

Le système financier mondial traverse une crise profonde depuis le milieu de l'été 2007. Cette crise, circonscrite initialement au marché immobilier américain, a progressivement affecté l'ensemble du système financier mondial.

Face à cet événement et aux questions qu'il suscite, il est apparu nécessaire à la Banque de France de partager avec le grand public sa compréhension des faits et des enjeux. C'est l'objet de ce *Documents et débats* qui rassemble des éléments d'analyse, non nécessairement exhaustifs ni définitifs, produits par les services de la Banque de France. Cette démarche s'inscrit pleinement dans la responsabilité de la banque centrale d'aider tout un chacun à analyser les faits et à former son propre jugement.

La nature de la crise

Cette crise est d'abord apparue comme une crise de liquidité. Les premiers symptômes se sont manifestés par des tensions sur la « liquidité ». Au mois d'août 2007, des perturbations sévères sont apparues sur le marché interbancaire. Plus d'un an après, ces tensions sont toujours présentes sur les marchés monétaires. D'autres segments des marchés financiers sont affectés : en témoignent le niveau toujours élevé des primes de signature, le raccourcissement des horizons d'endettement, ainsi que le rétrécissement, voire l'arrêt de l'activité de certains marchés.

Cette crise est aussi apparue comme une crise de la titrisation. La titrisation est une technique efficace et ancienne, qui permet de refinancer aisément des prêts accordés par une institution financière. Depuis dix ans, toutefois, son utilisation s'est singulièrement intensifiée et complexifiée. Elle a ainsi servi à financer à très court terme des produits complexes et structurés difficilement cessibles lorsque le marché est mal orienté et dont la valeur est très incertaine, car le plus souvent déterminée par des modèles mathématiques. De tels montages sont intrinsèquement fragiles. Cette fragilité a été doublement dissimulée par l'abondance de liquidité et l'action de certains intermédiaires de marchés, en particulier les agences de notation et certains organismes d'assurance (les assureurs *monolines*). Avec les premiers défauts sur les crédits *subprime*, les garanties de qualité du risque fournies par les notes des agences et de couverture du risque tirées des engagements des assureurs se sont effondrées. Les dégradations de notes par les agences se sont succédées en cascade, avec une rapidité et, surtout, une brutalité que rien ne laissait anticiper. Le capital des assureurs *monolines* était très insuffisant pour leur permettre de faire face aux engagements qu'ils avaient contractés. Loin d'être réparti dans l'ensemble du système, le risque de crédit était en fait concentré entre les mains de certaines institutions, notamment les grandes banques d'investissement.

L'effondrement des formes les plus dangereuses de titrisation a révélé que l'innovation financière de ces dernières années a servi en fait, non pas à mieux gérer et répartir le risque, mais à accroître le volume de crédit par unité de fonds propres, ce que nous appelons dans notre jargon, l'effet de levier. La hausse du levier s'est manifestée partout : dans l'expansion du bilan des banques ; dans la multiplication des entités « hors bilan » qui fonctionnent, pour la plupart, sans fonds propres ; enfin, dans l'utilisation des fonds propres limités des assureurs *monolines* pour garantir un volume important de produits structurés.

La faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers le 15 septembre 2008 a marqué un tournant décisif dans la crise. Ce « séisme » s'est traduit par une aggravation nette de la crise de confiance dans le système financier. La faillite a provoqué une paralysie accrue des marchés interbancaires, les banques craignant plus encore d'être exposées au risque qu'une contrepartie

fasse défaut. La faillite a aussi déstabilisé d'autres marchés de court terme, singulièrement le marché américain des billets de trésorerie, marché essentiel pour le financement des entreprises américaines puisqu'il contribue pour une part considérable aux besoins de financement de ces dernières. La faillite a enfin précipité la dégradation de la situation financière, puis le sauvetage exceptionnel de la plus grande compagnie d'assurance américaine, AIG. Très rapidement d'importantes institutions financières européennes se sont retrouvées en grande difficulté. L'incertitude ainsi créée a fait naître le risque d'un « effet de dominos », affectant l'une après l'autre les institutions financières.

Le rôle des banques centrales

Face à la crise, les banques centrales ont un rôle déterminant pour soutenir le système financier. Elles sont en effet le prêteur en dernier ressort lorsque les autres sources de financement se sont tarées.

Nous avons assisté à une remarquable convergence des cadres opérationnels et des modalités d'intervention des banques centrales autour de quatre directions principales pour traiter la crise de liquidité. Elles ont allongé les maturités auxquelles elles prêtent aux banques : de quelques semaines initialement, ces maturités ont été portées à quelques mois. Elles ont élargi la gamme des garanties qu'elles demandent, c'est-à-dire des titres apportés par les banques pour garantir les prêts de la banque centrale. Elles ont aussi élargi la liste des établissements susceptibles de bénéficier de leur prêt, avec une évolution particulièrement notable aux États-Unis. Enfin, elles ont encore renforcé leur coordination : outre les communiqués communs destinés à rassurer les marchés sur la fourniture de liquidité tant que s'en ferait sentir le besoin, cette coopération comprend également la signature d'accords de *swap* entre banques centrales. Ces accords permettent par exemple à une banque de la zone euro qui aurait besoin de dollars pour poursuivre ses activités de les emprunter à l'Eurosystème.

Un changement important d'orientation dans les politiques publiques

Lorsqu'il est apparu nécessaire de compléter les actions des banques centrales qui ont réagi dès août 2007 pour faire face aux problèmes de liquidité observés sur les marchés interbancaires, la communauté internationale a fait front commun afin d'assurer la cohérence des mesures nationales dans le traitement de la crise. À cet égard, le plan d'action annoncé par les membres du G 7 a marqué une étape importante au cours de laquelle des principes clairs ont été arrêtés et déclinés au niveau national.

Les pays de l'Union européenne se sont organisés grâce notamment au rôle déterminant de la présidence française. Depuis la déclaration de Paris du 12 octobre dernier, les Européens disposent d'un plan d'action solide et cohérent. Il est d'ores et déjà entré en application selon trois grands axes. D'une part, les autorités soutiennent le refinancement des banques en leur offrant des garanties à titre onéreux, afin qu'elles puissent elles-mêmes financer correctement l'économie. D'autre part, des réformes très significatives des règles comptables ont eu lieu. L'une vise à adapter leur cadre sur la base des meilleures pratiques actuelles : elle permet aux banques de transférer des instruments jusque-là comptabilisés en valeur de marché vers des portefeuilles où ils le seront au coût historique amorti, ce qui assure une plus grande stabilité. L'autre assouplit le mode de calcul de la « juste valeur » pour les actifs valorisés en valeur de marché, et pour lesquels il n'y a plus de marché : ceci garantit que la valorisation de ces produits soit adaptée aux circonstances de marché

qui prévalent depuis plusieurs mois. Enfin, les États ont confirmé leur soutien à la recapitalisation des banques, décision essentielle puisque la réglementation prudentielle établit un lien fort entre le montant de capital et la capacité des banques à octroyer des crédits (ratio de solvabilité).

Pour la France, le gouvernement et le Parlement ont très rapidement décliné ces principes européens. La loi a créé la « Société de refinancement de l'économie française » destinée à garantir le refinancement des banques pour des maturités moyennes (jusqu'à 5 ans). Cette société, qui agit sous l'étroit contrôle de l'État et de la Banque de France, dispose d'une capacité de crédit de 320 milliards d'euros. La garantie est accordée à titre onéreux, afin que les banques qui la sollicitent assument un coût correspondant à des conditions normales de marché. D'ores et déjà des travaux sont en cours au niveau de la place de Paris pour préparer la mise en œuvre des nouvelles règles comptables adoptées au niveau international. La loi donne aussi à une société détenue par l'État la possibilité de souscrire des titres subordonnés ou des actions de préférence émis par les banques. Ce dernier dispositif a permis à l'ensemble des banques françaises d'accroître leurs fonds propres.

Les perspectives macroéconomiques

À court terme, les perspectives économiques sont peu favorables. Tous les indicateurs illustrent une baisse générale de la confiance, tant chez les consommateurs que les investisseurs. Cette baisse n'est pas propre à la France ; elle se manifeste même beaucoup plus fortement chez nos partenaires et aux États-Unis. Les indicateurs, toutefois, nous renseignent seulement sur l'avenir proche. Au-delà d'un ou deux trimestres, la prévision s'appuie davantage sur l'analyse, la réflexion, le jugement. Dans les circonstances actuelles, c'est particulièrement difficile.

Il est tentant, pour comprendre la situation et décrypter l'avenir, de tirer des leçons du passé par simple analogie. De fait, s'ancre depuis quelques temps l'idée selon laquelle, sur la foi du passé, toute crise bancaire a nécessairement des conséquences profondes et durables. Les tenants optimistes de cette proposition prédisent une crise « à la suédoise », plutôt courte. Les tenants pessimistes renvoient à la « décennie perdue » qu'a traversée le Japon à la suite des krachs boursier et immobilier.

Non seulement la situation économique, aujourd'hui, est profondément singulière, mais aussi elle est gérée très différemment des crises passées. La réaction de politique économique a été, dans tous les pays, particulièrement vigoureuse et rapide. Toutes les banques de la zone euro disposent désormais d'un accès illimité, et à taux fixe, au financement à court terme en euros comme en dollars. Par ailleurs, il existe dans tous les pays des systèmes de garantie permettant aux banques d'assurer leur financement de moyen terme et, donc, le maintien de leur activité de crédit. En outre, dans de nombreux pays, les systèmes bancaires ont été fortement recapitalisés. Enfin, les instruments de politique macroéconomique restent disponibles et pourraient être utilisés si l'activité venait à reculer durablement. Les plans de soutien des gouvernements s'inscrivent pleinement dans cette logique.

De plus, nous assistons au renversement du choc des prix de l'énergie et des matières premières qui a fortement pénalisé la croissance de l'économie au cours du premier semestre de 2008. Les prix sont désormais en baisse. Si cette tendance se confirme, ou simplement se stabilise, on peut anticiper un ralentissement progressif, mais marqué, de l'inflation. Ceci devrait spontanément procurer aux ménages un pouvoir d'achat supplémentaire.

Les perspectives de la régulation financière

La crise a mis en évidence la nécessité de repenser les fondements de la régulation des systèmes financiers. Elle a ravivé les discussions sur l'architecture de leur supervision. Sous l'impulsion du président de la République, les Européens plaident pour la fondation d'un nouveau « Bretton Woods », c'est-à-dire un nouvel ordre financier international que le G 20, regroupant les grands pays industrialisés et les grands pays émergents a repris à son compte le 15 novembre 2008.

Il apparaît donc nécessaire de repenser les fondements de la réglementation financière. Il faut le faire sans précipitation, mais également sans tabou. Une meilleure régulation apparaît nécessaire dans plusieurs domaines, qui vont des agences de notation, à la gestion des risques, en passant par l'organisation des marchés ou encore la question des rémunérations. En outre, par nature, les systèmes financiers qui opèrent dans le cadre d'une économie de marché développée sont soumis à des forces cycliques. L'enjeu pour les autorités est d'évaluer dans quelle mesure, les dispositifs de régulation financière renforcent ces dynamiques. Autrement dit, la réglementation financière décidée dans une perspective microéconomique (c'est-à-dire visant les institutions prises individuellement) produit-elle des effets qui affectent l'ensemble du système financier ? C'est avec de telles questions à l'esprit que des travaux sont en cours pour examiner la portée des normes prudentielles. C'est aussi sur cette base que des ajustements des règles comptables sont nécessaires.

Il faut faire en sorte que la réglementation parvienne à limiter les risques d'instabilité non seulement d'une institution mais aussi du système financier dans son ensemble afin de prévenir les conséquences négatives pour l'économie réelle. Cette démarche consiste à adopter une politique dite macroprudentielle. Sa mise en application est complexe et nous n'en sommes pour le moment qu'au stade des réflexions. Celles-ci portent notamment sur les outils et les conditions de recours à ces outils d'une telle politique. Il apparaît d'ores et déjà clairement que les banques centrales ont un rôle tout à fait prépondérant à jouer dans cette « surveillance macroprudentielle ».

En matière de supervision, cette crise a démontré les avantages évidents d'une organisation où le superviseur bancaire est proche de la banque centrale. C'est une conclusion désormais partagée par tous les banquiers centraux, quel que soit l'environnement réglementaire dans lequel ils opèrent. Une connaissance intime du secteur bancaire et des diverses institutions financières est extrêmement utile pour agir et décider dans des périodes de turbulences sur les marchés monétaires et de crédit. Les banques centrales ont eu, depuis le début de la crise, à juger presque instantanément de l'opportunité d'injecter des liquidités sous différentes formes et pour diverses échéances. Être en mesure d'évaluer la situation des participants de marché et la réalité de leur besoin est alors particulièrement précieux. Plus généralement, il est crucial en temps de crise de distinguer entre les problèmes de liquidité et les problèmes de solvabilité. C'est alors un atout considérable d'avoir en main toutes les informations.

Au cours des derniers mois, l'organisation institutionnelle qui prévaut dans notre pays a fait la preuve de son efficacité. À aucun moment elle n'a été déficiente ni n'a empêché d'obtenir les informations adéquates pour prendre les décisions qui s'imposaient. Elle a permis de traiter toutes les situations. Sur l'architecture même de la supervision, il semble également clair que les dispositifs simples, robustes et pragmatiques ont fait la preuve de leur efficacité par rapport à des schémas plus sophistiqués et complexes.