

# La consolidation des passifs bancaires

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

## 1| OCTROI DE GARANTIES DE DETTES BANCAIRES

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

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

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

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

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

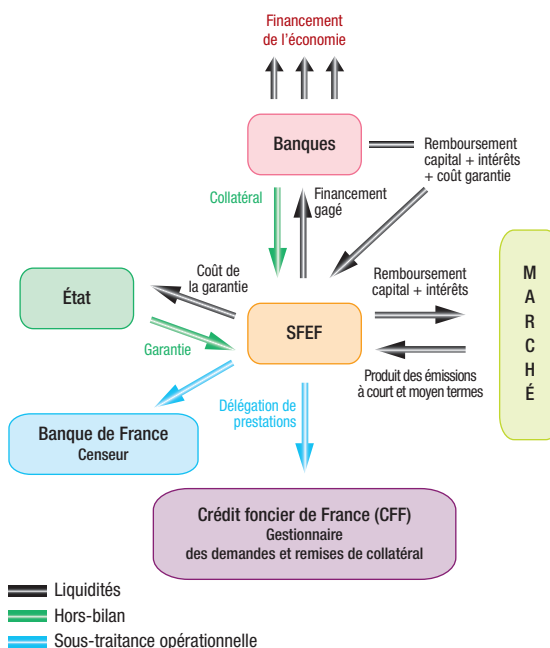
### En France : la SFEF

#### Fonctionnement

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

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

#### Fonctionnement de la SFEF



Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière

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

#### Coût du financement pour les banques

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

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

<sup>2</sup> La loi fixe seulement le principe suivant pour la détermination du coût : « le prix de la garantie sera représenté par une commission additionnelle aux intérêts, selon des modalités définies au moment de l'émission. Ce prix est défini de telle sorte que le coût du refinancement de chaque établissement de crédit soit équivalent à celui d'un refinancement sur le marché dans des conditions normales de fonctionnement ». La société a vocation à travailler à marge nulle (C. Lagarde, 2008).

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

**Taux d'émission de la SFEF + médiane des primes de CDS de la banque  
à 5 ans entre le 1<sup>er</sup> janvier 2007 et le 31 août 2008 + 20 points de base<sup>3</sup>**

### Contrôles

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

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

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

La SFEF a cessé ses activités le 8 octobre 2009 compte tenu de l'amélioration du fonctionnement des marchés financiers. Avec un certain retour à la normale sur les marchés, la garantie de l'État est devenue comparativement moins intéressante pour les banques. Depuis son démarrage, en novembre 2008, la SFEF a émis environ 80 milliards d'euros sur les marchés<sup>4</sup>. Le projet de loi de finances 2010 prévoit sa remise en service en cas de « circonstances exceptionnelles » marquées par une difficulté d'accès aux marchés pour les établissements de crédit. En pratique, la réactivation de la SFEF serait laissée à la discrétion du gouvernement.

### En Allemagne : le SoFFin

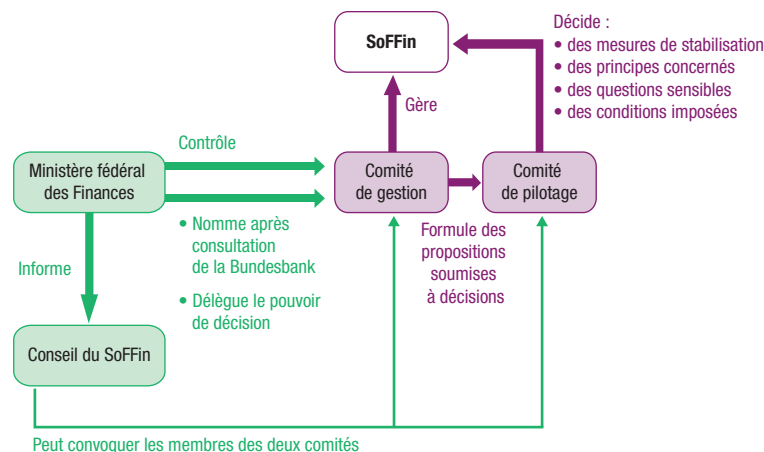
Le *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung* (SoFFin) est un véhicule financier temporaire créé par la loi de stabilisation des marchés financiers allemands (*Finanzmarktstabilisierungsgesetz*) du 17 octobre 2008. Le fonds est géré par un établissement public (*Finanzmarktstabilisierungsanstalt*) institué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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le 17 mars 2009, le FDIC a officiellement annoncé qu'il étendait la durée de la garantie des dettes bancaires du TLGP jusqu'au 31 octobre 2009 mais en augmentait le coût. Ainsi, pour la garantie de la dette d'un établissement assuré par le FDIC, il en coûtera 10 points de base<sup>5</sup> ou 25 points de base<sup>6</sup> de plus (sur base annuelle) si la dette est émise après le 30 juin 2009 ou pour une maturité qui dépasse le 30 juin 2012. Cette augmentation du coût de la garantie doit permettre au FDIC de reconstituer son fonds de garantie des dépôts mis à mal par l'accélération du nombre de faillites bancaires.

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

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

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

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

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

<sup>6</sup> 50 points de base pour les institutions non assurées auprès du FDIC

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

(en milliards d'euros)

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

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

La SPPE a engagé deux opérations :

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

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

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

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

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

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

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

### Quasi-nationalisations

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

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

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

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

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

### Nationalisations

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

<sup>7</sup> Communiqué de presse du Trésor britannique - 13 octobre 2008. [http://www.hm-treasury.gov.uk/press\\_105\\_08.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/press_105_08.htm)

# Le traitement des actifs illiquides

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

## 1 | LES MESURES DE GARANTIES D'ACTIFS

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

Dans tous les cas :

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

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

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

## 2 | LES MESURES DE CANTONNEMENT D'ACTIFS

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

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

### 211 Une *bad bank* par établissement en Allemagne

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La procédure prévue est la suivante :

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

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

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

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

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

### 213 Une structure publique de cantonnement en Irlande

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

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

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

### 214 Le *StabFund* en Suisse

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

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

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

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

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

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

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

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

# Le transfert des risques vers les États

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

.../...

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

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

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

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

## 2 | LES RISQUES EN MATIÈRE DE SOUTENABILITÉ DES FINANCES PUBLIQUES

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

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

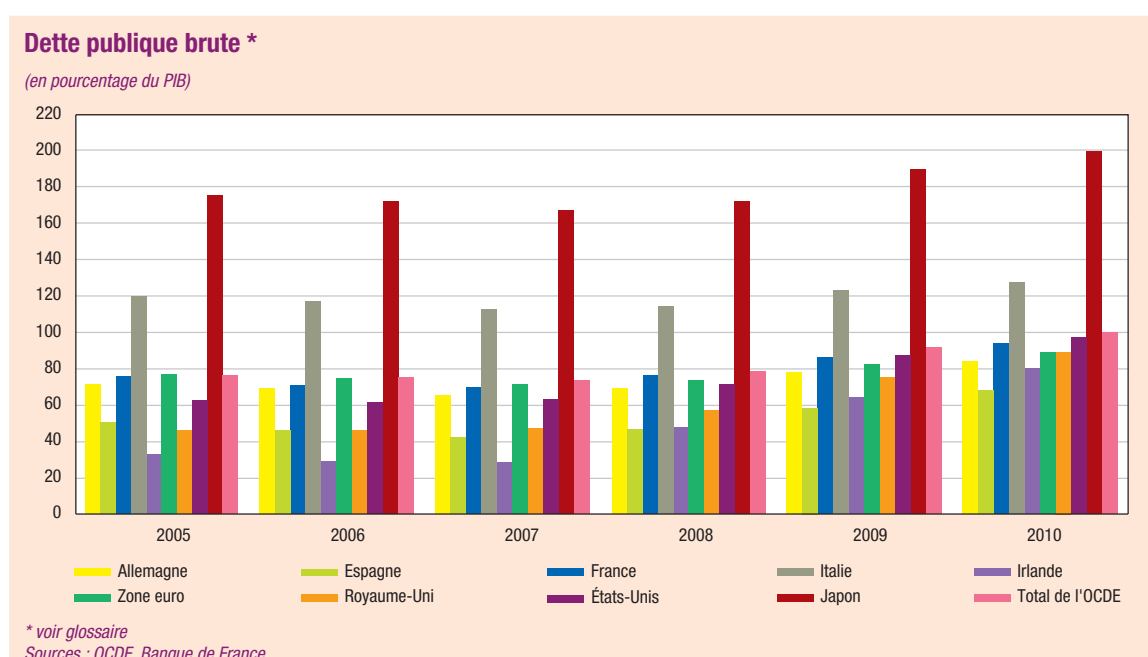
- si le taux d'intérêt est égal au taux de croissance, un solde primaire juste à l'équilibre maintient la dette publique stable ;
- si le taux d'intérêt est supérieur à la croissance, le solde primaire doit être en excédent pour stabiliser la dette publique. On observe autrement un effet « boule de neige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

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

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

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

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



### 3 | LA MONTÉE DU RISQUE SOUVERAIN

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

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

##### Un mouvement généralisé de recorrélation entre primes de CDS souverains

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

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

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

##### Une augmentation des volumes de transaction sur les CDS souverains

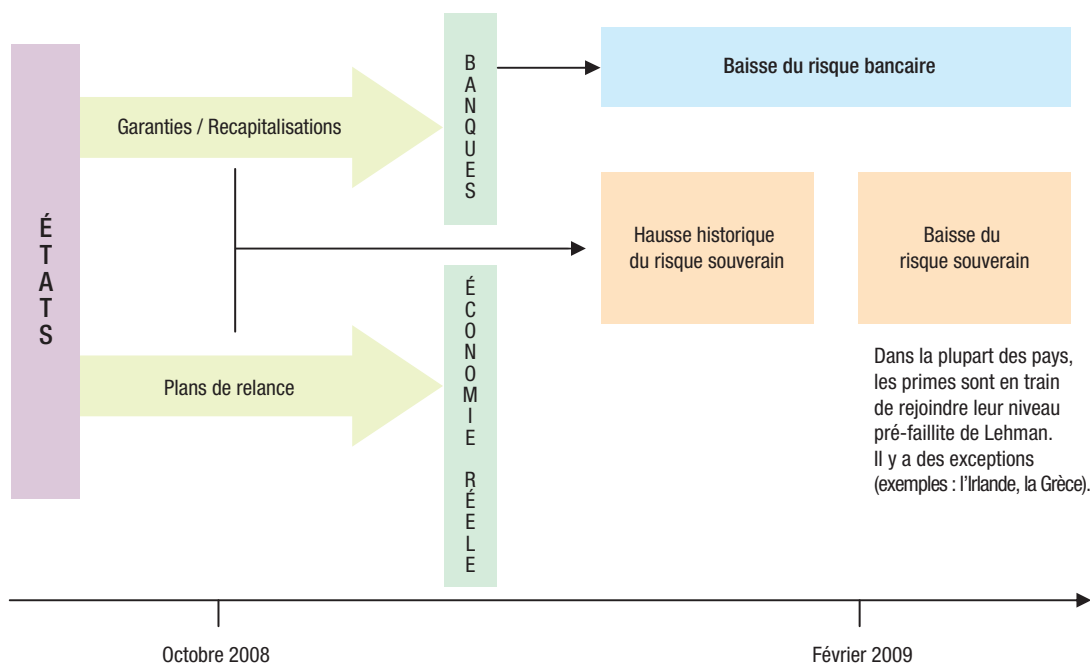
L'augmentation des volumes traités sur les CDS souverains accrédite la possibilité d'une plus forte activité sur ce marché. En effet, le classement en termes de notionnel brut, qui est un bon indicateur de l'activité sur les CDS individuels, a significativement augmenté pour la plupart des émetteurs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

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

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

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

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



### 312 Quelles conséquences de cette hausse des primes souveraines ?

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

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

#### Banques

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

#### Corporate

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

Cette rupture des liens fondamentaux entre ces différents segments du marché dérivé se retrouve sur le marché sous-jacent des émissions obligataires. Le taux des émissions d'État représente la référence et la borne inférieure pour les émissions *corporate* ; or un tel référentiel n'existe pas sur le marché des CDS. Ainsi, alors que les primes de CDS de certaines entreprises sont inférieures à celle de leur souverain, leurs obligations affichent un *spread* positif sur les émissions d'État. Théoriquement, la condition de non-arbitrage entre le marché obligataire et le marché des CDS<sup>9</sup>, implique que la base, c'est-à-dire l'écart entre la prime de CDS et le *spread* obligataire pour une entité et une maturité donnée soit nulle<sup>10</sup>. À terme, une correction semblait donc inévitable, elle s'est produite à partir de mars 2009.

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

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

En règle générale, la notation implicite d'une entité *corporate* est un assez bon prédicteur de sa note future<sup>11</sup>. Bien que la comparaison entre notations *corporate* et souveraines ait ses limites, un tel écart entre notation et notation implicite semble difficilement tenable à long terme. *In fine*, la dégradation d'un émetteur souverain détériorerait les conditions de financement de la dette publique mais aussi de la dette des entreprises.

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

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

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

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

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

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

<sup>9</sup> Démontrée par Duffie (1999), Duffie et Singleton (1999) et Hull et White (2000), entre autres

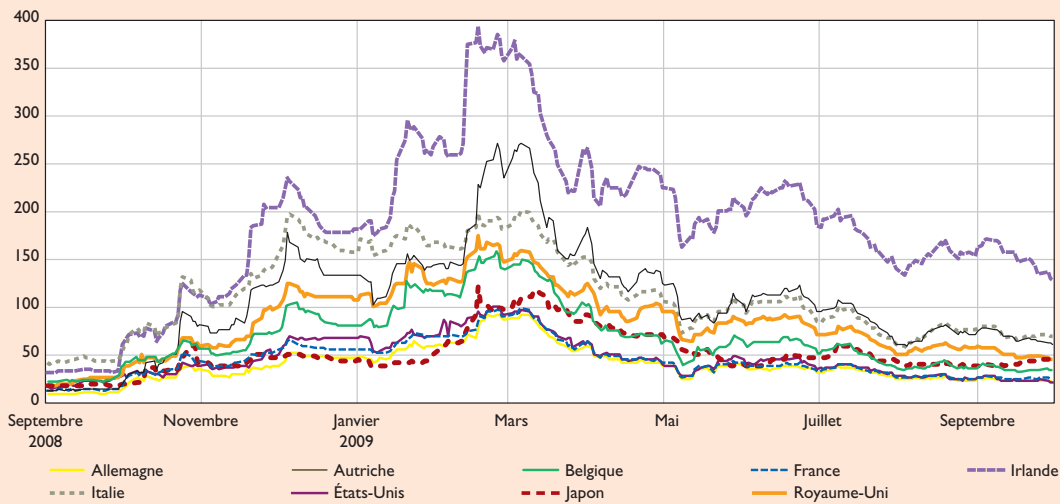
<sup>10</sup> En pratique, un certain nombre de raisons explique que la base n'est jamais parfaitement égale à zéro.

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

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

**Prime de CDS des pays développés**

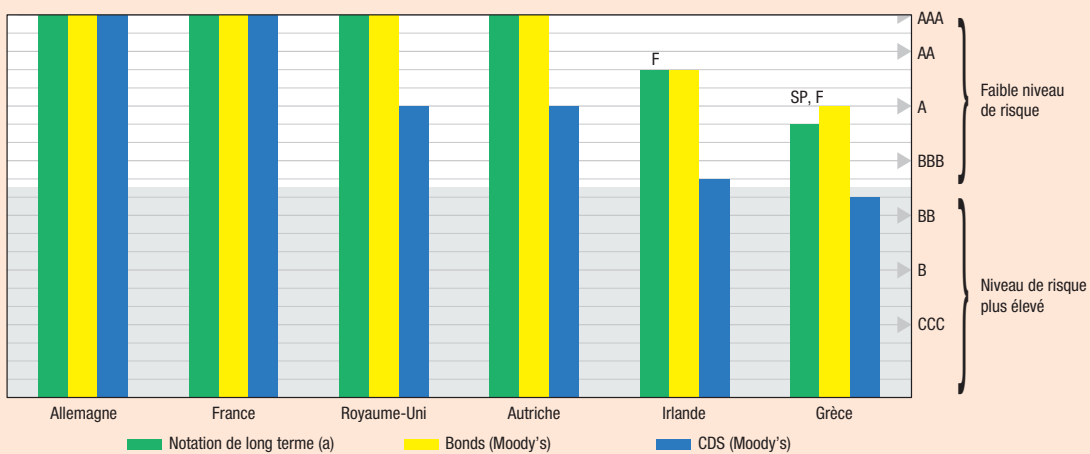
(en points de base)



Source : Bloomberg

**Notations de crédit et notations implicites**

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



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