

« Le séisme Lehman Brothers »

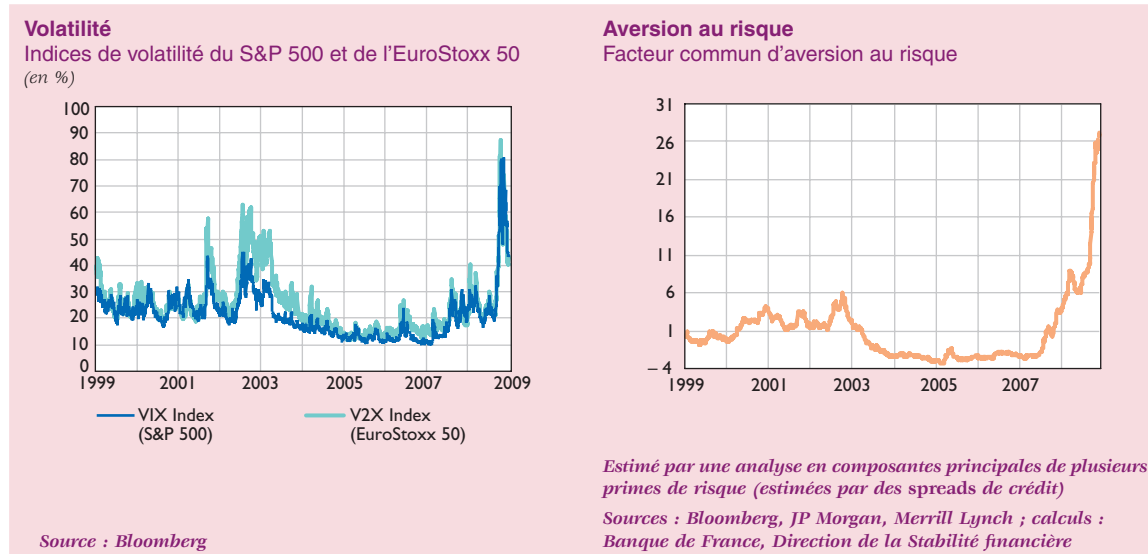
La faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, marque un tournant majeur dans la crise, à la suite duquel les tensions sur les marchés financiers ont atteint leur paroxysme. Elle a, en effet, déclenché :

- **une crise de confiance profonde dans la solvabilité des institutions financières :**

- les primes de risque sur le défaut du secteur bancaire (cf. graphique de la chronologie, *La crise vue par les marchés*) ont atteint des records avant de refluer en réponse aux actions des banques centrales.

- **un climat de défiance généralisée sur l'ensemble des marchés financiers, caractérisé par une forte progression de la volatilité, une forte aversion au risque ¹ et un blocage des marchés monétaires :**

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



Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, 2008

¹ Cf. Coudert (V.) et Gex (M.) (2006) « Les indicateurs d'aversion pour le risque peuvent-ils anticiper les crises financières ? », Revue de la Stabilité financière de la Banque de France, n° 9

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

Fuite vers la qualité

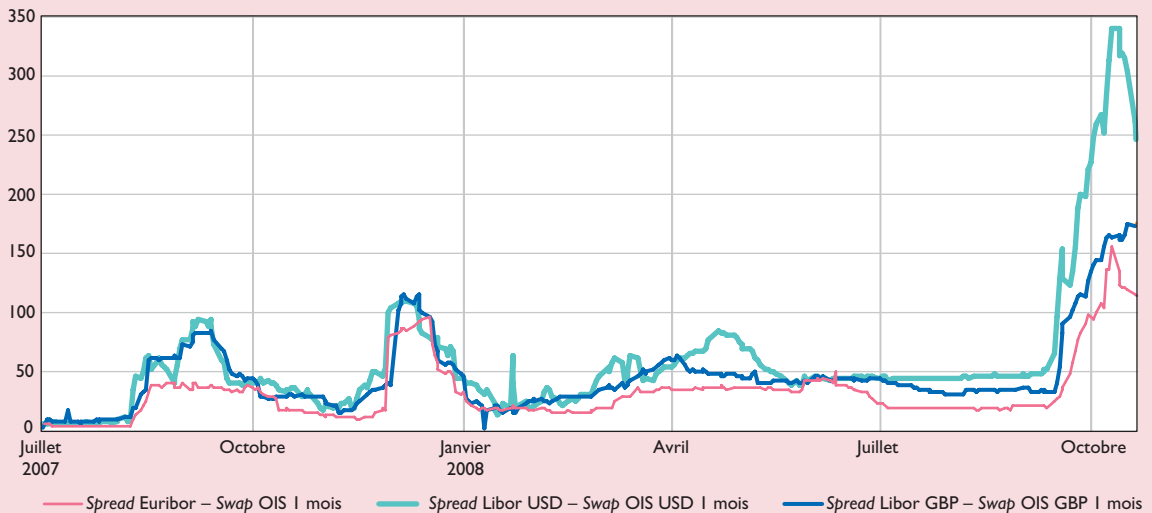
(taux de rendement du T-Bills 3 mois)



Source : Bloomberg

Prime de risque de contrepartie observée sur le marché interbancaire

(en points de base)



Source : Bloomberg

Les banques américaines dans la crise

Évolution du nombre annuel de faillites bancaires aux États-Unis depuis 2001

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	À décembre 2008
Nombre de banques ayant fait faillite	4	11	1	4	0	0	3	25

Au troisième trimestre 2008, neuf banques dont les dépôts sont assurés par l'agence fédérale américaine de garantie des dépôts bancaires, le FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), ont fait faillite, avec un total d'actifs de 346 milliards de dollars.

- Il s'agit du plus grand nombre de faillites trimestrielles depuis 1993.
- Le 25 septembre 2008, la faillite de Washington Mutual — qui avait indiqué détenir 307 milliards de dollars d'actifs — a été la plus grosse faillite individuelle de l'histoire du FDIC.
- Le FDIC dresse chaque trimestre une liste des banques américaines en difficulté. Cette liste comptait 171 banques au troisième trimestre 2008 (détenant 116 milliards de dollars d'actifs), contre 117 et 90 banques, respectivement au deuxième et premier trimestres 2008. Il s'agit du plus haut niveau observé depuis décembre 1995. Sur la base du nombre de défaillances constatées entre 1990 et 2008, la probabilité de faillite d'une institution figurant sur la problem institution list du FDIC est approximativement de 9 %. Le taux de défaillance s'est même élevé à 22 % entre 1990 et 1992.

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, 2008

Consolidation dans le secteur bancaire : un nouveau paysage parmi les plus grandes capitalisations boursières ?

La crise financière a entraîné une vague d'opérations de fusions et acquisitions dans le secteur bancaire : sept rapprochements importants ont eu lieu entre septembre et octobre et deux avant l'été. Ce mouvement de consolidation touche aussi bien l'Europe que les États-Unis¹. Les principaux acteurs sont, aux États-Unis, **JP Morgan**, **Bank of America** et **Wells Fargo** et, en Europe, **Santander** et **BNP Paribas**.

IMPACT DE LA CRISE

Le périmètre, le classement et la taille des dix plus grandes banques en termes de capitalisation boursière ont été sensiblement modifiés avec la crise. Tous les grands groupes bancaires ont vu leur valeur de marché diminuer (cf. tableaux) : **la capitalisation totale du top 10 a été divisée par deux** entre le premier semestre 2007 et décembre 2008. Mais la dispersion des performances a entraîné une modification de la hiérarchie des capitalisations.

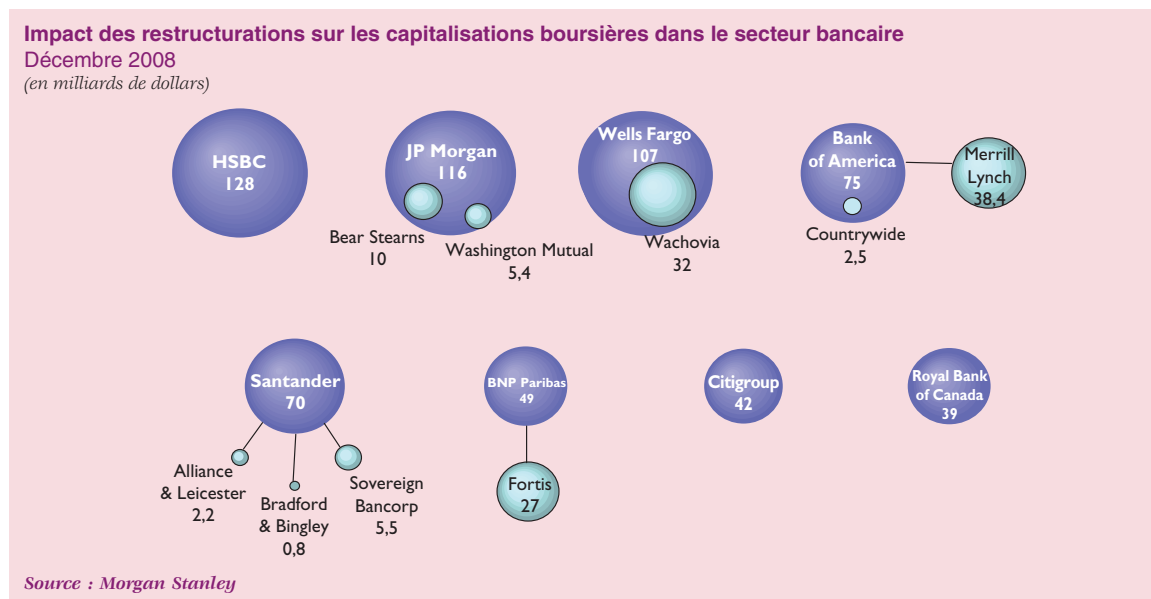
Évolution du classement des dix premières capitalisations boursières (en milliards de dollars)					
Premier semestre 2007			Décembre 2008		
1	Citigroup	261	1	HSBC	▲ 128
2	Bank of America	229	2	JP Morgan	▲ 116
3	HSBC	210	3	Wells Fargo	▲ 107
4	JP Morgan	172	4	Bank of China	▲ 107
5	Bank of China	159	5	Bank of America	▼ 107
6	UBS	129	6	Santander	▲ 70
7	Mitsubishi UFJ	125	7	Mitsubishi UFJ	▶ 59
8	Royal Bank of Scotland	124	8	BNP Paribas	▲ 49
9	Wells Fargo	119	9	Citigroup	▼ 42
10	Santander	115	10	Royal Bank of Canada	▲ 39
Total		1 649	Total		793

Ainsi, **Citigroup** a perdu sa place de leader et est même sorti du top 5 (9^e place aujourd'hui) après avoir perdu 84 % de sa valeur boursière. **UBS** et **Royal Bank of Scotland** (RBS) font également partie des *outsiders* puisqu'ils ont été sortis du top 10 avec une baisse commune de 72 % de leur capitalisation. À l'inverse, **BNP Paribas** et **Royal Bank of Canada** sont entrés dans le bas du classement.

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, 2008

¹ Ce mouvement implique également certains investissements minoritaires dans le capital de grandes banques (par exemple Mitsubishi UFJ dans Morgan Stanley) mais cette note se concentre sur les prises de contrôle majoritaires.

En termes de répartition géographique, la forte chute d'UBS et de RBS a entraîné un **rééquilibrage en faveur de l'Amérique du Nord** : alors que le palmarès d'avant-crise comprenait 40 % de banques nord-américaines, 40 % d'européennes et 20 % d'asiatiques, il compte aujourd'hui 50 % de nord-américaines, 30 % d'européennes et 20 % d'asiatiques.



L'internationalisation de la crise

La crise financière, partie du marché américain des prêts hypothécaires à risque (*les subprimes*) à l'été 2007, n'a réellement atteint les économies émergentes qu'un an plus tard. Ce décalage a conduit un temps les analystes à espérer un « découplage » entre économies avancées et émergentes. Cependant, depuis l'été 2008, les émergents sont rattrapés par la crise, qui devient alors globale. Elle affecte tous les compartiments de marché, empruntant tout d'abord le canal financier, puis aujourd'hui le canal réel.

La crise actuelle se distingue par la concomitance entre sa dimension globale, son ampleur (inégalée depuis la crise de 1929), et son mode inédit de contagion, pour la première fois des économies avancées vers les économies émergentes. La dernière grande crise ayant eu un effet de contagion au sein des économies émergentes, qualifiée de « crise de troisième génération », remonte à 1997 et 1998. Née en Asie, elle s'est étendue par la suite à la Russie et au Brésil. Certes, la crise actuelle partage avec cette dernière une source de vulnérabilité constante des émergents, à savoir leur forte dépendance vis-à-vis des entrées de capitaux externes, même si les modalités de cette dépendance ont pu changer. Toutes les crises financières partagent aussi des caractéristiques communes dans leur enchaînement (un excès d'endettement et de création de liquidité pendant une phase de forte expansion, suivi d'un épisode violent de fuite après le déclenchement de la crise, cf. Kindleberger ¹).

Cependant, la crise de 1997 et la crise actuelle sont différentes au regard de leurs origines respectives. La crise actuelle trouve son origine dans les systèmes financiers des pays développés tandis que la crise asiatique provenait des multiples vulnérabilités des pays d'Asie du Sud-Est (des régimes de changes fixes contre le dollar ayant conduit à une surévaluation des monnaies nationales et à des déficits courants croissants, un endettement très élevé des agents privés en devises, une gouvernance défaillante des systèmes bancaires résultant de problèmes d'aléa moral liés aux garanties implicites des États). Ces vulnérabilités sont aujourd'hui absentes, ou en nette régression, dans la plupart des pays émergents, notamment pour les pays qui ont accumulé des excédents courants de grande ampleur. On pouvait même noter un sens de contagion inverse en 1998 : la crise sur la dette de l'État russe provoqua à cette date la faillite du fonds spéculatif américain *Long Term Capital Management* et contraignit la Fed à organiser le sauvetage de l'institution pour éviter une panique sur les systèmes financiers des pays développés.

Il faut ainsi remonter aux crises du XIXe siècle (1857, 1873, 1890) pour **retrouver un tel degré de contagion internationale**. Le monde connaissait alors une première phase d'internationalisation des économies, en apparence comparable à la période actuelle. Toutefois, le degré et le mode d'intégration des pays à l'époque colonisés étaient différents et très variables. Aussi, sous cette réserve, on peut qualifier **la crise actuelle de première crise de la mondialisation**.

[...]

Source : Banque de France, Direction des Études et des Relations internationales et européennes, document de travail, 2008
 1 Kindleberger (C.P.) (2000) : "Manias, panics, and crashes: A history of financial crises"

Les politiques publiques dans la crise

Extrait du discours de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France
 « Reflexions sur la crise », Tokyo, 17 novembre 2008
 Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante :
www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2008/disc20081117.pdf

[...]

« **A**u cours des dernières semaines, nous avons assisté à une inflexion sensible des politiques publiques vis-à-vis des institutions financières. Jusque-là exclusivement orientées vers l'apport de liquidité, les interventions publiques visent aussi, désormais, à soutenir le financement et les fonds propres des banques.

Ce changement d'orientation est important.

Les problèmes de liquidité restent cruciaux à ce stade de la crise. Les marchés interbancaires montrent des premiers signes de normalisation, mais il reste encore du chemin à parcourir. Les banques centrales ont mobilisé pour ce faire une puissance de frappe considérable. Au terme d'un processus à l'œuvre depuis plus d'un an, les banques centrales ont ajusté leurs cadres opérationnels selon quatre axes. S'agissant de l'Eurosystème, la maturité de leurs facilités a été allongée ; la gamme des contreparties éligibles a été élargie ; le périmètre du collatéral admissible au refinancement a été étendu ; les procédures d'appel d'offre ont été modifiées pour offrir de la liquidité de banque centrale pour des montants illimités ; enfin, une coordination internationale extrêmement étroite s'est renforcée, ce qui assure que les actions prises par chacune s'inscrivent dans une stratégie d'ensemble cohérente, tout en tenant compte des spécificités propres à chaque zone. Ces mesures sont exceptionnelles. En tant que telles, elles devraient contribuer fortement à restaurer la confiance et à normaliser le fonctionnement des marchés monétaires.

Les États interviennent aussi désormais pour soutenir la solvabilité et la solidité des banques. Grâce, notamment, au rôle leader de la France, l'Europe s'est organisée. Depuis la déclaration de Paris des pays membres de la zone euro, les Européens disposent d'un plan d'action solide et cohérent. Sans entrer dans les détails, je crois qu'il faut garder à l'esprit trois principes importants. D'une part, les autorités garantissent le refinancement des banques, afin qu'elles puissent elles-mêmes financer correctement l'économie. D'autre part, des réformes très significatives des règles comptables ont été introduites. Elles permettent aux banques, comme c'était déjà le cas aux États-Unis, de transférer des instruments jusque-là comptabilisés en valeur de marché vers des portefeuilles où ils ne le seront plus. Elles offrent également une plus grande souplesse dans le calcul de la « juste valeur » pour les actifs valorisés pour lesquels il n'y a plus de marché. Enfin, les États ont confirmé leur soutien à la recapitalisation des banques ».

[...]

Le système bancaire français

[...]

« **Le secteur bancaire français** compte des acteurs d'envergure internationale qui ont prouvé la robustesse de leur "business model" dans cette période de crise. Trois banques françaises apparaissent au palmarès des dix plus grandes banques européennes en termes de capitalisation boursière avec BNP Paribas au deuxième rang. Le groupe français se classe, en outre, au huitième rang mondial en octobre 2008 dans un contexte où les dix premiers groupes mondiaux ont vu leur valeur de marché fondre de près d'un tiers depuis le début de la crise. Les grandes banques françaises sont présentes sur tous les continents : elles ont développé leur réseau à l'international sur des marchés étrangers porteurs comme l'Italie pour BNP Paribas (rachat de BNL, sixième banque italienne), l'Espagne et la Grèce pour Crédit agricole et l'Europe de l'Est pour Société générale. Mais la France est également une terre d'accueil privilégiée pour les institutions financières étrangères avec près de 300 implantations soit un tiers du total des établissements financiers établis en France.

L'avantage comparatif des banques françaises réside également dans leur "business model" qui a été récemment testé avec succès par la crise. On a pu constater aux États-Unis les faiblesses d'un modèle de banque spécialisée dans les activités de marché et d'investissement. En revanche, le modèle de banque universelle des banques françaises rassemblant les métiers de banque de détail, de services d'investissement et de gestion d'actifs notamment est une source de diversification des risques : les pertes subies par l'activité d'investissement ont pu être compensées par les autres métiers de la banque. Ainsi la diversité des activités permet de dégager des résultats récurrents et joue un rôle d'absorbeur de choc en temps de crise. Par conséquent, on assiste aujourd'hui à une relative convergence des systèmes bancaires vers le modèle universel. Par exemple, certaines grandes banques d'investissement américaines ont été contraintes de s'adapter en s'adossant à des acteurs diversifiés ou en demandant le statut de "Bank Holding Company". Le renforcement de ce modèle « universel » a également été un des moteurs du rachat par BNP Paribas des activités de détail de Fortis donnant ainsi naissance au premier groupe bancaire de la zone euro par le montant de ses dépôts ».

Source : Extrait du discours de Didier Bruneel, directeur général des Opérations de la Banque de France, Tokyo, 17 novembre 2008

Extrait du discours de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France, Tokyo, 17 novembre 2008

[...]

« La loi donne à une société détenue par l'État la possibilité de souscrire à des émissions de titres subordonnés ou d'actions de préférence. Comme vous le savez, six établissements ont exprimé leur intention d'émettre des dettes subordonnées et le Gouvernement a signalé qu'il souscrirait 10,5 milliards de ces émissions. Ces dispositions permettront à l'ensemble de nos banques de renforcer leurs fonds propres et de sécuriser leur financement, pour continuer ce financement sur de bonnes bases de l'économie réelle.

Les banques françaises en avaient-elles vraiment besoin ? Si l'on met de côté le cas de Dexia, la réponse est : pas vraiment. Pour Dexia, sa forte exposition aux monolines américains rendait sa recapitalisation sur fonds publics nécessaire. En revanche, toutes les autres banques françaises, sans exception, ont des fonds propres aujourd'hui amplement suffisants tant au regard des exigences prudentielles, que par comparaison à leurs pairs. La recapitalisation publique n'a donc pas pour objet de pallier un quelconque défaut ou une quelconque faiblesse. Elle vise à anticiper. Les circonstances que nous vivons sont exceptionnelles. Même les banques les plus profitables et les plus solides ne sont pas assurées de pouvoir se financer aisément. Tant que cette incertitude persiste, nous devons mettre notre système de crédit à l'abri des aléas et préserver le financement de l'économie ».

La réponse internationale à la crise financière : le choix de la convergence

LES POLITIQUES DE GESTION DE LA CRISE

Plan anti-crise : orientations du G 7

Le G 7 a défini des principes clairs le 10 octobre 2008 (lors des réunions annuelles du Fond monétaire international à Washington du 10 au 13 octobre)

- Assurer la viabilité du système financier, éviter la faillite des institutions financières importantes
- Garantir l'accès à la liquidité (banques centrales)
- Recapitaliser les institutions financières publiques et privées, en cas de besoin
- Restaurer la confiance des épargnants par des garanties publiques sur les dépôts
- Soutenir le marché des financements hypothécaires, travaux sur la valorisation, la transparence des *pools* de crédit et les règles comptables

Dès le lendemain, à Paris, à l'initiative du président de la République, ce plan était décliné par l'Eurogroupe au niveau européen

Un engagement clair des gouvernements

- Assurer le financement de l'économie, notamment des PME et des ménages
- Aucune institution financière ne fera faillite. Les épargnants et les déposants sont donc protégés.

Des actions de l'État suivant plusieurs axes :

- un renforcement des fonds propres des organismes financiers pour assurer leur solvabilité ;
- en intervenant, le cas échéant, en capital dans une banque qui serait en difficulté ;
- en octroyant une garantie de l'État pour aider les banques à trouver des ressources à long terme afin de relancer le financement de l'économie ;
- en relevant la garantie des dépôts ;
- en modifiant les règles comptables.

Chronologie des annonces de plan de sauvetage

- 7 octobre : annonce par le gouvernement britannique d'un plan reposant sur l'octroi de garanties publiques et des recapitalisations ;
- 10 octobre : plan de sauvetage du G 7 réuni lors des réunions annuelles du FMI à Washington ;
- 12 octobre : plan de sauvetage de l'Eurogroupe, décliné le lendemain au niveau de la France ;
- 14 octobre : inflexion du plan Paulson : une partie des fonds destinés aux achats d'actifs toxiques est allouée à des recapitalisations de banques américaines.

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, 2008. Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante : http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/autres_telechar/gestion_CF.ppt

Tableau synthétique des plafonds d'aides annoncés par certains États (tableau non exhaustif)				
		Aides au refinancement (garantie et ligne de crédit)	Recapitalisation	Défaisance d'actifs
États-Unis	Milliards de dollars	1 400	250	450
Royaume-Uni	Milliards de livres	250	37	0
Allemagne	Milliards d'euros	400		80
France	Milliards d'euros	320	40	0
Italie	Milliards d'euros	0	20	0
Espagne	Milliards d'euros	100	0	30-50
Pays-bas	Milliards d'euros	200	20	0
Suisse	Milliards de dollars	0	0	60
Total	Milliards d'euros	2 370	351	468

Source : tableau récapitulatif, Recherche Natixis

Le plan anti-crise européen prévoit que les États renforcent les fonds propres des banques en souscrivant des titres émis par les banques et en intervenant, le cas échéant, en capital dans une banque qui serait en difficulté.

Dans le cas de la France, ces deux modalités d'intervention se feront à travers **une société de participations publiques** dans les organismes financiers, détenue par l'État, disposant de 40 milliards d'euros¹, et qui a la possibilité de souscrire en particulier à des émissions de titres subordonnés ou d'actions de préférence. Les banques pourront ainsi accompagner le développement de leurs activités de crédit par un renforcement de leurs fonds propres, même dans l'hypothèse où elles ne parviendraient pas à lever sur le marché les capitaux dont elles auraient besoin, compte tenu des circonstances.

Le cas de Dexia, dans le capital de laquelle l'État est entré à hauteur de 1 milliard d'euros, correspond à la deuxième modalité d'intervention.

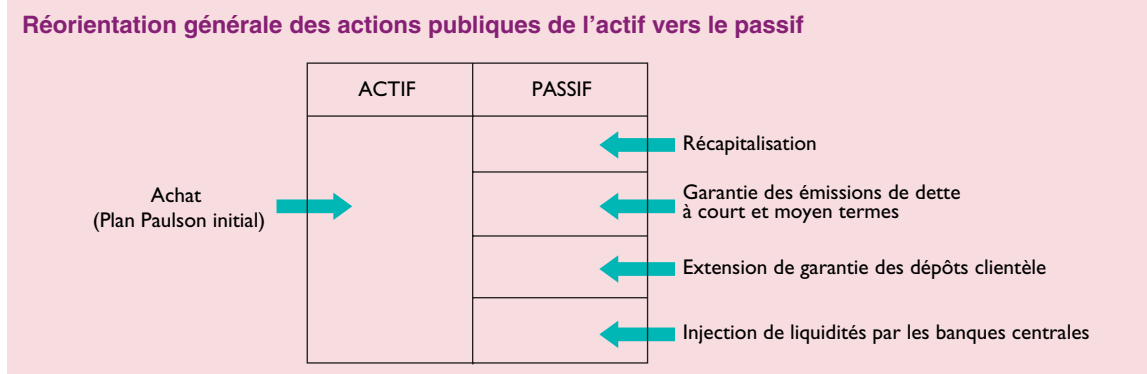
La troisième modalité consiste à permettre aux banques d'obtenir des financements de moyen terme. Dans le cas de la France, c'est la création de la **société de refinancement des établissements de crédits**.

Cette caisse empruntera sur les marchés avec la garantie de l'État pour reprêter aux banques à hauteur d'un maximum de **320 milliards d'euros**. Cela permettra aux établissements de crédit d'améliorer le refinancement à moyen terme (durée de 1 à 5 ans) de leurs prêts aux entreprises, à l'habitat, à la consommation et aux collectivités locales alors même que des refinancements de cette durée sont très difficiles ou impossibles à trouver sur le marché financier dans les circonstances actuelles.

Comme la plupart des autres pays européens, la France a choisi de ne pas mettre en place de structure de défaisance permettant aux institutions financières de céder leurs actifs dépréciés à une structure dédiée. Bien qu'elle ait été initialement envisagée, cette mesure affectant l'actif des banques n'a pas été mise en œuvre aux États-Unis (à la date du 29 janvier). L'essentiel de l'action des États a donc porté sur le passif des banques (cf. schéma ci-après).

Les ministres des Finances de l'Union européenne ont décidé de relever la **garantie des dépôts** de 20 000 euros à 50 000 euros dans un premier temps. Le 31 décembre 2010 au plus tard, le niveau de garantie pour l'ensemble des dépôts d'un même déposant est fixé à 100 000 euros.

¹ Ce montant a été revu à la baisse à 21 milliards d'euros, lors de l'adoption par la Commission européenne du plan français le 8 décembre 2008.



LES MESURES COMPTABLES

Les chefs d'État et de gouvernement de l'Eurogroupe, lors de leur réunion du 12 octobre, ont souhaité la mise en œuvre de réformes comptables. Ces mesures, qui sont convergentes en Europe et aux États-Unis, visent à adapter la comptabilité aux turbulences des marchés qui empêchent de trouver de manière continue des prix pour certains produits financiers.

Ces mesures sont de deux natures.

- Permettre de **transférer certains actifs** des portefeuilles dits de « transaction » valorisés au prix de marché à des portefeuilles dits « bancaires » valorisés au coût historique amorti, ce qui assure une plus grande stabilité et consacre l'intention de conserver ces actifs à plus long terme.

Ce transfert ne modifie pas la valorisation actuelle car il s'effectue à la dernière valeur comptable connue.

Les établissements américains ont toujours disposé de cette possibilité, les banques européennes peuvent désormais y avoir recours.

- Quand il n'y a pas de transaction sur le marché et donc pas de référence de prix, il est désormais possible de faire une **estimation à partir des flux financiers futurs attendus**.

L'application de cette possibilité devra naturellement être effectuée sous le contrôle des Commissaires aux comptes. Les modalités ont été précisées par une recommandation commune de l'Autorité des Marchés financiers (AMF), du Conseil national de la Comptabilité (CNC), de l'Autorité de Contrôle des Assurances et des Mutuelles (ACAM) et de la Commission bancaire en date du 15 octobre 2008. Ces mesures comptables sont applicables immédiatement et notamment pour les comptes arrêtés au 30 septembre 2008.

Source : Ce document peut être consulté à l'adresse suivante : http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/debats/mesures_comptables.pdf.

LA RESPONSABILITÉ DU G 20

Les dirigeants des principales économies émergentes se sont joints aux dirigeants du G 7 à Camp David le 15 novembre 2008. Ce sommet du G 20 a établi une feuille de route précise sur les travaux à mener.

Extrait du communiqué

Nous demandons aux ministres des Finances, en coordination avec la présidence du G 20 de formuler des recommandations sur les sujets suivants :

- Réduire la pro-cyclicité de la réglementation.
- Revoir et faire converger les normes comptables, en particulier pour les titres complexes en période de *stress*.
- Renforcer la résistance et transparence des marchés de dérivés de crédit et réduire leurs risques systémiques, y compris en améliorant les infrastructures des marchés de gré à gré.
- Revoir les pratiques de rémunération lorsqu'elles sont liées à la prise de risque et l'innovation financière.
- Revoir le mandat, la gouvernance et les ressources financières des institutions financières internationales.
- Définir le périmètre des institutions d'importance systémique et définir leur surveillance et réglementation adéquate.

Le G 20 se réunira de nouveau en avril 2009 et examinera les propositions faites par les ministres des Finances qui viendront compléter la liste des actions prioritaires définies le 15 novembre 2008 (<http://www.g7.utoronto.ca/g20/2008-leaders-declaration-081115.html>).