partie du risque.

4. Cette perspective d'une nouvelle réunion du G20 et des réunions ministérielles qui l'ont précédée fin 2008¹⁶, et la précéderont début 2009

¹⁵ Il y a trente ans les banques assuraient directement les trois quarts des crédits, proportion ramenée dans la dernière décennie à un tiers.

¹⁶ Réunis de manière informelle à Paris, le 18 décembre 2008, les ministres des Finances européens ont en particulier procédé à de premiers échanges de vue sur la préparation du G20 d'avril. En ce qui concerne

a conduit à élaborer un premier document, intitulé *Vingt propositions pour le G20* (voir encadré ci-après) qui sera examiné au printemps 2009 par le CAEFA afin d'attester de la convergence des vues franco-allemandes sur les aspects financiers alors qu'une même convergence ne s'est pas pleinement manifestée sur les aspects économiques. Bien que la crise ait connu en novembre et en décembre de nouveaux développements (interventions des gouvernements français, belge et luxembourgeois en soutien de Dexia, remise en cause du dispositif adopté pour Fortis, en distinguant désormais une partie néerlandaise nationalisée, et une partie belgo-luxembourgeoise, qui, sous réserve de procédures judiciaires en cours, devrait être reprise pour l'essentiel par BNP Paribas, impact du scandale Madoff – une perte potentielle comprise entre 30 et 50 milliards de dollars frappant notamment des *hedge funds*, mais aussi des banques qui s'étaient révélées peu exposées à la crise du *subprime* telles le Banco Santander ou BNP Paribas –, la ligne adoptée en octobre 2008 paraît en effet conserver toute son actualité.

—

les ressources du FMI, ils ont laissé ouvertes toutes les options (augmentation des quotas, emprunts auprès des Etats membres, émissions d'obligations ou d'autres instruments financiers). Ils ont demandé au Conseil monétaire et financier du FMI de travailler en direction d'un audit beaucoup plus régulier de la situation macro-prudentielle et macro-économique de chacun des pays pour alimenter un dispositif d'alerte préventive.

Enfin, ils ont invité le FSF à recenser des éléments factuels concernant les centres financiers non coopératifs afin de produire des recommandations susceptibles d'être utilisées dans la lutte contre ces centres.

Il est précisé que le FMI a été appelé en 2008 à soutenir une douzaine de pays : Ukraine (16,5 milliards \$), Hongrie (un paquet global de 15,7 milliards \$, y compris Union et européenne et Banque mondiale), Pakistan (7,6 milliards \$), Islande (2 milliards \$), Serbie (0,5 milliards \$), pour les concours déjà mis en place ; Turquie (25 milliards \$), Biélorussie (2 milliards \$), Bulgarie, Roumanie, Etats baltes, pour les accords en négociation.

VINGT PROPOSITIONS POUR LE G20

—

A. UNE INFORMATION ADEQUATE SUR LES PRODUITS ET LES TRANSACTIONS Y COMPRIS SUR LES MARCHES DE GRE A GRE.

1. Limiter la pro cyclicité des normes comptables tout en veillant à ce que des informations plus détaillées soient présentées en annexe aux comptes pour faciliter les comparaisons entre les différents acteurs, en matière notamment de classification des actifs.
2. Etablir des règles communes en matière de prise en compte et de couverture des éléments hors bilan.
3. Harmoniser les règles d'intervention sur les marchés organisés, notamment en ce qui concerne les ventes à découvert et les franchissements de seuils.
4. Assurer pour les transactions de gré à gré une information suffisante des participants aux marchés ; dès lors que ces transactions atteignent une certaine dimension, ce qui est le cas par exemple, aujourd'hui, du marché des *credit default swaps*, devrait en outre être assurées la standardisation des produits et la mise en place d'une ou deux contreparties centrales pour conférer une plus grande sécurité aux transactions.

B. COHERENCE DANS LA SUPERVISION DES ETABLISSEMENTS

5. Mettre en place une supervision ou une surveillance pour les produits, les marchés, les acteurs, les pays non actuellement couverts.
6. Laisser au dispositif une certaine souplesse, en laissant un rôle aux codes de conduite professionnels.
7. Assurer un degré de supervision tenant compte de l'importance relative des acteurs et des risques qu'ils peuvent faire courir : *non banks*, *hedge funds* (avec en particulier des obligations d'information concernant leurs portefeuilles) et, éventuellement, fonds de *private equity*, notamment ceux tournés vers les LBOs.
8. Assurer une symétrie dans l'enregistrement des agences de notation (désormais prévu dans l'Union européenne comme aux Etats Unis) et dans les règles qu'elles auront à respecter.

C. RISQUES SYSTEMIQUES

9. Maîtriser les effets de contagion liés à la dispersion des produits de titrisation, en définissant mieux le rôle de l'institution émettrice et en adoptant au niveau mondial des normes minimales pour la distribution du crédit, notamment hypothécaire.
10. Renforcer pour les banques les exigences en matière de liquidité et harmoniser la définition des capitaux propres et la pondération des risques.
11. Imposer des règles plus contraignantes en matière de concentration des risques.

12. Assurer une supervision des principaux groupes transfrontières en mettant en place des collèges de régulateurs, avec des responsabilités particulières pour la *home country* et la principale *host country*; simultanément veiller à une information précise et continue, portant notamment sur les collatéraux à destination de l'ensemble des membres du collège concerné.

D. CONTROLES INTERNES

13. Eviter les modes de rémunération des opérateurs de marché incitant à la prise excessive de risque et à la recherche de performances à court terme.

14. Lier la rémunération des dirigeants aux performances effectives, à moyen terme, avec prise en compte d'éventuelles dépréciations d'actifs.

15. Mettre en place des procédures de contrôle interne assurant notamment que les banques et les investisseurs institutionnels procèdent à leurs propres *due diligences* en matière d'évaluation des risques, notamment sur les produits dérivés et les produits structurés, en ne s'en remettant plus exclusivement au rating par les agences de notation.

16. Exiger des acteurs financiers, des entreprises de marché et des agences de notation qu'ils publient un rapport périodique, harmonisé, sur le contrôle interne et ses procédures.

E. ARCHITECTURE INTERNATIONALE

17. Bien distinguer le niveau international, où s'élaborent des propositions communes, et le niveau national ou régional (Union européenne) où peuvent être mises en place des obligations juridiques contraignantes.

18. Demander au Comité de Bale d'aboutir rapidement à des définitions communes en matière de fonds propres, de pondération des risques, de maîtrise de l'effet de levier.

19. Demander à l'IOICV de veiller à la compatibilité et à la cohérence des informations fournies aux marchés.

20. Institutionnaliser, sous l'égide du G20, le Forum de stabilité financière, en élargissant sa composition, et assurer une bonne coordination de ses travaux avec ceux du FMI, tournés vers l'analyse macroéconomique, ce qui inclut les risques systémiques décelés par le FSF.

4^{ème} Partie – LA CRISE ECONOMIQUE ET L'EVOLUTION RECENTE DES DONNEES ECONOMIQUES ET FINANCIERES (à fin 2008)

A. LES ANALYSES INITIALES

Sur la base d'une présentation par le Dr. Stefan Kooths, DIW, le groupe de travail a, lors de sa réunion le 5 février 2008 à Paris, procédé à un échange de vue sur les conséquences économiques de la crise pour la zone euro et notamment pour l'Allemagne et pour la France. Les analyses du Dr. Stefan Kooths faisaient apparaître les éléments suivants :

a. Prix de marché des actifs et richesse économique

Les prix de marché des actifs ne sont pas nécessairement représentatifs de la richesse économique, qu'il s'agisse des actifs immobiliers (en 2007, 5.700 milliards € pour l'Allemagne, pour lesquels les effets sont de sens inverse pour les propriétaires et pour les locataires, ou des autres actifs (6.300 milliards € en Allemagne) comprenant notamment les portefeuilles actions (800 milliards € pour l'Allemagne), pour lesquels sont pris en compte les évolutions sur moyenne période (+ 24,4 % sur quatre ans et + 17,2 % sur dix ans pour le Dax 30, les chiffres correspondants pour le CAC 40 étant respectivement de + 7,0 % et de + 16,7 %) et les avoirs en créances, titres obligataires ou produits dérivés où les bénéfices de certains sont dans l'ensemble compensés par les pertes des autres (à l'exception des actifs étrangers). Cela signifie au niveau des actifs totaux (12.000 milliards € en Allemagne et environ 60.000 milliards € pour la zone euro dans son ensemble) une certaine inertie de la richesse économique perçue par rapport à l'évolution des valeurs de marché, avec, en conséquence, un lien économique entre la fluctuation des valeurs de marché (immobilier, actions) et les comportements des consommateurs relativement limité.

b. Réponse des différents secteurs aux fluctuations de la richesse

La perception d'une évolution de la richesse est susceptible d'avoir au niveau des ménages un effet sur la consommation privée et la construction résidentielle et au niveau des entreprises sur l'investissement

(construction et équipement) mais, en Allemagne et en France en tout cas, le lien empirique est faible et en conséquence, l'impact à ce titre de la crise des *subprimes* pourrait ne pas être très significatif.

c. Impact sur le système financier

L'impact sur le système financier est susceptible de se manifester à deux niveaux : la capacité de crédit (base monétaire et base en capital des banques), et, à travers les phénomènes de confiance, les taux d'intérêt,

On pouvait noter sur ces deux points, les éléments suivants :

- la base monétaire n'était pas affectée par la crise ;
- les dépréciations d'actifs enregistrées par les institutions financières monétaires ne représentaient que 1 % de leur base en capital (16 milliards €)¹⁷ ;
- début 2008 n'était pas constaté un impact marqué de la crise sur l'offre (capacité de prêts) et la clientèle (taux d'intérêt plus élevés liées à la crise de confiance interbancaire).

Ces éléments expliquaient que la distribution de crédits ne se soit pas ralentie au 1^{er} trimestre 2008 dans la zone euro.

En ce qui concerne les taux d'intérêt on ne notait pas non plus fin mai de relèvement des taux d'intérêt pour la clientèle, lié à la crise de confiance.

d. Les attentes

Alimentée par le flot des informations (dont beaucoup en provenance de l'industrie financière elle-même), la confiance du public évolue, Mais en ce qui concerne les ménages, où le sentiment du consommateur est un

¹⁷ Le bilan non consolidé des banques de la zone euro établi par la BCE se présente en effet comme suit (en milliards d'euros, décembre 2007) :

- actif : prêts à des résidents de la zone euro, 16,9 (dont institutions financières monétaires, 5,8, gouvernements 1, autres 10,1 dont entreprises non financières 4,3, ménages 4,8, institutions monétaires non financières 0,7, divers 0,3) ; titres en portefeuilles (zone euro) 5,3 (dont actions 1,3, titres publics 1,2, institutions financières monétaires 1,7, autres 1,1) ; actifs étrangers 4,9 ; divers 2,3 ; total 29,4 ;
- passif : dépôts des résidents de la zone euro 15,1 (dont institutions financières monétaires 6,1, gouvernements 0,1, autres 8,9) ; titres de dette émis par les banques de la zone euro 4,6 ; passif étranger 4,5 ; autres engagements 4,0 ; capital et réserves 1,7 ; total 29,4.

Ces chiffres font apparaître un *ratio* fonds propres/prêts (autres qu'interbancaires) de 1,7 à 10,1 soit un coefficient de 6.

indicateur retardé et en ce qui concerne les entreprises, où l'indicateur allemand du climat des affaires (IFO) est un indicateur concomitant (mais non précurseur), on pouvait noter que l'indicateur économique (IFO) était beaucoup plus robuste que l'indicateur financier (ZEW) avec les estimations comparées suivantes :

- IFO : janvier 2007 + 15 ; mai 2007 + 15 ; janvier 2008 + 8 ;
- ZEW : janvier 2007 - 5 ; mai 2007 + 25 ; janvier 2008 - 40.

e. Aspects additionnels

Par ailleurs, auraient à être pris en compte dans les évolutions futures :

- l'influence du déficit extérieur américain qui appelle un accroissement de l'épargne privée domestique aux Etats-Unis ;
- les apports à attendre des fonds souverains, à resituer dans ce contexte.

Certains membres du groupe avaient toutefois estimé que l'influence des Etats-Unis sur la conjoncture mondiale, et notamment celle de la zone euro, risquait d'être significative. Mais le groupe, dans son ensemble, avait fait siennes les analyses du Dr. Stefan Kooths, en recommandant toutefois une mise à jour périodique de l'évolution des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages dans l'Union européenne et dans la zone euro.

B. L'ACTUALISATION DES ANALYSES

C'est à une telle évaluation que le Dr Stefan Kooths a procédé en juin 2008 pour constater que l'impact de la crise sur les aspects monétaires en Allemagne et en France demeurait limité, mais que les influences extérieures (les aspects additionnels) jouaient un rôle très significatif dans les évolutions avec notamment l'impact du prix du pétrole et des autres matières premières, et l'interconnexion commerciale, financière et monétaire entre les Etats Unis et l'Europe. Il apparaissait déjà que des pays comme le Royaume Uni, l'Espagne ou l'Italie pourraient constater une récession, ce qui ne serait pas nécessairement le cas de tous les pays.

Le Dr Kooths, enfin, a présenté au séminaire de janvier 2009 ses nouvelles perspectives, actualisant les développements consacrés à l'évolution des agrégats monétaires et bancaires et mettant en lumière les différences structurelles entre l'Allemagne et la France en termes notamment de composantes de la demande, différences qui sous-tendent les approches des deux pays en ce domaine.

En ce qui concerne les agrégats monétaires et bancaires, le Dr Kooths a rappelé que les pertes et dépréciations d'actifs depuis le début de la crise se sont élevées à 732 milliards de \$, dont 10 % pour l'Allemagne, 4 % pour la France, 4% pour les autres pays de la zone euro, et 10 % pour les autres pays de l'Union européenne, essentiellement le Royaume Uni.

En ce qui concerne l'évolution des PIB, après avoir rappelé les perspectives de croissance trimestrielle retenues par le DIW, perspectives qui font apparaître, tant pour la France que pour l'Allemagne, des chiffres de croissance négatifs au 4^{ème} trimestre 2008 et aux 1^{er} et 2^{ème} trimestres 2009, suivis d'une croissance faible aux 3^{ème} et 4^{ème} trimestres 2009, puis une reprise s'accroissant de trimestre en trimestre en 2010, le Dr Kooths a rappelé les mesures prises en Europe au titre du soutien budgétaire à l'économie, en notant qu'il était difficile de distinguer ce qui était effet ou remède liés à la crise financière, et ce qui correspondait à un réajustement mondial plus global, avec en particulier la nécessaire progression du taux d'épargne aux Etats-Unis.

Par ailleurs, l'Allemagne est plus vulnérable aux chocs transmis de l'extérieur avec des exportations représentant une proportion plus élevée du PIB qu'en France, avec en 2007 un solde positif de la balance commerciale atteignant 7 % du PIB en Allemagne contre un déficit d'au moins 2 % du PIB en France.

En outre, le poids du secteur public, qui atteint 54 % en France contre 47 % en Allemagne, peut jouer un rôle compensateur en période de crise. Cet effet apparaît notamment au niveau des soldes publics au sens de Maastricht où, à l'exception de 2003, les déficits en % du PIB ont été plus élevés en France qu'en Allemagne, avec notamment en 2007 un équilibre des comptes publics en Allemagne et un déficit français proche du seuil de 3 %.

Parallèlement les banques ont levé dans le monde pour renforcer leurs fonds propres 789 milliards \$ (dont Allemagne 7%, France 5 %, autres pays de la zone euro 7%, autres pays de l'UE 21%). Une comparaison directe entre la France et l'Allemagne montre que les pertes en Allemagne ont représenté 2 % du PIB contre 1 % pour la France, et que les montants levés en capital ont été en France légèrement supérieurs aux pertes et dépréciations alors que la situation était inverse en Allemagne.

Les pertes brutes ou nettes ainsi constatées ne se retrouvent cependant pas en comptabilité nationale et donc dans la mesure du PIB ; en effet ne concourt au PIB que la valeur ajoutée du secteur, c'est-à-dire la production des services financiers, les dépréciations et pertes au sein du secteur financier étant enregistrées dans les comptes financiers et non dans la valeur ajoutée.

Mais bien entendu dans un second temps, la baisse des intérêts perçus sur les actifs financiers a un impact sur la valeur ajoutée du secteur.

En tout état de cause, la part du secteur financier dans le PIB est très inférieure en France et en Allemagne à celles constatées au Royaume Uni et aux Etats-Unis avec, en données 2006, les parts relatives suivantes :

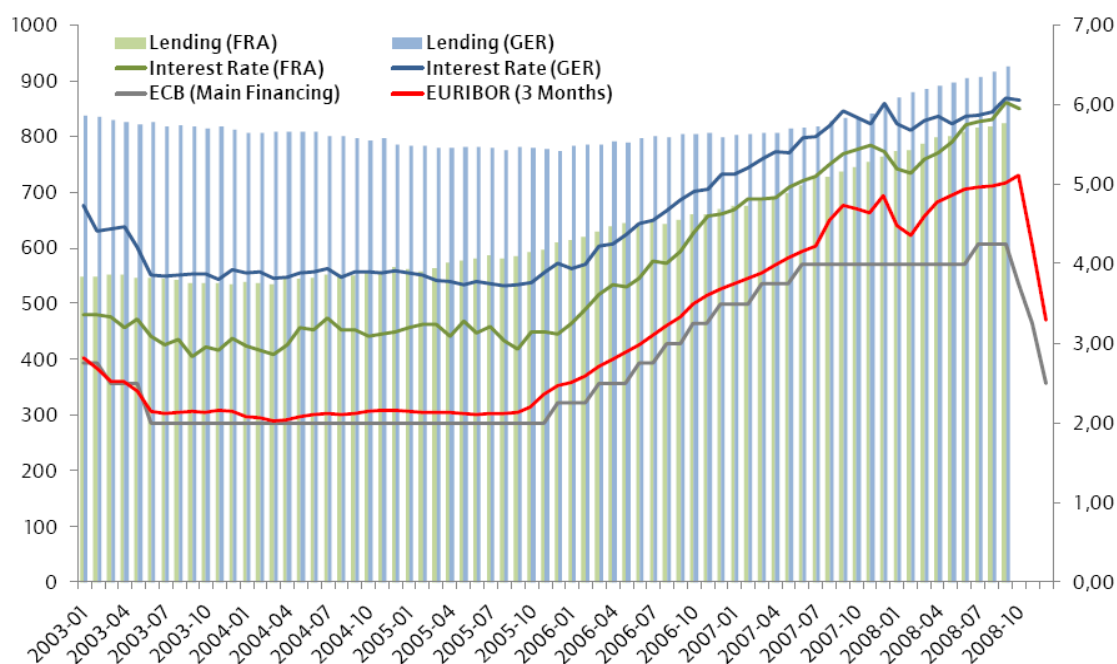
- France : 4,5 % ;
- Allemagne : 4,2 % ;
- Suisse : 12% ;
- Royaume Uni : 8,2% ;
- Etats Unis : 8%.

L'impact de la crise financière sur l'évolution du PIB n'est donc pas lié à la variation de la valeur ajoutée du secteur, mais au rôle du secteur bancaire comme intermédiaire financier.

Comme le montre le graphique ci-dessous, l'encours de crédits bancaires aux entreprises non financières est resté stable de juillet 2007 à octobre 2008, tant en France qu'en Allemagne, avant que ne s'enclenche la vague de baisse des taux d'intérêts des banques centrales.

Lending to non-financial corporations

Credit volume in bn Euro (left scale), interest rates in percent (right scale)



Cette action des banques centrales s'est accompagnée d'interventions quantitatives massives au niveau de la base monétaire, d'une utilisation large des facilités de dépôts auprès des banques centrales et d'un raccourcissement de la durée des prêts sur le marché interbancaire. Il est clair que le monde bancaire ne sera pas le même après la crise avec une meilleure prise de conscience des risques et des attentes moindres en terme de retour sur capital. La seule certitude est que la prochaine crise ne sera pas due à des « *AAA- rated subprime mortgage CDOs* ».

C. LES DONNEES ECONOMIQUES ET FINANCIERES RECENTES

4. Outre les problèmes de régulation financière, le G20 ne pourra pas ne pas évoquer également la situation économique internationale, marquée, comme l'indiquent les tableaux ci-après, par une révision à la baisse des perspectives de croissance économique dans toutes les zones, le concept de découplage ayant perdu son actualité.

L'évolution des prévisions de croissance présentées par le FMI est à cet égard éclairante :

EVOLUTION DES PREVISIONS DU FMI

(% de croissance du PIB en moyenne annuelle)

	Monde	Pays avancés	dont Etats-Unis	Japon	RU	zone euro	Pays émergents
Prévisions pour 2008							
avril 2008	3,7	1,3	0,5	1,4	1,6	1,2	6,7
juillet 2008	4,1	1,7	1,3	1,5	3,8	1,7	6,9
octobre 2008	3,9	1,5	1,6	0,7	1,0	1,3(a)	6,9
Prévisions pour 2009							
avril 2008	3,8	1,3	0,8	1,9	1,2	1,2	6,6
juillet 2008	3,9	1,4	0,8	1,5	1,7	1,2	6,7
octobre 2008	3,0	0,5	0,1	0,5	- 0,1	0,2 (a)	6,1

(a) dont Allemagne 1,8 en 2008, et 0,0 en 2009 ; France 0,8 en 2008 et 0,2 en 2009.

Après les avoir relevés en juillet 2008 compte tenu des bons résultats américains au 1^{er} trimestre 2008, le FMI a ainsi dans la seconde partie de l'année fortement révisé à la baisse ses prévisions de croissance avec, pour 2009, un chiffre quasi nul pour les Etats-Unis et la zone euro, et un chiffre négatif pour le Royaume Uni, évolution adverse que connaissent également les pays émergents.

En outre, dans ses analyses ultérieures par pays, le FMI a indiqué qu'il se préparait à des chiffres plus faibles, comme c'est le cas également pour l'OCDE.

Par ailleurs, au niveau des indicateurs conjoncturels, pouvaient être notés les chiffres suivants :

PAYS DEVELOPPES – INDICATEURS RECENTS

	PIB (1)		Prévisions PIB (2)		Production industrielle (3)	Prix à la consommation (4)	Taux d'intérêt à 3 mois (29 décembre 2008)	Evolution bourse 31/12/07-29/12/2008 (5)	
	(A)	(B)	2008	2009				en monnaies nationales	en dollars
Etats Unis	-0,5	+0,7	+1,3	-1,0	-5,5	+1,1	0,44%	-36,0%	-36,0%
Japon	-1,8	-0,5	+0,3	-0,2	-16,2	+1,0	0,62%	-42,9%	-29,2%
Zone euro	-0,8	+0,7	+0,9	-0,9	-5,3	+2,1	2,97%	-47,0%	-48,4%
Royaume Uni	-2,0	+0,3	+0,8	-1,4	-5,2	+4,1	1,86%	-33,1%	-51,1%
(p.m. monde)								(-44,7%)	(-44,7%)

- (1) 3^{ème} trimestre 2008 en rythme annuel (A) et en glissement (B) par rapport au 3^{ème} trimestre 2007.
- (2) Consensus des analystes (*The Economist*, 3 janvier 2009. Par rapport aux prévisions au 30 novembre 2008, ces nouvelles prévisions marquent pour 2008 un recul de - 0,2 pour les Etats-Unis, de - 0,2 pour la zone euro, de - 0,3 pour le Royaume Uni et de - 0,5 pour le Japon.
- (3) Glissement annuel, novembre 2008, sauf Royaume Uni, zone euro, octobre 2008.
- (4) Glissement annuel, novembre 2008.
- (5) Indices boursiers : Etats-Unis S&P 500 ; Japon Nikkei 225 ; zone euro FTSE EURO 100 ; Royaume Uni FTSE 100 ; Monde MSCI.

ZONE EURO – INDICATEURS RECENTS

	PIB (1)		Prévisions PIB (2)		Production industrielle (3)	Prix à la consommation (4)	Taux d'intérêt à 3 mois (29 décembre 2008)	Evolution bourse 31/12/07-29/1122008 (5)	
	(A)	(B)	2008	2009				en euros	en dollars
Allemagne	-2,1	+0,8	+1,4	-1,0	-3,9	+1,4		-41,7%	-43,2%
France	+0,5	+0,5	+0,9	-0,7	-7,2	+1,6		-44,2%	-45,7%
Italie	-2,1	-0,9	-0,3	-1,1	-6,9	+2,7		-50,3%	-51,6%
Espagne	-0,9	+0,9	+1,3	-1,1	-11,2	+2,4		-41,6%	-43,2%
Zone euro	-0,8	+0,7	+0,9	-0,9	-5,3	+2,1	2,97%	-47,0%	-48,4%
(p.m. monde)									(-44,7%)

- (1) 3^{ème} trimestre 2008 en rythme annuel (A) et en glissement (B) par rapport au 3^{ème} trimestre 2007.
 (2) Consensus des analystes (*The Economist*, 3 janvier 2009). Par rapport aux prévisions au 30 novembre 2008, ces prévisions font apparaître pour 2008 les différences suivantes : Allemagne - 0,4 ; France - 0,3 ; Italie - 0,3 ; Espagne - 0,1 ; zone euro - 0,2.
 (3) Glissement annuel, octobre 2008.
 (4) Glissement annuel, novembre 2008.
 (5) Indices boursiers : Allemagne DAX ; France CAC 40 ; Italie S and P/MIB ; Espagne Madrid SE ; Zone euro FTSE Euro 100.

Enfin, au niveau des données financières, pouvaient être notées les évolutions caractéristiques suivantes :

EVOLUTION DE L'EURO PAR RAPPORT AUX PRINCIPALES MONNAIES

Euro	contre			
	dollar	yen	sterling	franc suisse
3 Janvier 2008	1,470	161,2	0,746	1,641
31 Mars 2008	1,585	157,7	0,797	1,584
30 Juin 2008	1,575	167,0	0,792	1,604
30 Septembre 2008	1,404	149,1	0,788	1,575
17 Novembre 2008	1,264	122,1	0,843	1,515
2 Janvier 2009	1,393	126,7	0,960	1,492

Contre dollar, l'euro, à 1,393 le 2 janvier 2009 (contre 1,264 le 17 novembre, 1,40\$ le 30 septembre, 1,47 le 15 août 2008, 1,57\$ le 30 juin 2008, 1,47\$ le 3 janvier 2008 et 1,33\$ le 2 janvier 2007), se situe ainsi à 19% au-dessus de son cours d'introduction sur les marchés le 1^{er} janvier 1999 (1,17\$).

Au 31 décembre 2008, la structure des taux d'intérêt s'établissait comme suit :

SITUATION DES TAUX D'INTERET (31 décembre 2008)

	Jour le jour (a)	Trois mois (a)	Un an	Dix ans (a)
Zone euro (a)	2,20	2,89	3,05	2,95
Etats Unis	0,13	1,42	2,00	2,22
Japon	0,31	0,66	1,08	1,18
Royaume Uni	2,05	2,77	3,07	3,02

- (a) EONIA pour le jour le jour, EUROLIBOR pour le 3 mois et le 1 an, BUND pour le 10 ans, pour lequel les écarts de taux à 10 ans avec les autres pays se sont élargis pour atteindre, en points

de base, 45 avec la France, 82 avec la Belgique, 87 avec l'Espagne, 143 avec l'Italie, 149 avec l'Irlande et 225 avec la Grèce.

EVOLUTION DES MARCHES ACTIONS EN DOLLARS (en %)

	Monde (MSCI) (a)	New York Dow Jones (b)	New York NASDAQ (b)	Londres (FTSE 100)	Francfort (DAX)	Paris (CAC 40)	Zone euro (FTSE Euro 100)	Tokyo (Nikkei 225)
31 décembre 2007 / 2 avril 2008	-7,0	-5,0	-11,0	-8,8	-10,3	-6,6	-7,3	-6,3
31 décembre 2007 / 21 mai 2008	-3,2	-5,0	-7,7	-5,3	-5,9	-3,4	-5,8	-1,6
31 décembre 2007 / 2 juillet 2008	-13,4	-15,4	-15,1	-15,9	-15,2	-17,0	-18,6	-8,6
31 décembre 2007 / 30 septembre 2008	-26,8	-18,3	-22,0	-31,7	-31,1	-30,8	-34,1	-21,4
31 décembre 2007 / 19 novembre 2008	-49,7	-39,7	-47,7	-52,9	-53,3	-52,4	-56,0	-37,7
31 décembre 2007 / 29 décembre 2008	-44,7	-36,0	-43,1	-51,1	-43,2	-45,7	-48,4	-29,2
(en monnaies nationales)	(-44,7)	(-36,0)	(-43,1)	(-33,1)	(-41,7)	(-44,2)	(-47,0)	(-42,9)

(a) dont MSCI World developed - 43,3%, MSCI Emerging markets - 55,2%

(b) au niveau de l'indice synthétique S&P 500, l'évolution du 31 décembre 2007 au 29 décembre 2008 s'établit à - 40,8%.

Par ailleurs pouvaient être notés à fin décembre les indicateurs suivants :

- un prix du pétrole à 39,10 \$ par baril WTI (soit - 22,3% sur un mois, et - 58,4 % sur un an),
- un indice de volatilité (US-VIX) s'établissant à 22,5 le 22 décembre 2008 contre 74,3 le 19 novembre ; 39,8 le 30 septembre ; 22,5 le 28 mars et 11,6 le 29 décembre 2008.
- des indices obligataires se comparant comme suit :
 - o World Bonds (Citigroup) du 31 décembre 2007 au 29 décembre 2008, + 1,3% ou - 1,3%;
 - o Emerging markets Bond Index (JP Morgan) du 31 décembre 2007 au 29 décembre 2008, - 10,0%.

Ces indicateurs font notamment apparaître la baisse des taux à court terme à la suite des décisions des banques centrales, avec cependant un écart persistant entre les taux au jour le jour et les taux à trois mois, une forte baisse des taux d'intérêts à long terme dans les pays avancés, s'accompagnant d'une évolution en sens inverse dans les pays émergents et d'un élargissement des écarts de taux au sein de la zone euro, une chute des marchés actions qui, exprimés en dollars, ont connu des évolutions assez homogènes, aux environs de - 40% pour les pays

avancés, cependant que l'indice actions des pays émergents reculait de - 56%.

Par ailleurs les données financières relatives à l'année 2008 dans son ensemble montre que la crise s'est traduite par un ralentissement des transactions financières de toute nature. En particulier, si le mois de décembre 2008 et la première semaine de janvier 2009 ont fait apparaître une certaine atténuation des tensions, le retour à un véritable marché interbancaire international ne peut pas ne pas apparaître comme une priorité collective essentielle. Le rétablissement de la confiance ne peut être que progressif, mais l'affirmation d'une volonté commune à l'ensemble des grands pays peut contribuer à la faire revenir.

5^{ème} Partie – LA SITUATION AU DEBUT DE 2009 : LES ASPECTS FINANCIERS ET ÉCONOMIQUES

**Interventions de M. Paul MENTRÉ
et de M. Stefan KOOTHS**

(12 janvier 2009)

Présenté en janvier 2009 sous le titre « *l'Allemagne et la France face à la crise financière* », le rapport du groupe de travail du Conseil d'analyse économique franco-allemand (CAEFA) qui a tenu six réunions depuis sa constitution et a produit des rapports d'étape, fondés sur des analyses mensuelles détaillées et constituant une sorte de « *journal de la crise* » sous ses différents aspects, reproduit ses recommandations intermédiaires et ses recommandations actuelles, dans la perspective du G20.

Sans reprendre en détail le contenu du rapport du groupe dont, coprésident avec Dr. Charles B. Blankart, Paul Mentré a été également le rapporteur pour la partie financière, Stefan Kooths prenant, pour l'essentiel, en charge les aspects économiques ; ainsi présenté il apparaît à ce stade utile, après avoir rappelé la démarche du CAEFA, de recenser les enjeux actuels pour les marchés, pour les acteurs financiers et pour la régulation financière.

A. LA DEMARCHE DU CAEFA

Il est rappelé que le Conseil d'analyse économique franco-allemand a été créé en 2002 par le Chancelier allemand et le Premier ministre français, puis formellement installé lors de sa réunion à Berlin en 2004 par Nicolas Sarkozy alors ministre français de l'Economie et des finances, et Wolfgang Clement, alors ministre allemand de l'Economie et du travail. Après concertation avec les deux ministères les plus directement concernés dans les deux pays, le CAEFA a décidé de créer, en réponse à l'initiative des deux gouvernements, un groupe de travail sur la crise financière, ses remèdes, ses conséquences.

Au cours du déroulement des travaux, des contacts ont été pris avec le ministère allemand des Finances – notamment Dr. Wolfgang Glomb,

directeur –, et le ministère français de l’Economie, de l’industrie et de l’emploi – notamment M. Emmanuel Moulin, directeur adjoint du Cabinet du Ministre –, et les acteurs financiers à travers, en particulier, en France, *Paris Europlace* et son délégué général, Arnaud de Bresson. Le rapport représente cependant les vues du groupe de travail et de ses rapporteurs proprement dites, avec dans certains cas, l’indication d’opinions non strictement convergentes.

Au titre de ses travaux, le groupe mis en place par le CAEFA a notamment établi trois documents synthétiques (une feuille de route, février 2008, pour le G7 d’avril 2008 ; une feuille de route revisitée, mai 2008, pour la mise en œuvre des décisions du G7 ; et, encore soumis à l’approbation du groupe dans son ensemble, un projet de texte *Vingt propositions pour G20*, janvier 2009).

La démarche du groupe a été évolutive au fur et à mesure de l’aggravation de la crise, attestée par les montants cumulés successifs des pertes et dépréciations d’actifs effectivement enregistrées par les banques (à comparer à des pertes potentielles estimées par le FMI à 1.405 milliards \$).

2 ^{ème} T 2007	3 ^{ème} T 2007	4 ^{ème} T 2007	1 ^{er} T 2008	2 ^{ème} T 2008	3 ^{ème} T 2008	4 ^{ème} T 2008 (p)
-	59	272	489	652	893	958

Source : Bloomberg, nov. 2008

En particulier, après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, la crise a changé de dimension ce qui a conduit à la mise en place de vastes programmes de soutien aux banques s’élevant pour l’UE à 2.115 milliards € en garanties (dont 400 en Allemagne, 350 en France et 240 au Royaume Uni), à 230 milliards € en fonds propres (dont 80 en Allemagne, 40 en France et 45 au Royaume Uni), et à 20 milliards € en rachats d’actifs (en Allemagne). Simultanément aux Etats-Unis, le plan Paulson (700 milliards \$ sur deux ans) était réorienté des rachats d’actifs, son objectif initial, vers les recapitalisations de banques.

Ces interventions se sont mises en place progressivement et ont contribué à une certaine détente sur les marchés en fin d’année, avec une

reprise à partir de la mi-novembre du marché actions, et une réduction des *spreads* sur le marché interbancaire.

Tout au long de cette démarche, le CAEFA a considéré qu'une démarche européenne autonome n'était pas en situation, la crise financière étant évidemment mondiale. A l'origine, dans les instances internationales de concertation, deux écoles paraissaient se dessiner, celle privilégiant la réponse par les acteurs financiers eux-mêmes, prônée par les Etats-Unis et le Royaume Uni, avec un soutien tacite du Canada et du Japon, et celle plus pro active soutenue par la France, l'Allemagne et l'Italie. Toute l'action que la France et l'Allemagne ont conduite de septembre 2007 à fin 2008 a tendu à réduire cette fracture pour qu'émergent des solutions véritablement mondiales à partir d'une concertation européenne. A cet effet s'est développée, en matière de régulation financière, une concertation très étroite entre les chefs d'Etat et de gouvernement, allemand et français, et entre leurs ministres.

B. LES ASPECTS FINANCIERS, par Paul MENTRÉ

1. Les marchés

Née dans un sous-secteur des crédits hypothécaires aux Etats Unis (le *subprime*), la crise s'est diffusée internationalement à travers notamment la dissémination par la titrisation des risques correspondants et les instruments négociables qui en résultaient (les CDOs et les CLOs). Le développement de la titrisation a été en effet au cœur de l'expansion internationale du crédit dans les décennies récentes. Il y a trente ans, les banques apportaient directement aux emprunteurs finaux les trois quarts des crédits ; en 2006 cette proportion était tombée à un tiers, la titrisation, aux cotés d'instruments financiers plus classiques (émission d'obligations, syndication de prêts avec la participation d'acteurs non bancaires), ayant joué un rôle majeur dans cette évolution, que d'ailleurs les rapports de grands organismes internationaux, notamment la BRI et le FMI, jugeaient positivement, la dispersion des risques atténuant, selon eux, pour les banques les risques systémiques. L'incidence de ce développement a été accentuée par la montée en puissance de l'effet de levier (les actifs totaux par rapport aux fonds propres), notamment dans les banques d'investissement et les fonds d'investissement, mais aussi chez les banques généralistes recourant à des véhicules hors bilan (des

SIVs, *special investment vehicles*), alors peu couverts par la réglementation et ne disposant de la part de leurs maisons mères que de garanties assez lâches. Cette progression et cette dissémination des risques se sont retrouvées dans un autre segment du marché des capitaux, les LBOs (les *leverage buy outs*), qui permettent à des investisseurs, jouant de l'effet de levier permis par un recours étendu à des financements bancaires, de prendre le contrôle d'entreprises, en comptant sur les dividendes futurs pour faire face à la charge de la dette. Quand la crise internationale s'est manifestée en août 2007, le stock des prêts bancaires LBOs en cours de syndication a également pesé sur les bilans bancaires et, plus globalement, sur la liquidité des marchés.

Lorsque la crise a pris une dimension nouvelle en septembre 2008 avec l'acceptation par les autorités américaines de la faillite de Lehman Brothers, ces problèmes de liquidité sont apparus dans toute leur ampleur sur le marché interbancaire qui, très internationalisé, est au cœur du fonctionnement du système financier international. Les écarts de taux entre les conditions prévalant sur le marché interbancaire et les taux de titres publics aux mêmes échéances ont connu une progression spectaculaire, passant de 10 à 20 avant août 2007 à environ 100 dans la deuxième partie de 2007 et la première partie de 2008, et à près de 400 en octobre après la faillite de Lehman Brothers. Par bonheur, la mise en place des programmes de soutien au secteur bancaire et les interventions des Banques centrales, analysées ci-après, ont permis une amélioration récente, les *spreads* revenant fin 2008 aux environs de 200, puis début 2009 aux environs de 120. Ce marché demeure cependant toujours dominé par les opérations (dépôts et emprunts) avec les Banques centrales. Le retour à un fonctionnement normal du marché interbancaire devra à ce titre être un des enjeux majeurs de 2009, ce qui passe notamment par une restauration de la confiance mutuelle entre les banques. Sur ce dernier point, l'assouplissement des règles comptables et les moyens ainsi laissés à la discrétion des banques afin d'atténuer le caractère procyclique de la référence à la *fair value* devront s'accompagner, comme l'ont encore recommandé récemment la SEC et l'IASB, de la présentation normalisée de tableaux de passage d'un mode de comptabilisation à un autre et des modèles utilisés lorsque l'évaluation n'est fondée ni par référence à un marché, ni au coût historique amorti. C'est un débat appelé à se poursuivre en 2009.

Cette paralysie du marché interbancaire et les pertes éprouvées par les banques ont conduit en 2008 à des évolutions toutes défavorables des autres segments du marché de capitaux :

- les marchés actions, qui face aux pertes bancaires puis à la détérioration des perspectives économiques ont fortement reculé dans l'ensemble du monde (- 44,7% sur l'année 2008 pour l'indice synthétique MSCI monde) avec, exprimées en dollar, des évolutions comparables en Europe (- 48,4 % pour la zone euro et - 51,1% au Royaume Uni) et aux Etats Unis (- 40,8% pour l'indice synthétique américain), mais plus négatives dans beaucoup de pays en transition (Russie - 71,9%) et en développement (Chine - 62,5%) ; parallèlement, les introductions en bourse se sont tariées, avec 662 introductions en bourse dans le monde pour un montant total de 77 milliards \$ en 2008, contre 279 milliards \$, en 1.711 opérations, en 2007 ;
- les obligations et les prêts syndiqués dont les volumes respectifs se sont établis en 2008 à 4.300 milliards \$ (soit - 29% par rapport à 2007) et à 2.740 milliards \$ (soit - 44% par rapport à 2007) dans le monde, le marché obligataire étant en outre caractérisé par un élargissement des *spreads* entre pays développés et pays émergents et entre pays de la zone euro ;
- les opérations de titrisation avec un volume estimé d'émissions de MBS et ABS s'élevant à 445,7 milliards \$ (soit - 78% par rapport à 2007)¹⁸ ;
- les opérations de fusions-acquisitions qui, en l'absence de financements appropriés, se sont établies au 22 décembre 2008 à 3.500 milliards \$ (soit - 29% par rapport à 2007) ;
- la fuite vers la qualité, qui s'est traduite en 2008, par des retraits nets dans les fonds mutuels (hors fonds monétaires) atteignant 320 milliards \$, malgré un retour en décembre vers les fonds actions. Par catégorie, les retraits sur l'année ont atteint 233,5 milliards \$ sur les fonds actions, 58,2 sur les fonds obligataires et 28 sur les fonds mixtes. Les fonds monétaires ont pour leur part bénéficié sur

¹⁸ Toutefois pour pouvoir les représenter au refinancement de la BCE, certaines grandes banques européennes (Deutsche Bank, Intesa, Fortis notamment) ont émis 50 milliards € au total d'obligations sécurisées, émissions intégralement souscrites par les maisons mères.

l'année d'apports nets atteignant 422 milliards \$, portant leurs actifs à 3.720 milliards \$;

- les investissements réalisés dans le monde en 2008 par des fonds de *private equity*, qui se sont établis à 233,5 milliards \$, leur plus bas niveau depuis 2003, après avoir atteint 765 milliards \$ en 2007. En 2008, ils ont représenté 8% du total des fusions acquisitions.

Dans tous ces domaines, la restauration de conditions normales de financement des marchés ne sera que progressive, même si certains signes récents (une progression de 20% des bourses entre la mi novembre et la fin décembre 2008) ont pu paraître plus encourageants.

En outre, la crise a permis de révéler l'existence de marchés très spécialisés aux Etats Unis qui se sont également révélés en crise : le marché du papier commercial, et notamment de l'ABCP (*asset backed commercial paper*), le marché des *auction rate securities*, qui refinançait notamment, à des taux d'intérêt résultant de procédures d'enchères, les obligations municipales et l'ensemble des opérations liées aux activités des rehausseurs de crédit, les assureurs *monolines*, dont l'évolution des fonds propres menace la notation par les agences, condition même de leur viabilité.

2. Les acteurs financiers

Les pertes associées pour les acteurs financiers à cette évolution des marchés et à l'amputation correspondante de leurs fonds propres, compensée seulement pour moitié, avant les programmes coordonnés de recapitalisation sur fonds publics, par l'intervention 2007-début 2008 de fonds souverains asiatiques ou moyen-orientaux puis par des augmentations de capital ciblées, se sont traduites par une mutation en profondeur du positionnement relatif des acteurs financiers.

En Europe, en 2008, les évolutions ont été contrastées entre les pays, le Royaume Uni et la Belgique, étant les plus affectés, et entre les banques, comme en témoigne l'évolution de leurs positionnements relatifs¹⁹.

¹⁹ Le classement des quinze premières banques européennes en termes de capitalisation boursière en milliards d'euros, au 31 décembre 2008 (et en classement 2008 et 2007) s'établissait comme suit : HSBC 83,6 (Royaume Uni) (n° 1 en 2008 et en 2007, Tier 1 au 30 septembre 2008 8,9%) ; Santander 53,9 (Espagne) (n°2 en 2008 et en 2007 ; 6,31%) ; BBVA 32,5 (Espagne) (n°3 en 2008 et n°7 en 2007 ; 7,8%) ; Intesa 31,8 (Italie) (n°4 en 2008 et en 2007 ; 6,9%) ; UBS 29,1 (Suisse) (n°5 en 2008 et 6 en 2007 ; 10,8%) ; BNP Paribas 27,6 (France) (n°6 en 2008 et 5 en 2007 ; 7,6%) ; Unicredit 23,3 (Italie) (n°7 en 2008 et 3 en

Outre l'effet de cette chute de la valeur de leurs titres, rendant malaisée la reconstitution de fonds propres des banques par appel au marché, le paysage bancaire a, à travers la crise, connu une évolution profonde.

Aux Etats Unis le modèle de la banque d'investissement pur a vécu : Lehman Brothers a fait faillite, Bear Stearns et Merrill Lynch ont été reprises respectivement par JP Morgan Chase et par la Bank of America, Goldman Sachs et Morgan Stanley ont dû adopter un statut de holding bancaire, les amenant à diversifier leurs ressources, en direction de dépôts bancaires, et, en contrepartie, à être désormais soumises aux contraintes de la FED ; le Citigroup, devenu par sa politique d'acquisitions des deux dernières décennies plus proche d'une banque d'investissement que d'une banque commerciale est, de manière récurrente, en difficulté. Enfin, au niveau des banques commerciales et des établissements de crédit ont dû intervenir des opérations de consolidation (Countrywide repris par la Bank of America, Washington Mutual, la plus importante des anciennes Caisses d'épargne américaines, reprise par JP Morgan Chase, Wachovia reprise par Wells Fargo).

En Europe, les banques les plus affectées ont été celles qui avaient une présence directe sur le marché américain, telles les deux grandes banques suisses, UBS et le Crédit suisse, et, au Royaume Uni, HSBC, acteur nord américain significatif après le rachat de Household et par ailleurs affectée comme toutes les banques britanniques par une structure de marché et de financement des banques proche à certains égards du modèle américain.

En Allemagne et en France, les banques les plus touchées ont été les banques publiques ou semi publiques et les banques mutualistes. Sont notamment intervenus en Allemagne le sauvetage d'IKB, banque de crédit aux PME, organisé par son actionnaire minoritaire, la KfW, avec le soutien de l'Etat et la reprise de la SachsenLB par LLBW mais l'ensemble du secteur des *Landesbanken*, et notamment la WestLB, HSH et la Balaba ont du faire appel à leurs actionnaires publics, la suppression

2007 ; 6,76%) ; Société générale 20,3 (France) (n°9 en 2008 et 12 en 2007 ; 8,5%) ; RBS 20,3 (Grande Bretagne) (n°10 en 2008 et 8 en 2007 ; 8,6%) ; Crédit agricole 17,8 (France) (n°11 en 2008 et 15 en 2007 ; 8,5%) ; Standard Chartered 17,3 (Grande Bretagne) (n°12 en 2008 et 18 en 2007 ; 8,5%) ; Deutsche Bank 15,9 (Allemagne) (n°13 en 2008 et 11 en 2007 ; 10,3%) ; ING 15,1 (Pays Bas) (n°14 en 2008 et 9 en 2007 ; 8,51%) ; Barclays 13,4 (Grande Bretagne) (n°15 en 2008 et 13 en 2007 ; 7,9%).

des garanties publiques à leurs emprunts ayant pu les conduire à rechercher des marges compensatrices sur des actifs plus risqués. S'y est ajouté plus récemment le sauvetage, organisé par l'Etat allemand et par les banques, du spécialiste du crédit immobilier HRE qui avait repris Depfa et qui, se finançant essentiellement sur les marchés, connaissait des problèmes de refinancement et de liquidité. En France, il s'est agi pour l'essentiel du Crédit agricole et de Natixis, filiale commune, en banque d'investissement, des Caisses d'épargne et des Banques populaires, le Crédit agricole et Natixis ayant en particulier éprouvé des pertes, à travers leurs filiales ou leurs opérations propres, dans les activités des rehausseurs de crédit. Dans les autres pays européens, les banques les plus affectées se sont situées en Belgique et aux Pays Bas, avec les interventions publiques qui ont pris place en faveur de Dexia, disposant également d'une filiale de rehaussement de crédit et Fortis. C'est toutefois le Royaume Uni qui a enregistré les difficultés principales, notamment dans le secteur des anciennes *building societies*, où ont dû être nationalisés Northern Rock puis Bradford & Bingley, cependant que Alliance & Leicester était rachetée par le groupe Santander-Abbey National et que Lloyds-TSB était appelé à racheter HBOS.

Mais, face à l'évolution adverse du cours de leurs actions, c'est progressivement l'ensemble des banques qui ont éprouvé des difficultés à lever des fonds propres, ce qui a conduit finalement les gouvernements en octobre 2008 à monter un vaste programme (le plan Paulson aux Etats Unis, les programmes coordonnés au sein de l'Union européenne, portant tant sur des garanties d'emprunt que des concours en fonds propres pouvant atteindre 250 milliards €) de soutien aux banques. Ces injections de capital se sont traduites par un relèvement des capitaux propres Tier 1 mais les pertes qui seront enregistrées en 2009 au titre de l'année 2008 puis des trimestres ultérieurs risquent de nouveau d'entamer leur capacité de prêts. Pour les autres acteurs financiers, la chute des valeurs boursières s'est également manifestée au niveau des compagnies d'assurance dont les portefeuilles étaient exposés à la dépréciation des produits de titrisation et des actions des entreprises dans lesquelles elles avaient investi²⁰.

²⁰ En 2008, l'évolution des quinze premiers assureurs européens par la capitalisation boursière au 31 décembre 2008 a été la suivante : Allianz (Allemagne) capitalisation boursière 33,98 ; évolution en 2008 - 49,31% ; Axa (France) 33,1 ; - 42,15% ; Generali (Italie) 27,78 ; - 37,13% ; Munich Re (Allemagne) 22,91 ; - 16,50% ; Zurich Financial Services (Suisse) 21,8 ; -37,73% ; Swiss Re (Suisse) 12 ; -

En particulier le principal assureur mondial AIG a dû bénéficier de concours publics croissants pour faire face à ses échéances et est amené à céder la majorité de ses actifs. En outre, aux Etats Unis, les grandes agences de refinancement hypothécaire Fannie Mae et Freddie Mac ont du être fortement recapitalisées et sont ainsi au mois de Juillet passées sous le contrôle de l'Etat.

Enfin bien que leur importante systémique soit moindre, devaient être soulignées les difficultés rencontrées par les fonds d'investissement et notamment les *hedge funds* qui tant, aux Etats Unis, qu'au Royaume Uni et, à un moindre degré, en Europe Continentale, ont été amenés à limiter les retraits de leurs souscripteurs, phénomène accentué en fin d'année par l'affaire Madoff, alors que ces fonds constituaient un vecteur essentiel pour la liquidité du marché interbancaire.

3. La régulation financière

a) Les banques centrales

Les Banques centrales ont joué un rôle majeur dans l'évolution de la crise. La FED a baissé agressivement ses taux directeurs pour les ramener de 5%, dans la dernière partie de l'année 2007, à une fourchette 0-0,25% depuis le 15 décembre 2008, cependant qu'en fin d'année 2008, le taux directeur de la BCE était ramené à 2,5%, celui de la Banque d'Angleterre à 2% et celui de la Banque du Japon à 0,1%. En outre devant l'effondrement du marché interbancaire, elles ont mis en place des approches quantitatives, initiées au départ par la Banque centrale européenne mais développées également par la Banque d'Angleterre et, avec une plus grande ampleur, par la FED, en allongeant la durée de leurs concours et en élargissant la gamme des supports de leurs interventions. En particulier, la FED a admis progressivement à son refinancement des titres à plus long terme, des titres représentatifs de créances hypothécaires et du papier commercial émis par les entreprises. Sur ce dernier instrument, la Banque centrale européenne (BCE) est demeurée cependant en retrait, la Banque du Japon prenant pour sa part

37,48% ; Prudential (Royaume Uni) 10,78 ; - 41,50% ; Aviva (Royaume Uni) 10,73 ; - 42,05% ; CNP Assurance (France) 7,7 ; - 41,72% ; Sampo (Finlande) 7,57 ; - 26,77% ; Aegon (Pays Bas) 7,03 ; - 62,57% ; Mapfre (Espagne) 6,59 ; - 20,04% ; Alleanza (Italie) 4,90 ; - 34,93% ; Royal&Sun Alliance (Royaume Uni) 4,75 ; - 6,81% ; Legal&Generali (Royaume Uni) 4,66 ; - 41,19%.

une position intermédiaire en admettant le refinancement du papier commercial s'il lui était présenté par une banque. Enfin, en élargissant leurs réseaux de *swaps*, les banques centrales ont pu mener, en dollar et dans leurs monnaies nationales respectives, des opérations coordonnées de grande ampleur. En dépit d'une légère détente depuis novembre, le problème du rétablissement d'un véritable marché interbancaire demeure, malgré l'intervention de garanties publiques en soutien des emprunts des banques. Est notamment posé le problème de la liquidité à moyen et long terme, auquel il pourrait sans doute être répondu par des mécanismes de concours des Banques centrales à renouvellement automatique sur une durée assez longue, sauf dénonciation avec un préavis relativement long.

Ce rôle décisif des banques centrales dans des marchés illiquides est attesté par l'évolution de leur bilan. Sur une base 100 en janvier 2007, niveau qui était encore celui prévalant pour les quatre principales banques centrales jusqu'au 30 juin 2008, ces bilans atteignaient respectivement fin 2008 : 280 (une multiplication par 3) pour la FED, 270 pour la BCE, 170 pour la Banque d'Angleterre et 110 pour la Banque du Japon (à partir d'un niveau élevé depuis la crise bancaire japonaise d'il y a quinze ans)²¹.

La FED qui a accru en quelques mois de 1.300 milliards \$ ses interventions a simultanément considérablement élargi les supports de ses opérations : *swaps* de devises avec d'autres banques centrales afin d'apporter des liquidités en dollars aux pays et aux systèmes bancaires partenaires ; refinancement des *asset backed securities* et du *commercial paper* aux Etats Unis. Enfin, début 2009, la FED a lancé un programme de rachat de titres émis ou garantis par les agences hypothécaires devant atteindre en six mois 600 milliards \$, et un programme de 200 milliards \$ pour soutenir les crédits aux particuliers (automobile, étudiants, cartes de crédit).

La BCE a pour sa part allongé la durée de ses concours, rémunérés à taux fixes avec des concours à 3 mois et à 6 mois, et étendu ses supports d'intervention à la dette subordonnée et à des titres cotées BBB-. Enfin

²¹ Source : Goldman Sachs, janvier 2009. Au niveau de la base monétaire (la monnaie banque centrale), les indices correspondants étaient au niveau 200 pour la FED, 160 pour la BCE 150 pour la Banque d'Angleterre et 95 pour la Banque du Japon.

la Banque d'Angleterre a mis en place des facilités pouvant atteindre six mois sur une gamme très étendue de supports (ABS, dettes souveraines des pays du G10). En outre, un *special liquidity scheme* permet aux banques britanniques d'échanger une gamme large de supports contre des bons du Trésor à 1 an renouvelables à 3 ans.

Par ailleurs les pays où le contrôle des banques était resté confié aux banques centrales ou à leurs émanations (en France, la Commission bancaire), ont dans l'ensemble mieux résisté, comme l'ont montré les cas français, italien et espagnol, à la crise que les pays où les responsabilités en matière de supervision bancaire avaient été retirées à la banque centrale (Royaume Uni) ou partagées (Allemagne), voire morcelées (Etats Unis où la réforme d'ensemble envisagée devrait cependant conduire à une affirmation du rôle central de la FED).

b) Les autres acteurs de la régulation

La crise a fait apparaître de nombreuses défaillances dans la régulation : traitement des opérations hors bilan et des véhicules déconsolidés, auxquels le passage de Bale I à Bale II apporte une réponse ; rôle central conféré par Bale II aux notations par les agences de *rating* qui ont largement failli à leur mission et pour lesquelles continue de se poser le problème des conflits d'intérêt ; normes comptables avec un débat récurrent entre les impératifs de transparence et les risques d'accentuation de la procyclicité des références à la *fair value* pour des actifs illiquides ; maîtrise insuffisante des effets de levier ; insuffisante attention portée aux problèmes de liquidité ; problèmes posés par les acteurs et les marchés non couverts, tels les *hedge funds* et, à un moindre degré, les fonds de *private equity*, ou les marchés de produits dérivés, tel celui des *credit default swaps* ; supervision en Europe des groupes transfrontières ; rémunérations incitatrices à la prise de risque.

Outre les travaux ainsi conduits, un comité présidé par Jacques de Larosière a été chargé par le président de la Commission européenne de la présentation fin février 2009 d'un rapport *European regulation in its international context* dont il attendu qu'il traite de l'extension de la régulation à des secteurs et à des acteurs actuellement non couverts, de la

réforme de la supervision en Europe²², des procédures Lamfalussy, de l'institution de marchés à contrepartie centrale pour les *credit default swaps*²³ et de la compatibilité des standards entre l'UE et les Etats-Unis.

Sous l'égide du G7 et du Forum de stabilité financière, les organisations internationales spécialisées (le Comité de Bâle pour les banques, l'OICV pour les agences de notation et les entreprises de marché, et les Associations professionnelles) ont engagé dans ces différents directions des travaux dont il est essentiel qu'ils puissent déboucher rapidement. Malgré l'élargissement, très légitime, des réflexions à l'ensemble des pays, à travers le G20, et le recours au FMI, cette remise à niveau de la régulation et la restauration, associée, d'un véritable marché interbancaire international, doit demeurer en effet l'objectif central des plus prochains mois.

C. LES ASPECTS ÉCONOMIQUES, par Stefan KOOTHS

Bien que la situation actuelle soit sérieuse, elle n'est pas sans espoir, et il y a encore place pour un certain optimisme.

Après avoir rappelé les composantes de la crise jusqu'à décembre 2008, la présente contribution traite de l'impact de la crise financière sur l'économie réelle, sous deux aspects : l'impact direct, en considérant l'industrie financière comme étant elle-même un secteur de production ; les réponses de politique économique induites par la crise.

1. L'étendue des dommages

Entre le début de 2007 et la fin de 2008, le montant global des dépréciations d'actifs et des pertes s'est élevé à 732 milliards \$, avec une part pour l'Union européenne de 30%, dont 10% pour l'Allemagne, et 4 % pour la France. La répartition est légèrement différente en ce qui concerne les capitaux propres levés par les banques sur la même période, les banques françaises ayant eu plus de succès en ce domaine. Au total les pertes des institutions financières françaises représentent environ 1 %

²² La BCE ayant en particulier indiqué qu'elle était prête à exercer des responsabilités en ce domaine à l'égard des 45 groupes bancaires transfrontières qui représentent 70 % des actifs bancaires dans l'UE.

²³ Pour laquelle les discussions entre le commissaire McCreevy et les acteurs financiers sur la mise en place d'une telle contrepartie centrale en Europe n'avaient toujours pas abouti début janvier 2009.

du PIB, et sont pratiquement compensées par les capitaux propres levés ; les pertes allemandes représentent environ 2 % du PIB.

Ces références au PIB amènent à traiter de l'impact de ces pertes sur le PIB global. Tout d'abord ces pertes reflètent pour l'essentiel l'acquisition d'actifs financiers, essentiellement américains, et les pertes associées ne sont pas reprises dans le calcul des PIB où dans la valeur ajoutée du secteur des services financiers. Néanmoins ces pertes entraînent bien une perte future des revenus afférents à ces actifs, équivalent à 0,1 % en France et 0,2 % en Allemagne du PIB.

Si l'on considère l'impact de l'évolution du secteur financier sur l'économie dans son ensemble, on peut d'abord noter que la part de l'industrie financière dans la valeur ajoutée totale de l'économie est plus faible en France et en Allemagne que dans les pays anglo-saxons.

Si l'on considère ensuite l'impact de la crise sur la capacité des banques à financer l'économie, l'altération de la base en capital et des ratios bilantiels a eu un effet moins prononcé qu'on aurait pu le penser, puisque par rapport au 1^{er} semestre 2007, on observe une réduction légère des crédits domestiques par rapport au ratio du capital en France, et une relative stabilité de ce même rapport en Allemagne, cependant que la base en capital total des institutions financières n'était pas significativement impactée.

De même un autre effet secondaire potentiel qui aurait consisté en un accroissement du ratio implicite de réserve, réduisant à du concurrence le multiplicateur monétaire, ne s'est pas manifesté. Le multiplicateur monétaire pour la zone euro dans son ensemble est stable, aux environ de 10 %, du début de 2007 à la fin de 2008. Ainsi, les troubles constatés sur le marché interbancaire n'ont pas conduit à un accroissement du taux de réserve effectif, ce que traduit la stabilité du multiplicateur monétaire. En conséquence, jusqu'à maintenant, les prêts aux sociétés non financières n'ont pas été affectés négativement, avec même une progression tant en France qu'en Allemagne, cependant que les taux d'intérêt n'ont pas progressé significativement.

Toutefois les dernières données disponibles en ce domaine sont celles d'octobre 2008, et il sera nécessaire d'examiner l'évolution des taux d'intérêt dans les trois prochains mois pour voir si le taux des crédits aux

entreprises continue d'évoluer comme le Libor. Par contre les primes de risque et de liquidité ont augmenté de manière spectaculaire pour les obligations *corporate* en Allemagne, rendant les emprunts directs sur le marché des capitaux plus coûteux pour les entreprises qu'avant la crise. Il est toutefois difficile en ce domaine de déterminer la part relative de la préférence pour les titres publics, au marché extrêmement liquide, de la diminution des apports de capitaux au marché et de l'anticipation d'une récession et des risques de crédit associés.

En ce qui concerne les ménages, les prêts à l'habitat n'ont pas été davantage affectés par des évolutions spectaculaires.

Enfin, en ce qui concerne les prêts interbancaires, est apparu un mouvement en direction de prêts à plus court terme liés aux interventions de la Banque centrale, l'écart Euribor et le taux de Repo de la BCE étant monté jusqu'à 200 points de base pour les échéances à trois mois cependant que s'accroissaient massivement les dépôts de banques auprès de la Banque centrale qui ont été portés à un niveau moyen de 200 milliards €, ce qui signifie qu'il y a eu une moindre corrélation entre le niveau effectif des prêts sur le marché interbancaire, et le niveau de stimulation au marché apporté par la Banque centrale.

2. Les remèdes contre la crise et le combat contre la récession

Indépendamment des mesures de politique économique, il est clair que le monde de l'après-crise ne sera pas le même que celui de l'avant la crise ce qui doit conduire à avoir une approche tournée vers l'avenir plus que vers les défaillances du passé, les acteurs financiers étant eux-mêmes engagés dans un *learning process*.

Pour leur part les stabilisateurs et correcteurs automatiques ont déjà joué leur rôle :

- la crise a fait apparaître dans l'économie réelle des déséquilibres non soutenables, tels le taux d'épargne nul du secteur privé dans l'économie la plus importante ; en réaction à la crise, le déficit extérieur des Etats Unis est bien en train de se réduire ;
- la crise a fait réapparaître une prise de conscience des risques avec des primes de risque plus élevées par rapport à celles qui prévalaient avant la crise et qui étaient sans doute trop faibles ce

qui peut être considéré comme une composante du processus de réajustement ;

- le taux de retour attendu sur le capital pourrait être appelé à se réduire ce qui aurait un effet positif sur les projets d'investissement réels qui n'entreraient plus en concurrence avec des projets purement financiers qui promettaient un revenu de 20 %. Ce développement devrait se révéler positif pour les investissements physiques vers lesquels les institutions financières vont avoir à orienter leurs financements.

Avant d'examiner les programmes qui ont été lancés face aux menaces de récession, on peut observer que l'Allemagne et la France présentent des structures économiques profondément différentes ce qui peut contribuer à expliquer que les attitudes des deux pays à l'égard des programmes anti-récession ont été différentes au moins jusqu'au 4^{ème} trimestre 2008.

En ce qui concerne le commerce extérieur la part des exportations dans le PIB est presque double en Allemagne qu'en France. L'Allemagne bénéficie de surplus commerciaux atteignant 7 % du PIB alors que le déficit commercial français est de l'ordre de 2 % du PIB.

L'importance du secteur public est également très différente, avec un ratio des dépenses publiques au PIB atteignant 55 % en France contre 46 % en Allemagne. Ce n'est qu'au cours de la seule année 1996 que l'Allemagne a atteint le seuil de 50 %, qualifié de limite du socialisme, évolution à laquelle la France a porté une moindre attention. De même, en matière de déficits publics, la France était toujours fin 2008 en dépassement de la limite officielle de Maastricht, soit 3 % du PIB, alors que l'Allemagne est revenue à l'équilibre en 2008.

En ce qui concerne les perspectives économiques pour 2008 et 2009, il apparaît que les deux économies croîtront à un rythme inférieur à leur croissance potentielle jusqu'en 2010. Une récession sera enregistrée au moins jusqu'à la fin 2009 avec des taux de croissance trimestriels faiblement positifs au-delà. L'*output gap* s'élargira donc en 2009, et commencera à se réduire lentement en 2010 selon les projections du DIW pour l'Allemagne et de *Global Insights* pour la France.

Si l'on considère maintenant les programmes de stabilisation du cycle économique de l'activité, l'impact de la crise financière n'est sans doute pas aussi marqué que le laissaient attendre les premières impressions.

Les prêts à l'industrie non financière n'ont pas été affectés négativement ; les effets de richesse n'ont pas joué le rôle négatif qui leur étaient attribués. En effet, les transferts de capitaux de l'Europe vers les Etats-Unis, qui ont atteint 60 milliards \$, auraient dû se traduire par un effet de richesse positif aux Etats Unis ce qui n'a pas été le cas, les actifs de l'un des participants étant la dette de l'autre participant, ce qui signifie que la somme des variations d'actifs financiers a été nulle au cours de la période.

En fait s'est produite à travers le monde l'extinction d'une illusion d'actifs à laquelle la réponse politique ne doit pas être de créer une nouvelle illusion d'actifs. Une richesse qui n'est plus là ne peut pas être créée artificiellement par les gouvernements.

Il faut laisser les stabilisateurs automatiques jouer leur rôle ce qui signifie que, face à la récession actuelle, doivent être acceptés des déficits budgétaires, comme l'avait indiqué le DIW, et comme l'ont réalisés finalement tant le gouvernement allemand que le gouvernement français.

Par ailleurs, les économies ont bénéficié d'une contribution exogène positive associée au bas prix de l'énergie. La facture des importations énergétiques a été réduite en Allemagne de 2007 à 2008 de 35 milliards €, ainsi réinjectés dans l'économie, des montants similaires devant se retrouver dans le reste de l'Europe et aux Etats-Unis.

Du côté des exportations, un tel effet positif ne peut guère être attendu, et des *stimuli* domestiques ne constituent pas une réponse appropriée. Si l'on examine les effets d'une pleine compensation par la consommation privée de l'équivalent d'une chute de 1 % des exportations, apparaissent des effets sectoriels très prononcés. Sont négativement affectées les activités manufacturières (automobile, machine-outil, production d'électricité, métallurgie,...) au bénéfice du secteur des services et de la construction. En tout état de cause s'il fallait doubler les investissements en matière de construction publique, qui s'élèvent à 30 milliards € en Allemagne, les capacités nécessaires pour doubler la production ne

seraient pas disponibles ce qui signifie qu'une évolution plus rapide de l'investissement public n'est possible qu'à un horizon de cinq à dix ans.

Dans cette phase du cycle les gouvernements devraient s'efforcer de rendre l'emploi moins volatile que la production, cette dernière ne pouvant être maintenue à son niveau antérieur. Aussi, l'accent doit être mis sur le maintien par les entreprises de leur force de travail, par exemple en allégeant les cotisations sociales pour les employés à temps partiel, dans une approche préférentiellement globale, et non pas sectorielle. L'arme du déficit public ne peut pas en tout état de cause être utilisée tous les trimestres au risque d'une détérioration profonde des finances publiques et d'une perte de confiance des marchés à l'égard des obligations gouvernementales. En particulier, la politique américaine d'accroissement massif de la dette publique n'est sûrement pas soutenable.

En tout état de cause une coordination des programmes européens apparaît appropriée, les *ratios* d'importations au PIB étant de l'ordre de 40 % sur un plan national, et de 20 % au niveau de l'Union européenne dans ses relations avec les pays tiers.

Au total une cohérence doit être maintenue en matière de politique économique. Nous devons essayer d'éviter des actions publiques parallèles en compétition entre elles. C'est ainsi que l'action quantitative très substantielle d'assouplissement des conditions monétaires entreprise par la BCE peut être en compétition avec les programmes de secours mis en place par les gouvernements. Si une institution a accès très facilement à la monnaie Banque centrale, elle n'a pas besoin de demander une assistance gouvernementale, ce qui est d'ailleurs constaté en Allemagne où les banques ne se sont pas précipitées sur les programmes de secours. Nous avons à mettre l'accent dans les interventions publiques sur les domaines centraux essentiels. Les plans du gouvernement allemand tendant à créer un *German Fund* apportant des crédits, des prêts et des garanties au secteur commercial sont également en contradiction avec les efforts engagés pour que le système bancaire retrouve un fonctionnement normal. Nous avons à combattre les causes et non les symptômes, et éviter que le gouvernement joue le rôle des banques commerciales. De même, nous avons en Allemagne une contradiction entre les incitations en faveur de l'épargne, à travers par exemple un

renforcement des systèmes de retraite privée, et la volonté affichée simultanément de dynamiser la consommation.

Nous avons en réalité à nous appuyer sur les effets correctifs positifs de la crise. Si nous avons des surcapacités dans un secteur, nous n'avons pas à accommoder ces capacités en accroissant artificiellement la demande. Nous devons accepter cette correction, ne pas combattre toute réponse en provenance des marchés et nous abstenir d'apporter des subventions sectorielles. De même, nous devrions éviter un déplacement dans le temps, à l'intérieur de la période de récession, de la demande sectorielle. Par exemple, les primes au remplacement de véhicule devraient se traduire par des ventes automobiles accrues début 2009, mais qui seront compensées par des ventes plus réduites fin 2009 et en 2010.

A une crise globale doivent être apportées des réponses globales.

Les deux présentations de M. Paul Mentré de M. Stefan Kooths ont été analysées par un discutant, M. Erik Fasten (Université Humboldt, Berlin), puis ont fait l'objet d'un débat conduit par Mme Benassy-Quéré, directrice générale du CEPPII, avant d'être suivi par une table ronde consacrée à la dimension européenne et mondiale sous la présidence de M. Christian Stoffaës, président du CEPPII, avec la participation de M. Daniel Gros (CEPS, Bruxelles), M. Eric Chaney (Axa Management), et de M. Christian de Boissieu, président délégué du Conseil français d'analyse économique. Ont notamment participé aux débats M. René Sève, directeur général du Centre d'Analyse stratégique qui avait ouvert la réunion, et M. Wolfgang Glomb, directeur au ministère allemand des Finances.

CONCLUSION

Le groupe de travail s'est félicité d'avoir pu contribuer, dans un domaine aujourd'hui essentiel, à une convergence des analyses françaises et allemandes de la crise, ce qui a facilité l'émergence de consensus en ce qui concerne la régulation financière, en avril, puis en octobre 2008, au niveau européen et au niveau du G7. Dans son activité de suivi, le groupe a noté que, après le répit qui avait succédé aux décisions du G7 en avril 2008, la crise s'était réaffirmée au mois de juillet, ce qui avait conduit à un premier engagement substantiel du budget américain, et, avec une violence beaucoup plus marquée, en septembre et en octobre, après la faillite de Lehman Brothers, le 14 septembre 2008.

La crise et ses conséquences économiques ont conduit à la mise en place, en octobre, d'une part de plans de soutien aux secteurs bancaires atteignant, hors opérations ponctuelles, 700 milliards de \$ aux Etats-Unis, et à des plans coordonnés en Europe comportant, outre des garanties publiques aux emprunts bancaires, des apports en fonds propres pouvant atteindre 250 milliards €.

Simultanément les banques centrales ont procédé à des réductions successives de leur taux directeurs et se sont engagées dans une approche plus quantitative en accroissant massivement leurs apports de liquidité au marché et, notamment en ce qui concerne la FED, en diversifiant leurs supports d'intervention.

En outre, au mois d'octobre également, avec des différences d'appréciation entre la France et l'Allemagne, a été adopté un cadre d'ensemble pour des actions nationales tendant au soutien budgétaire de la conjoncture, les Américains, pour leur part, après le programme significatif qu'ils ont déjà lancé en juillet, se préparant, avec la nouvelle Administration, à un nouveau plan de soutien qui pourrait, en chiffres cumulés sur deux ans, représenter 6 % du PIB américain.

Cet ensemble de mesures a contribué à une certaine amélioration de la situation des marchés fin 2008, avec notamment une progression des

indices boursiers de 20% au cours des dernières semaines de l'année 2008, cependant que se réduisait les *spreads* sur le marché interbancaire et sur le marché des *swaps* de crédit.

L'expérience des dix-huit derniers mois a montré que la crise pouvait connaître des phases de reprise de la détérioration après des phases de rémission. Néanmoins les sommes engagées par les gouvernements et l'évolution la plus récente des marchés boursiers pouvaient donner l'impression que la crise financière avait baissé en intensité au cours du 4^{ème} trimestre 2008. Les données financières qui seront rendues disponibles dans les premiers mois 2009 – et notamment celles concernant les résultats annuels 2008 des acteurs financiers – permettront de voir dans quelle mesure cette espérance se matérialise.

La nouvelle réunion du G20 au niveau des chefs d'Etat et de gouvernement le 2 avril 2009, après celle qui s'est tenue le 15 novembre 2008, permettra en outre de voir si se concrétise bien la solidarité internationale qui reste indispensable au traitement de la crise.

Dans sa démarche, comme dans celles des Fédérations professionnelles, ou de leurs groupements, tel *Paris Europlace*, le CAEFA a considéré qu'une démarche européenne autonome n'était pas en situation. La crise financière est évidemment mondiale et l'Institut de Finance Internationale, qui regroupe les principales banques mondiales, a pu indiquer à mi 2008 que sur les 367 milliards de pertes de crédits supportées par les banques depuis le début 2007, 200 milliards avaient été subies par les banques européennes (y compris, pour des montants significatifs, les banques suisses, hors Union européenne) et 167 milliards \$ par les banques américaines, par ailleurs plus actives au niveau de leurs augmentations de capital (141 milliards \$) que leurs homologues européennes (125,5 milliards \$, avant la mise en place à l'automne des programmes de recapitalisation sur fonds publics).

La réponse réglementaire et politique ne pouvait donc être que globale, ce qui avait conduit en septembre 2007 le FMI et le G7 à demander au Forum de stabilité financière (FSF) qui, sous la présidence actuellement du gouverneur de la Banque d'Italie, rassemble des représentants des ministères, des banques centrales et des régulateurs, de lui faire rapport pour examen détaillé par le G7 en avril, juillet et octobre 2008.

A l'origine deux écoles paraissaient se dessiner, celle privilégiant la réponse par les acteurs financiers eux-mêmes, prônée par les Etats-Unis et le Royaume Uni, et celle plus pro active soutenue par l'Europe continentale. Toute l'action que la France et l'Allemagne ont conduite de septembre 2007 à fin 2008 a tendu à réduire cette fracture pour qu'émergent des solutions véritablement mondiales à partir d'une concertation européenne illustrée notamment par des réunions spécifiques, à Paris, Londres et Bruxelles, des membres européens du G7 et des chefs d'Etat et de gouvernement des pays de la zone euro. A cet effet s'est développée, en matière de régulation financière, une concertation très étroite entre les chefs d'Etat et de gouvernement, allemand et français, et entre leurs ministres.

Bien sur, l'intrusion de la crise dans le débat politique américain, dans une année d'élection présidentielle, et l'exemple de Northern Rock entraînant un début de panique chez les déposants au Royaume Uni, ont contribué à l'évolution des esprits chez nos grands partenaires, comme attestée dès juillet 2008 par la nationalisation de Northern Rock, et l'injection massive de fonds publics dans les agences hypothécaires américaines. Mais en recherchant du côté européen à travers l'action commune franco-allemande et le rôle essentiel joué par l'Italie dans le Forum de stabilité financière, à ne pas privilégier exclusivement la réglementation publique, l'Europe continentale a contribué à l'émergence d'un nécessaire consensus qui s'est de nouveau manifesté lors de l'accentuation de la crise en octobre-novembre 2008, conduisant à des plans massifs de soutien coordonnés aux banques et à un soutien budgétaire collectif à l'économie européenne, cependant qu'étaient annoncés des programmes significatifs, tant aux Etats-Unis qu'au Japon.

En matière de réformes globales, les exigences posées par le G7 (transparence et vérité comptable, renforcement des *ratios* de fonds propres, prise en compte des problèmes de liquidité, réforme des agences de notation, coopération internationale renforcée) assorties d'un calendrier d'application précis, gardent toute leur pertinence. Il convient désormais, après les délais de mise au point qui étaient requis, de les mettre en œuvre et de les porter au niveau international global à travers le G20 et le FMI.

Bien entendu dans la phase actuelle continue de se manifester une interaction entre la crise financière et la crise économique, la crise financière conduisant à une interruption des financements nécessaires à la croissance économique, et la crise économique imposant aux banques des provisions sur prêts qui viennent relayer les effets négatifs des dépréciations d'actifs nées de la crise financière elle-même. L'évolution économique future dépendra d'autres facteurs internationaux, telle l'évolution du cours des matières premières et notamment du pétrole qui joue actuellement en faveur des pays consommateurs, des développements futurs sur les marchés des changes, développements dans l'ensemble maîtrisés en 2008, et de l'impact effectif des mesures de soutien à l'économie, lié aux comportements des ménages et des entreprises, et donc au rétablissement d'un climat de confiance. La concertation internationale, européenne et franco-allemande, même si, pour des raisons structurelles, les approches françaises et allemandes sont moins convergentes en matière économique qu'en matière financière, demeureront des éléments essentiels dans ce processus de retour partagé à la confiance, et donc au développement économique et à la création d'emplois.

Paul Mentré