

Le secteur financier fragilisé revoit ses modèles économiques

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

111 Un retour à la rentabilité

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

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

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

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

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

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

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

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

113 La part des éléments non récurrents diminue

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

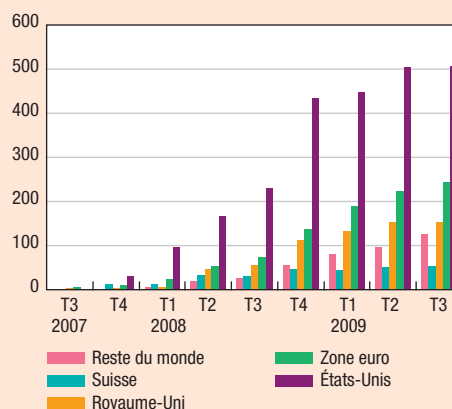
114 Une solvabilité renforcée

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

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

Cumul des émissions de capital des banques par zone géographique

(en milliards de dollars)



Source : Bloomberg ; calculs : Banque de France – DSF

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

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

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

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

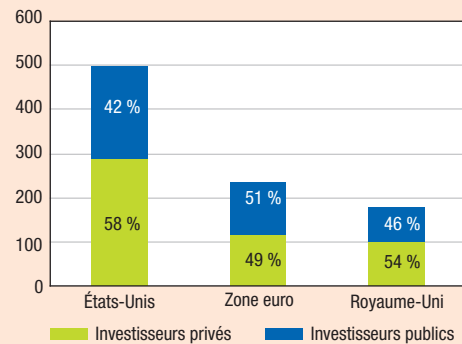
- Les banques américaines sont parvenues à lever d'importants montants de capitaux, en faisant appel davantage à des investisseurs privés, ces derniers représentant 58 % des émissions. Les fonds levés après la publication des résultats des *stress tests* aux États-Unis ont notamment permis à dix grandes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

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

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

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

(en milliards de dollars et en %)

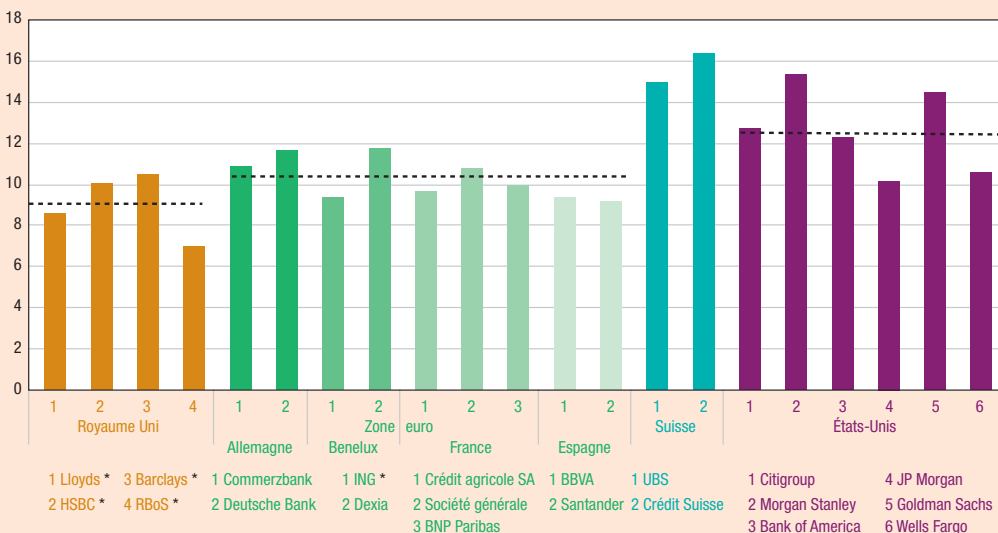


Source : Banque des règlements internationaux

Ratio *Tier One* des banques internationales

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

(en %)



Sources : Bloomberg, Communication financière des banques

6 Troubled asset relief program

Encadré 12 Comparaison des stress tests américains et européens

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2 | ...MAIS ELLES RESTENT SOUS PRESSION

211 La forte composante volatile des revenus

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

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

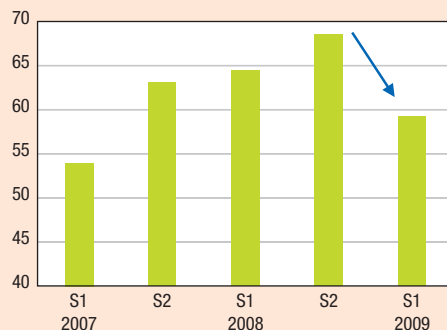
212 Fin du processus de rationalisation des coûts

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

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

Coefficient d'exploitation moyen des grandes banques européennes

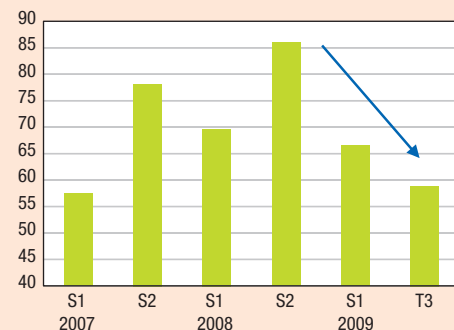
(en %)



Source : Bloomberg

Coefficient d'exploitation moyen des grandes banques américaines

(en %)



Source : Bloomberg

213 Faible potentiel d'augmentation des marges d'intérêt

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

214 Une poursuite de la détérioration de la qualité des actifs

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

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

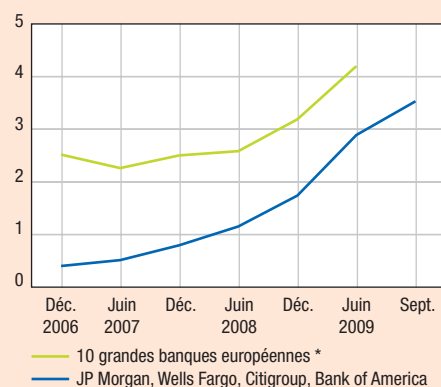
Dans ces conditions, la qualité des portefeuilles de crédit pourrait continuer à se détériorer pendant plusieurs trimestres. D'après les prévisions du FMI, le montant des dépréciations à venir (sur prêts essentiellement) devrait atteindre respectivement 730 milliards de dollars et 420 milliards de dollars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

215 La baisse de l'encours de crédit

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

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

(en %)



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

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

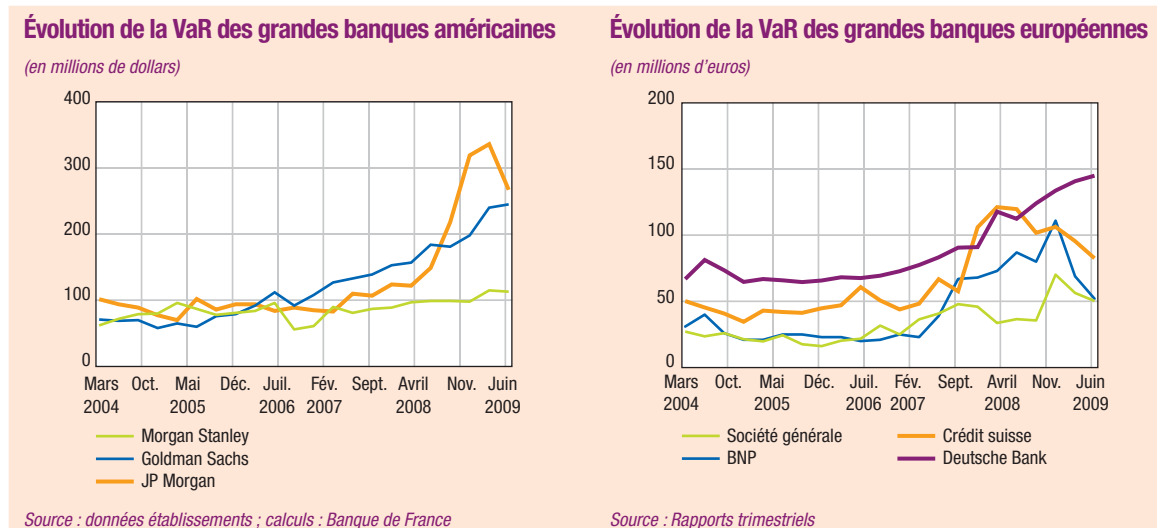
⁸ JP Morgan, Wells Fargo, Citigroup, Bank of America

⁹ Global Financial Stability Review, FMI, octobre 2009

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

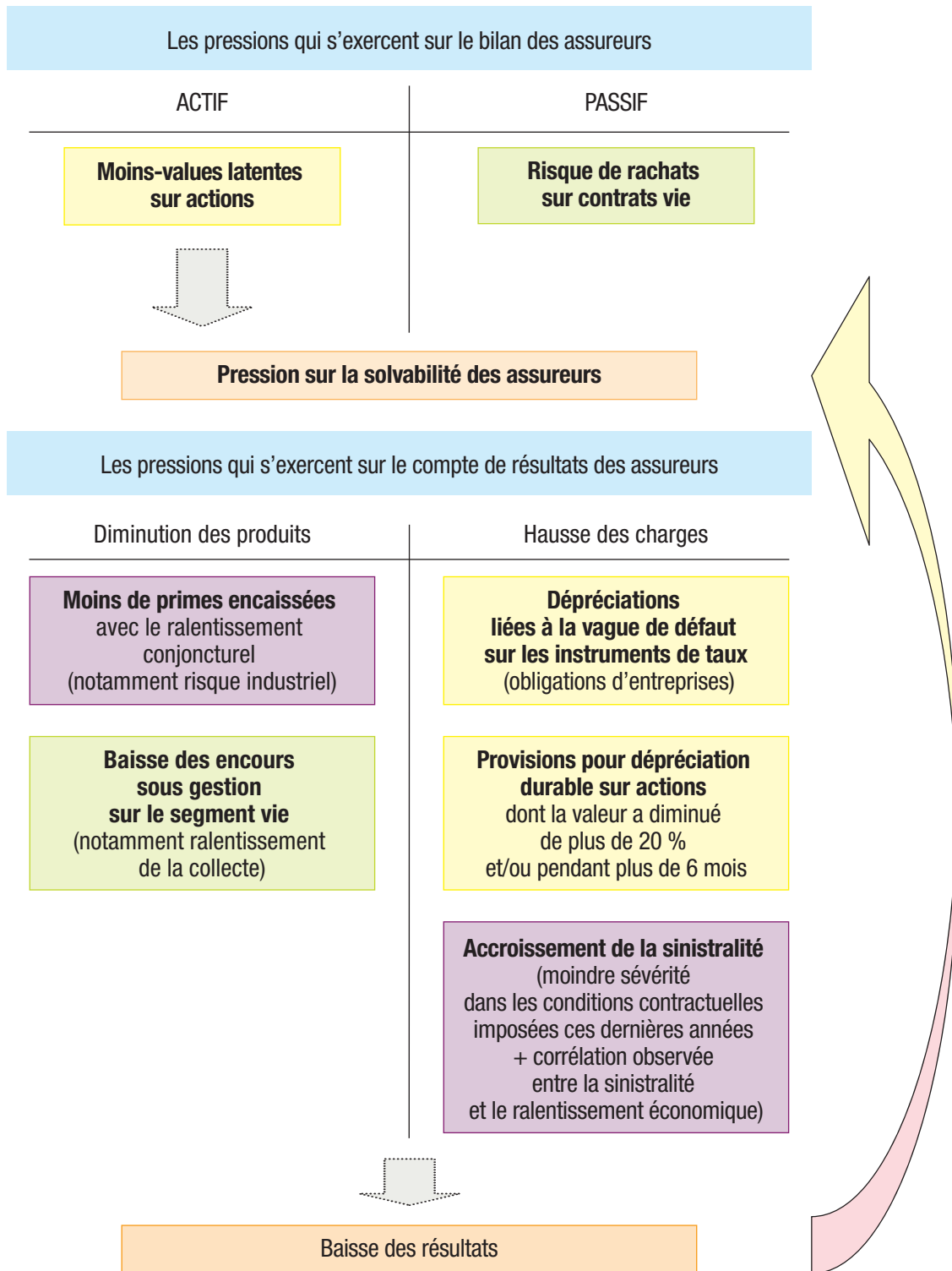
Le passif de bilan des assureurs-vie¹¹ peut être menacé en cas de baisse des prix des actifs en raison de la garantie implicite ou explicite donnée aux assurés : les produits à performance garantie peuvent alors se révéler coûteux. Dans un scénario extrême de rachat généralisé des contrats (similaire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

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

¹⁰ avec une tolérance de 20 %

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

Vulnérabilités pesant sur les bilans des assureurs



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

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

111 Une diminution significative des activités transfrontières

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

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

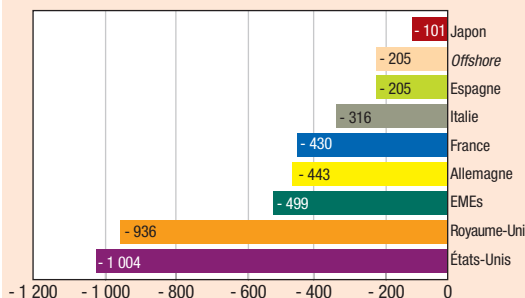
Plusieurs facteurs sont responsables du déclin des activités transfrontières :

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

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

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

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



Note : données consolidées
Source : BRI ; calculs BCE

¹² Source : BCE

¹³ Source : BRI

¹⁴ Source : BRI

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

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

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

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

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

- **un biais domestique**

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

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

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

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

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

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

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

2 | CHANGER LES *BUSINESS MODELS* ET LES INCITATIONS

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

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

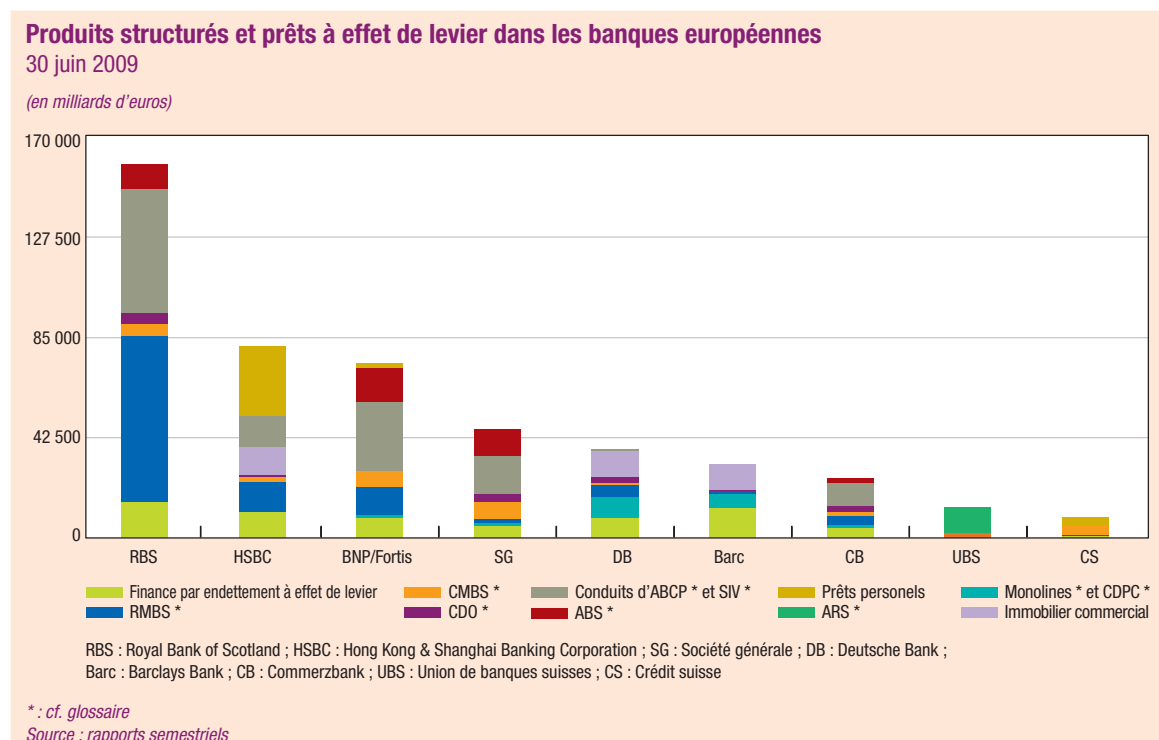
Une demande pour plus de transparence et de simplification

1| FAIRE REVIVRE LE MARCHÉ DE LA TITRISATION

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

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

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



112 ...mais dont l'utilité est certaine

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

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

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

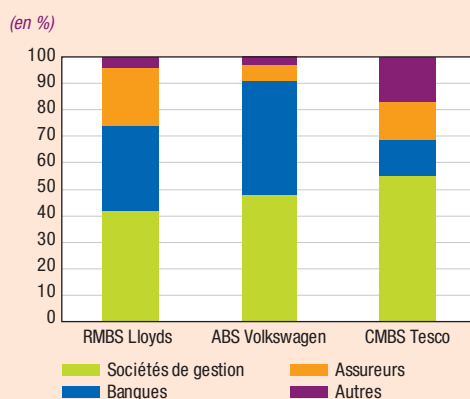
En outre, sans passer par la TALF, Avis a émis et placé des titres adossés à des créances de *leasing* pour 450 millions de dollars mi-septembre 2009.

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

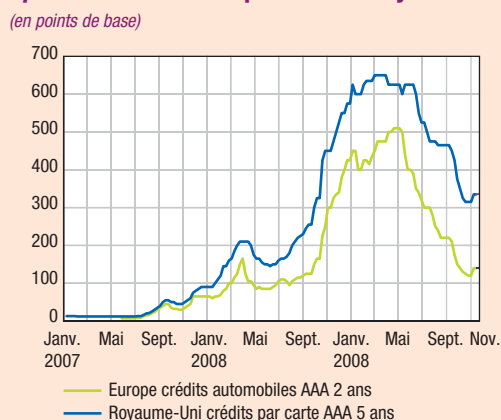
- En Europe, après une année passée sans un placement public de titrisation, le marché s'est ouvert cet été, et surtout en septembre qui a vu **quatre programmes de titrisation européens placés de manière publique** sur les marchés. C'est une première depuis de long mois, au cours desquels les tranches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

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

Base investisseurs des dernières émissions



Spreads ABS AAA européens et au Royaume-Uni



113 ...et justifie certaines évolutions

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

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

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

211 Stratégies et régulation des *hedge funds*

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

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

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

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

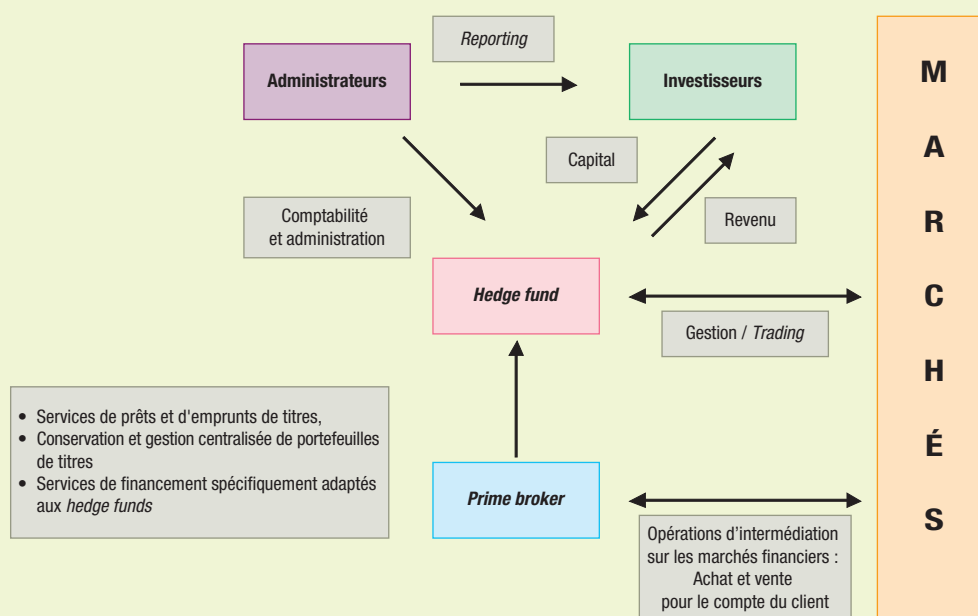
Encadré 13 Le *prime broker* : un prestataire de services d'investissement

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

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

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

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



Une plus grande indépendance ou externalisation de certaines fonctions

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

Une plus grande transparence

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

212 Activités et régulation des agences de notation

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

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

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

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

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

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

Une nouvelle réglementation est en cours d'élaboration

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

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

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

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

Les nouveaux acteurs de la stabilité financière

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

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

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

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

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

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

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

Encadré 14 Le Conseil de stabilité financière

Missions

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

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

Composition

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

Fonctionnement

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

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

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

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

[...]

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

LE PÉRIMÈTRE DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

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

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

LA NATURE DE LA RÉGULATION ET DE LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES ÉVOLUE

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

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

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

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

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

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

LES OBJECTIFS DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE ONT CHANGÉ

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

[...]

2| UNE NOUVELLE ORGANISATION EUROPÉENNE

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

211 Le Comité européen du risque systémique

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

212 Le système européen de superviseurs financiers

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

3| UN NOUVEAU RÔLE POUR LE FMI ?

311 Bailleur de fonds des pays émergents et des pays riches

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

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

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

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

312 Un rôle d'alerte et de conseil

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

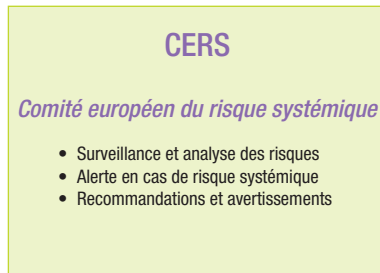
Le Comité monétaire et financier du G 20 a demandé au FMI de réaliser un exercice d'alerte avancé (*early warning exercise*) en collaboration avec le Conseil de stabilité financière. Cet exercice, qui aurait lieu deux fois par an, est un effort d'analyse plus systématique des risques liés aux interconnexions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

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

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

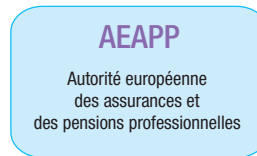
Niveau européen

Surveillance macroprudentielle



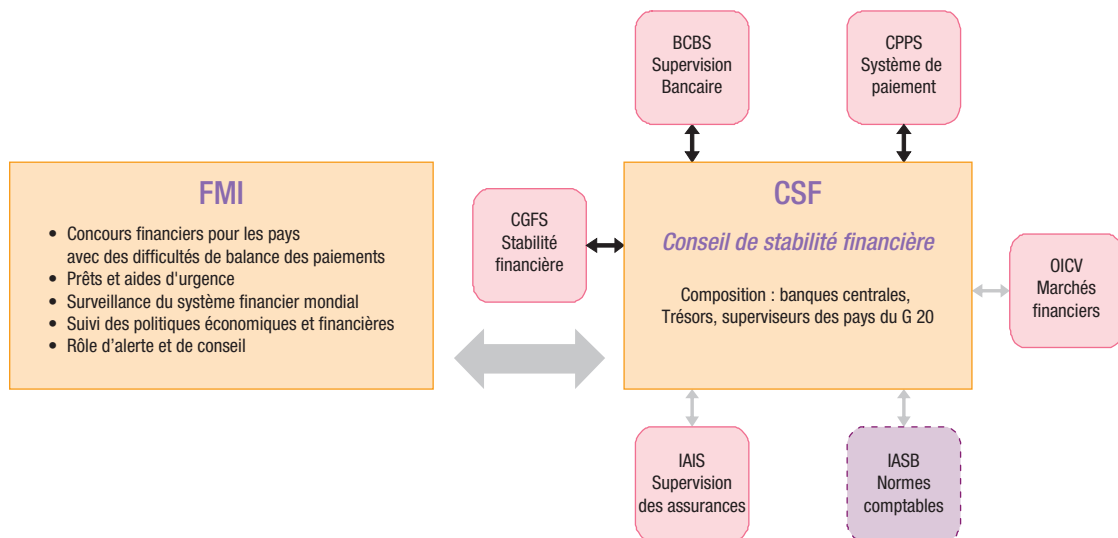
- Composition : 27 Banques centrales, la BCE, la Commission, le SESF...
- Secrétariat : BCE

Surveillance microprudentielle



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

Niveau international



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

[...]

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

[...]

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

[...]

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

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

[...]

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

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

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

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

[...]

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

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

Le G 7

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

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

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

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

Le G 8

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

Le G 10

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

.../...

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

Le G 20

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

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

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

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

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

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

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