

MAI 2012

N° 4

**DOCUMENTS
ET DÉBATS**

**LA CRISE
DE LA DETTE SOUVERAINE**



« Aucune représentation ou reproduction, même partielle, autre que celles prévues à l'article L. 122-5. 2° et 3° a) du Code de la propriété intellectuelle ne peut être faite de la présente publication sans l'autorisation expresse de la Banque de France ou, le cas échéant, sans le respect des modalités prévues à l'article L. 122-10 dudit code. »

© Banque de France – 2012

INTRODUCTION

1

PARTIE 1

LA HAUSSE CONTINUE
DE L'ENDETTEMENT PUBLIC

CHAPITRE 1

5

LES FACTEURS STRUCTURELS DE LA HAUSSE
DE L'ENDETTEMENT PUBLIC DANS LES PAYS AVANCÉS

CHAPITRE 2

11

LES EFFETS CONJONCTURELS DE LA CRISE DE 2007-2008
SUR L'ENDETTEMENT PUBLIC

- ⑪ L'effet des politiques de relance pendant la crise
- ⑬ Les plans de soutien au secteur financier
- ⑳ Les risques en matière de soutenabilité des finances publiques

PARTIE 2

L'ÉMERGENCE D'UN RISQUE SOUVERAIN
DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS

CHAPITRE 3

25

LE MARCHÉ OBLIGATAIRE ET LE MARCHÉ DES CDS
FACE À LA MATÉRIALISATION DU RISQUE SOUVERAIN

- ⑵⑤ L'impact de la crise de l'endettement public sur le marché obligataire
- ⑵⑧ La montée du risque souverain et l'émergence du marché des CDS souverains
- ⑵④ L'impact du marché des CDS souverains
sur le marché obligataire sous-jacent

CHAPITRE 4

35

LES ÉLÉMENTS DÉSTABILISATEURS AYANT AGGRAVÉ LA CRISE

- ⑵⑵ Le rôle des agences de notation dans la crise de l'endettement souverain
- ⑵⑷ La mise en évidence de certains mécanismes de marché
ayant pu aggraver la crise

PARTIE 3	QUELLES IMPLICATIONS POUR LE SYSTÈME FINANCIER ET L'ÉCONOMIE MONDIALE
CHAPITRE 5	47 LES IMPACTS DE LA CRISE DE L'ENDETTEMENT SUR LES MARCHÉS ET LE SYSTÈME BANCAIRE
	— 47 Les interconnexions directes et indirectes entre risque souverain et risque bancaire
	— 56 Les implications structurelles de la crise sur les taux longs
	— 60 L'impact sur les marchés émergents
CHAPITRE 6	63 LES RÉPONSES APPORTÉES PAR LES AUTORITÉS PUBLIQUES
	— 63 La gestion de la crise à court terme
	— 74 La réforme de la gouvernance économique européenne
	— 80 Quelle consolidation budgétaire en situation d'incertitude sur la croissance de long terme ?
	— 84 Les réponses de long terme : les enjeux réglementaires
CHRONOLOGIE	89
GLOSSAIRE	111

ENCADRÉS

1	Les principaux indicateurs budgétaires	8
2	L'effet « boule de neige » de la dette	21
3	Le rôle de l'Agence France Trésor et de la Banque de France dans les adjudications de dette française	25
4	Le fonctionnement des CDS et leurs critères de déclenchement	28
5	Les motivations liées à la négociation des CDS souverains	30
6	À qui appartiennent les agences de notation ?	36
7	La notation des souverains par les agences de notation	38
8	La dégradation des notations souveraines de la zone euro par Standard & Poor's (janvier 2012)	39
9	Une illustration de l'interconnexion entre risque souverain et risque bancaire : l'évolution conjointe des CDS souverains et bancaires	48
10	Les fonds monétaires américains et le financement en dollar des banques européennes et françaises	52
11	Les <i>stress tests</i> bancaires	53
12	Pourquoi les taux longs américains n'ont-ils pas augmenté après la dégradation de la note souveraine américaine ?	57
13	Comment les taux longs impactent les banques	59
14	Les marchés émergents et la sortie de la crise	61
15	Le programme pour les marchés de titres de la BCE	65
16	L'assouplissement monétaire ou <i>quantitative easing</i>	69
17	Les programmes d'ajustement économique dans la zone euro : Grèce, Irlande, Portugal	72
18	Le livre vert de la Commission européenne sur la faisabilité d'introduire des « obligations de stabilité » (<i>stability bonds</i>)	78
19	Le débat sur le seuil de la dette américaine (<i>debt ceiling</i>)	83

Ce document fait suite aux *Documents et débats* de la Banque de France numéros 2 et 3, publiés en février 2009 et janvier 2010, et consacrés, respectivement, à la crise financière et à la crise économique qui lui a succédé.

Le système financier mondial traverse, depuis l'été 2007, une crise d'une ampleur sans précédent. Cette crise a été évolutive : tout d'abord financière, elle s'est muée en crise économique puis en crise de la dette souveraine qui affecte notamment la zone euro.

Historiquement, l'ampleur des crises économiques s'explique à la fois par les circonstances particulières à l'origine de leur déclenchement et les réponses apportées par les autorités publiques en matière de politiques financière et macroéconomique. La plupart des gouvernements et des banques centrales des pays concernés ont, à cet égard, cherché, dans un premier temps, à soutenir leur secteur bancaire et à restaurer le fonctionnement normal des marchés puis, dans un second temps, à mettre en œuvre des politiques de soutien à l'activité économique par des politiques de relance budgétaire et d'assouplissement monétaire.

Le ralentissement économique, le jeu des stabilisateurs automatiques et les politiques de soutien au système financier et de relance budgétaire ont contribué à creuser les déficits et à accroître un endettement public déjà conséquent dans un certain nombre d'États. Ils ont également été à l'origine d'un transfert de risques du secteur bancaire vers les États. Cette forte dégradation des finances publiques s'est accompagnée d'interrogations croissantes sur la soutenabilité de la dette publique. Elle a également eu pour conséquence de modifier la perception des investisseurs quant à la dette souveraine qui n'est plus considérée, dans certains pays, comme un actif financier exempt de tous risques.

Ce risque mérite une vigilance renforcée dans la mesure où les turbulences sur les marchés depuis le printemps 2010, qui ont fait suite aux premières dégradations de notes de souverains en Europe, ont montré la rapidité de la propagation des inquiétudes, notamment par la contagion en retour vers le secteur bancaire. Ainsi, la crise de l'endettement à laquelle nous assistons depuis bientôt deux ans a des implications majeures pour l'économie mondiale et modifie les paradigmes traditionnels comme l'illustre la moindre confiance dans la signature des États des pays industrialisés.

Si le secteur bancaire a ainsi été substantiellement affecté, il convient de souligner que les interventions des banques centrales et des autorités publiques ont permis de gérer la crise sans accident.

NB : Les dernières actualisations des chiffres cités dans la publication datent de janvier 2012.

Conformément à leur objectif de stabilité financière, les banques centrales se doivent d'informer sur les dynamiques de marché, d'alerter en cas de risque important et de diffuser les enseignements tirés de la gestion des crises financières. Dans cet esprit, la Banque de France publie ce nouveau numéro de *Documents et débats* consacré à la crise de l'endettement public. La Banque de France poursuit ainsi son objectif d'information et de partage de ses analyses sur les faits économiques et financiers.

« Je commencerai par un paradoxe. S'agissant des fondamentaux, la zone euro semble aujourd'hui en position de force par rapport aux autres économies développées. La croissance y est plus forte qu'au Royaume-Uni et au Japon depuis 2007. Les comptes extérieurs sont équilibrés. Même la situation budgétaire est favorable. En termes agrégés, le déficit de la zone euro est le plus faible de tous, à 4 % du PIB, soit moins de la moitié de celui des États-Unis, du Japon ou du Royaume-Uni. Cela reste vrai même dans certains pays de la périphérie. Par exemple, le déficit budgétaire de l'Espagne, à 6,1 % du PIB, est très inférieur à celui des États-Unis, du Royaume-Uni ou du Japon. La dette publique brute totale, qui s'établit à 67 % du PIB, est parmi les plus faibles de l'OCDE.

Au vu de ces chiffres, il est clair que l'Europe dispose des ressources nécessaires pour faire face à un besoin de financement gérable dans certaines parties de la région. Et pourtant, elle est dans la tourmente. L'explication de ce paradoxe peut être trouvée dans l'examen de la nature véritable de la crise. La plupart des observateurs semblent ne voir que les déséquilibres budgétaires des économies de la périphérie. Certes, ces déséquilibres ont pu en être le facteur déclencheur, mais ce que nous observons aujourd'hui est une véritable crise financière, à savoir des perturbations généralisées affectant les marchés financiers. Pour comprendre ce qui se passe, il convient de prendre du recul. »

Extrait de « *Europe : une crise financière et pas monétaire* »
Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France
Le 28 novembre 2011 à Tokyo

PARTIE 1

LA HAUSSE CONTINUE
DE L'ENDETTLEMENT
PUBLIC

CHAPITRE 1 • LES FACTEURS STRUCTURELS DE LA HAUSSE DE L'ENDETTEMENT PUBLIC DANS LES PAYS AVANCÉS

Les questions relatives aux finances publiques, longtemps réservées aux spécialistes, sont revenues au cœur des préoccupations actuelles du fait de la crise économique et financière. Toutefois, la question de la dynamique de la dette publique n'est pas nouvelle.

Si la situation présente peut sembler préoccupante à de nombreux égards, on tente, dans ce chapitre, de montrer comment on en est arrivé là, la crise n'ayant servi en fait que de simple révélateur ou d'amplificateur d'une situation préalable structurellement déséquilibrée dans un certain nombre de pays. Autrement dit, si la crise économique et financière est à l'origine d'une part importante des déséquilibres actuels, elle ne peut pas être rendue responsable d'une situation qui lui préexistait, en particulier dans les pays aujourd'hui les plus fragilisés.

1 | LA MONTÉE TENDANCIELLE DE L'ENDETTEMENT PUBLIC DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS

Depuis le début des années soixante-dix, on assiste à une montée tendancielle et durable des niveaux d'endettement public¹.

Les facteurs à l'origine de la dégradation des finances publiques sont multiples. Tout d'abord, la structure des dépenses des États a clairement évolué tant pour assurer une régulation de l'économie que pour organiser la redistribution des richesses entre les agents. Les dépenses sociales (santé, retraites, soutien aux bas salaires...) ont ainsi progressé rapidement. Le développement du secteur public s'est traduit par la hausse des dépenses courantes, qu'il s'agisse des transferts sociaux ou de la masse salariale publique, et notamment du financement d'effectifs publics croissants. Parallèlement, dans de nombreux pays, seules les dépenses d'investissement, de subventions et de transferts en capitaux ont reculé, en poids dans le PIB et en part dans le montant total des dépenses publiques, alors même que le développement de nouveaux besoins aurait pu les pousser à la hausse (subventions aux entreprises innovantes, protection de l'environnement, recherche et développement, éducation, infrastructures²...). Cette déformation des comptes publics s'insère dans un contexte de vieillissement de la population qui va peser négativement et de façon structurelle, à moyen terme, et de façon variable selon les pays, sur le potentiel de croissance des États tout en générant des pressions à la hausse sur les dépenses publiques.

Dans un premier temps, ces déformations se sont révélées relativement indolores sur le plan économique, du fait de ratios budgétaires (déficit et dette publics en pourcentage du Produit intérieur brut – PIB) assez faibles et d'épisodes de forte inflation non anticipée. Des taux d'intérêt réels bas, voire négatifs, ont alors contribué à contenir la progression de la dette. Cependant, à partir du début des années quatre-vingt, le contrôle (donc une meilleure anticipation) et la réduction de l'inflation ainsi que le net ralentissement de la croissance ont contribué à révéler les déséquilibres latents. En effet, quand l'inflation est correctement anticipée, elle se répercute dans les taux d'intérêt nominaux et perd son rôle d'érosion de la valeur réelle de la dette publique.

Par ailleurs, les recettes publiques n'ont pas assez progressé pour compenser le creusement des déficits des comptes sociaux. De nombreux pays se sont trouvés confrontés à des déficits publics répétés et croissants, alors même que, pour éviter un effet « boule de neige » produit par des taux d'intérêt réels désormais nettement supérieurs à la croissance, il aurait fallu, au contraire, réaliser des excédents primaires. Pourtant, si presque tous les pays ont vu au cours de cette période

1 Bouthevillain (C.) (2006) : « Les stratégies de désendettement du secteur public : enjeux économiques et enseignements des expériences étrangères », Bulletin de la Banque de France n° 154, octobre. Cf. <http://banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france/les-bulletins-de-la-banque-de-france.html>

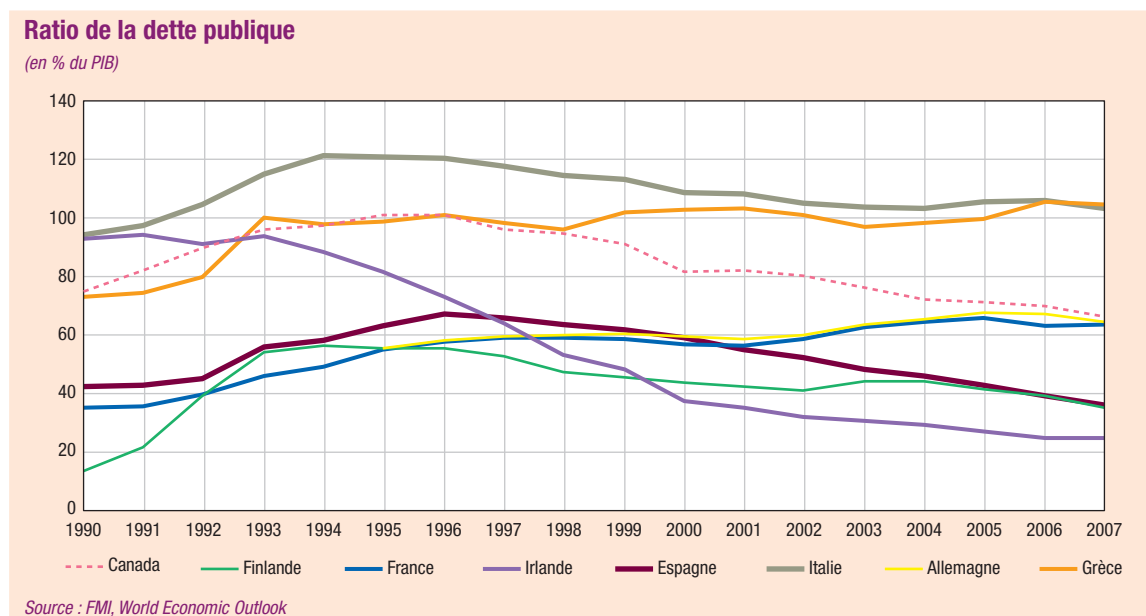
2 Notons toutefois que, pour chaque poste de dépense de cette nature, certains pays font exception.

s'inverser le signe de l'écart entre taux d'intérêt apparent de la dette et taux de croissance du PIB, tous n'ont pas réagi en mettant en œuvre des réformes permettant d'augmenter ou de rétablir des excédents primaires durables c'est-à-dire un solde budgétaire positif hors charge de la dette. Certains comme le Canada, l'Espagne, la Suède ou la Belgique ont assaini leurs finances publiques (cf. ci-dessous), d'autres (France, Allemagne, Grèce...) n'ont pas engagé de larges consolidations budgétaires dans les années quatre-vingt-dix ou la première partie des années deux mille.

2 | AVANT LA CRISE DE 2007, CERTAINS PAYS AVAIENT RÉUSSI À ASSAINIR LEURS FINANCES PUBLIQUES À PARTIR DU MILIEU DES ANNÉES QUATRE-VINGT-DIX

La consolidation des finances publiques passe le plus souvent par une réforme des transferts aux agents privés. En effet, les systèmes de protection sociale mis en place après la seconde guerre mondiale, à un moment où les taux de croissance étaient élevés, se sont révélés difficiles à financer avec des taux de croissance du PIB nettement plus faibles et des caractéristiques sociologiques différentes des années cinquante (durée de vie, temps de travail, âge et structure par âge de la population).

Toutefois, les expériences de plusieurs pays montrent qu'une action est possible pour réduire durablement le ratio de dette. Ainsi, en 2005, se côtoyaient des pays tels que la Finlande et l'Espagne, ayant réussi à ramener leur ratio de dette publique largement sous le seuil de 60 % et continuant même de le réduire et d'autres pays comme la France, l'Allemagne ou la Grèce dont le ratio de dette était à la fois plus élevé et toujours en augmentation. En fait, pour certains pays ayant fortement assaini leurs finances publiques entre 1996 et 2007 (tels que le Canada), la situation était devenue tellement insoutenable qu'il leur a fallu agir sans attendre, à la différence des situations françaises et allemandes, qui ne justifiaient pas encore qu'une action s'impose aux décideurs.



Le Canada est donc souvent présenté comme le meilleur exemple d'assainissement des finances publiques. La crise subie par ce pays au début des années quatre-vingt-dix a fait apparaître un déséquilibre budgétaire ³. Ainsi, la dette totale a dépassé 100 % en 1995 (dont 75 % imputables aux finances fédérales). Une réforme profonde a été mise en place dès 1993 (*Fiscal Spending Control Act* de 1992) s'articulant sur les principes suivants : (i) définition d'un objectif de déficit public de moyen terme raisonnable ; (ii) mise en place d'un audit général des finances publiques afin d'éliminer les dépenses non efficaces ; (iii) consultation de grande ampleur pour impliquer les parties prenantes. Ces efforts ont permis au Canada, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, de ramener le ratio de dette total de plus de 100 % en 1995 à environ 70 % en 2005.

De son côté, la démarche espagnole d'assainissement budgétaire s'est inscrite dans le cadre du respect des critères de Maastricht pour accéder à l'euro. La grave crise connue par le pays au début des années quatre-vingt-dix l'a incité à cet effort face à une dégradation insoutenable de ses finances publiques. Mais les résultats de la réforme initiée en 1994 n'ont été obtenus que grâce à une croissance de l'activité très forte liée au rattrapage, largement supérieure à celle de la zone euro. Par ailleurs, d'autres réformes ont été engagées, notamment celles des retraites, de la fiscalité des sociétés et des ménages. L'Espagne a ainsi ramené son ratio de dette publique de plus de 65 % en 1993 à environ 40 % en 2006.

Enfin, les pays du nord de l'Europe, touchés au début des années quatre-vingt-dix par une grave crise bancaire accompagnée d'une forte récession économique, ont simultanément consolidé leurs finances publiques et réformé en profondeur la structure de leur budget ainsi que leur processus institutionnel. Ces mesures ont permis à la fois de réduire nettement et durablement l'endettement public et de se doter d'une structure budgétaire évitant de reproduire les dérives passées. Par exemple, en Suède, le ratio de dette a été réduit de 25 points entre 1996 et 2005 pour atteindre 60 % et la sensibilité du budget à l'activité économique, autrefois très marquée, a été réduite, ce qui a limité les erreurs de prévision et stabilisé les finances publiques.

3 | UN NOMBRE IMPORTANT DE PAYS INDUSTRIALISÉS ONT ABORDÉ LA CRISE DE 2007 AVEC UN NIVEAU D'ENDETTEMENT ÉLEVÉ

311 Le niveau d'endettement de la France a été croissant depuis plus de 25 ans

Comme le soulignait le rapport « Pébereau » ⁴ paru en décembre 2005, les finances publiques françaises faisaient déjà l'objet d'une attention soutenue avant la crise de 2007. En effet, durant une trentaine d'années, la dette financière des administrations publiques n'a cessé d'augmenter : elle a été multipliée par cinq entre la fin des années soixante-dix et le milieu des années deux mille et dépassait les 1 100 milliards d'euros fin 2005. Le ratio de dette publique est, quant à lui, passé d'environ 20 % à environ 65 % en 25 ans. Dès 2002 pour l'Allemagne et 2003 pour la France, les pays dits « moteurs » de l'Union européenne ne respectaient plus le critère de ratio de dette inscrit dans le Pacte de stabilité et de croissance qu'ils avaient eux-mêmes soutenu lors de la mise en place de la monnaie unique ⁵.

3 *Le Canada a, en effet, accumulé des déficits puis la croissance a ralenti et la situation très dégradée du pays (déficit élevé, taux d'intérêt très élevés, situation budgétaire non soutenable) a convaincu l'ensemble des acteurs économiques (population, décideurs politiques, autorités monétaires) de la nécessité de consolider de façon drastique.*

4 *Ce rapport intitulé « Des finances publiques au service de notre avenir » a été établi par une commission présidée par Michel Pébereau alors président de BNP Paribas. Cette mission lui avait été confiée par Thierry Breton, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, afin notamment de mettre en évidence les conditions dans lesquelles la dette publique française s'est constituée.*

5 Cf. notamment les 2 480^e et 2 546^e sessions du Conseil des Affaires économiques et financières des 21 janvier et 25 novembre 2003

Dans le cas de la France, les économistes et les observateurs s'accordent pour dire que l'augmentation de la dette n'est pas due à des circonstances exceptionnelles telles que des taux d'intérêt trop élevés ou des taux de croissance trop faibles. Elle est le résultat des déficits récurrents des administrations publiques depuis 25 ans. En effet, le niveau de prélèvements obligatoires des administrations publiques françaises ne permettait pas de financer des dépenses dont le niveau était encore plus important. Comme le souligne le rapport Pébereau, l'augmentation de l'endettement public a été considérée comme une ressource publique à part entière et la diminution de la dette publique n'a que rarement été un objectif prioritaire. Ainsi, le processus d'assainissement des finances publiques opéré pour respecter les critères de Maastricht, afin d'intégrer la zone euro en 1997, n'a-t-il été que partiel.

312 Le niveau d'endettement des pays industrialisés est globalement déjà très élevé au moment où se déclenche la crise financière

Les niveaux d'endettement observés dans les grands pays industrialisés apparaissent historiquement élevés et à des niveaux record en période de paix et de stabilité institutionnelle. Ainsi, l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) estime qu'à la fin de 2006, les engagements financiers bruts des administrations publiques ⁶ atteignaient déjà 60,8 % du PIB aux États-Unis, 74,5 % pour la zone euro ⁷ et 172,1 % pour le Japon. Les chiffres d'Eurostat ⁸ portant sur la dette publique brute confirment cette tendance de fond puisqu'en 2006, le ratio de dette publique s'élevait à 68,5 % pour la zone euro, à 107,3 % pour la Grèce, à 63,9 % pour la France, à 106,1 % pour l'Italie, à 67,9 % pour l'Allemagne et à 63,9 % pour le Portugal entre autres.

C'est pour cette raison que les économistes décrivent généralement la crise comme le révélateur et l'amplificateur d'un problème structurel et latent qui est celui de l'endettement dans les pays industrialisés depuis une trentaine d'années.

Encadré 1 Les principaux indicateurs budgétaires

La conduite de la politique économique nécessite une connaissance fine de la situation des finances publiques et des implications budgétaires des politiques mises en œuvre. À cette fin, les indicateurs budgétaires sont nécessaires pour analyser la gouvernance macroéconomique d'un pays. Toutefois, les indicateurs budgétaires sont divers, ils répondent à des objectifs différents de la politique budgétaire (allocation, redistribution, stabilisation) et se situent sur différents horizons (court, moyen ou long terme).

- Les **indicateurs de situation** décrivent l'état des finances publiques à un instant donné.
 - Les indicateurs de flux comprennent notamment le solde public (usuellement mesuré par la capacité ou le besoin de financement des administrations publiques dans les comptes nationaux), le solde public primaire (c'est-à-dire le solde public hors charge de la dette), le solde courant (construit comme l'écart entre dépenses courantes et recettes courantes) et la notion de solde budgétaire (qui permet de suivre l'évolution des comptes de l'État ou des administrations publiques en « comptabilité de caisse » ce qui est nécessaire pour évaluer le besoin de refinancement réel de ces administrations).

.../...

⁶ Les données concernant les engagements financiers bruts ne sont pas toujours comparables entre pays en raison d'une définition ou d'un traitement différents des composantes de la dette de chaque pays. En particulier, ces données incluent la partie provisionnée des engagements financiers des gouvernements au titre des retraites de leurs employés pour certains pays de l'OCDE (dont l'Australie et les États-Unis). La dette de ces pays est donc surestimée par rapport à celle des pays qui ont des engagements importants au titre de pensions par répartition.

⁷ Seulement 68,5 % si l'on considère la dette brute des administrations publiques suivant la définition dite de « Maastricht ».

⁸ Ces données respectent la définition de la dette brute dite de « Maastricht ».

– Les indicateurs de stock comme les indicateurs de dette (au cœur du système européen de surveillance mutuelle) ont des fonctions différentes des indicateurs de flux mais sont également insuffisants pour construire un diagnostic approfondi des finances publiques.

- Les **indicateurs d'orientation** traduisent les évolutions budgétaires selon leur origine et leur persistance.

On parle d'orientation de la politique budgétaire uniquement quand l'évolution budgétaire provient d'actions volontaristes du gouvernement et non des conséquences automatiques ou subies de l'évolution d'autres paramètres budgétaires et macroéconomiques. Par ailleurs, on parle d'indicateurs d'orientation des finances publiques dès lors que la comparaison d'indicateurs statiques donne lieu à une interprétation économique.

Les indicateurs d'orientation les plus utilisés sont fondés sur le solde ajusté du cycle (cyclically-adjusted balance — CAB). Le CAB correspond au solde budgétaire corrigé de l'impact des fluctuations liées au cycle économique, c'est-à-dire corrigé de l'action des stabilisateurs automatiques. La variation du CAB, éventuellement corrigée des « mesures temporaires », est l'indicateur privilégié par de nombreux organismes internationaux pour mesurer l'orientation de la politique discrétionnaire et l'évolution structurelle. Par ailleurs, le solde primaire ajusté du cycle (PCAB) répond, en partie, à une des limites du CAB comme indicateur de la politique discrétionnaire en excluant l'évolution de la charge de la dette publique, celle-ci ne pouvant être considérée comme un élément discrétionnaire puisqu'elle représente le coût des déficits passés et que l'on ne peut la modifier par une action discrétionnaire à court terme. Par conséquent, une amélioration du PCAB, traduit a priori une politique discrétionnaire restrictive, alors qu'une amélioration du CAB pourrait ne résulter que de la réduction de la charge de la dette due à l'évolution des taux d'intérêt.

Si les indicateurs d'orientation des finances publiques traduisent les évolutions budgétaires à court et à moyen terme, ils sont inadéquats pour savoir si les politiques mises en œuvre nuisent à la solvabilité de l'État. D'autres types d'indicateurs, dits de soutenabilité, doivent alors être mobilisés.

- Les **indicateurs de soutenabilité** traduisent la capacité du gouvernement à faire face à ses engagements.

La soutenabilité se définit généralement comme la capacité du gouvernement à faire face à ses engagements financiers à long terme. La soutenabilité des finances publiques revient à satisfaire la contrainte budgétaire intertemporelle du gouvernement qui peut être exprimée de la façon suivante : la valeur actuelle des excédents primaires futurs doit être au moins égale au stock de dette publique à recouvrer. Ainsi, plus la dette publique est élevée, plus sa réduction nécessite de dégager des excédents primaires importants, ce qui peut induire des mesures correctrices de grande ampleur.

La soutenabilité peut également s'appréhender en termes d'équité intergénérationnelle : plus l'assainissement des finances publiques se fera tardivement, plus les ajustements à entreprendre seront coûteux et nécessiteront dans l'avenir d'augmenter très significativement les prélèvements obligatoires ou de réduire brutalement les dépenses. À l'inverse, corriger dès à présent les déséquilibres financiers permet de diminuer l'effort à entreprendre et de le répartir entre les différentes générations.

NB : Bouthevillain (C.) et Schalck (C.) (2007) : « Quels indicateurs pour quels objectifs de politique économique ? », Bulletin de la Banque de France n° 168, décembre. Cf. <http://banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france/les-bulletins-de-la-banque-de-france.html>

L'effet des politiques de relance pendant la crise

1| DES MONTANTS IMPORTANTS ONT ÉTÉ MOBILISÉS PAR LES ÉTATS...

Une intervention des gouvernements à partir de l'automne 2008 s'est imposée du fait de l'ampleur de la chute de l'activité économique ayant suivi la crise financière. Des mesures budgétaires de relance en complément des stabilisateurs automatiques sont ainsi apparues indispensables pour soutenir la demande finale.

Ces interventions ont ainsi contribué à creuser significativement les déficits publics. Ce creusement des déficits publics en raison de la crise résulte essentiellement de trois facteurs :

- la chute des recettes fiscales en relation avec la crise (ce que l'on appelle les stabilisateurs automatiques qui incluent également la hausse mécanique des dépenses d'assurance-chômage) ;
- l'effet de ciseau entre la chute du PIB 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 qu'aux États-Unis et au Japon** du fait d'un poids des prélèvements obligatoires plus important permettant de financer un système de protection sociale plus développé. Le poids croissant dans les dépenses totales des transferts sociaux et de la masse salariale, dépenses considérées comme rigides, rend faible la sensibilité de l'ensemble des dépenses à la conjoncture. De ce fait, la progression spontanée des déficits publics est plus forte en période de crise en zone euro qu'aux États-Unis et au Japon et les pays de la zone euro ont dans leur ensemble moins besoin de recourir aux mesures discrétionnaires pour compléter le jeu des stabilisateurs automatiques. Pour faire face à la crise, ces différentes zones économiques ont donc mis en place des plans de relance budgétaire, d'ampleurs différentes ¹.

¹ Un panorama des principales mesures de soutien à l'économie réelle est disponible dans le chapitre 4 du précédent Documents et débats daté de janvier 2010 (n° 3). Cf. <http://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/documents-et-debats.html>

2| ... 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 ², 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, c'est-à-dire 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. De tels effets correspondent à une situation dans laquelle les ménages anticipent une hausse future de la fiscalité destinée à financer les déficits et épargnent une partie importante du surcroît de revenu procuré par la relance budgétaire, diminuant ainsi son efficacité.

En ce qui concerne la France, la Cour des comptes a estimé dans son dernier *Rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques françaises* (juin 2011) qu'au total, le plan de relance a majoré le déficit public d'environ 1 % du PIB en 2009 et de 0,3 % en 2010, avant de le diminuer de 0,1 point en 2011.

² L'idée de multiplicateur budgétaire se définit comme l'effet des dépenses publiques sur le PIB : si ce multiplicateur est supérieur à 1, cela signifie que l'augmentation des dépenses (dans le cadre d'un plan de relance par exemple) entraîne une hausse plus que proportionnelle de la production. Cette idée a notamment été développée par Keynes (multiplicateur keynésien).

Les plans de soutien au secteur financier

1| L'ÉVOLUTION DES POLITIQUES MONÉTAIRES

À partir de 2007, les banques centrales ont fait évoluer leur dispositif opérationnel en vue de l'adapter à la situation de crise. Elles ont ainsi mis en place des mesures de soutien à la liquidité des banques à court terme, elles ont développé des mesures dites « non conventionnelles » visant à rétablir le fonctionnement normal des canaux de transmission de la politique monétaire en utilisant de nouveaux instruments et elles ont établi entre elles des accords de fourniture de liquidité en devise ³.

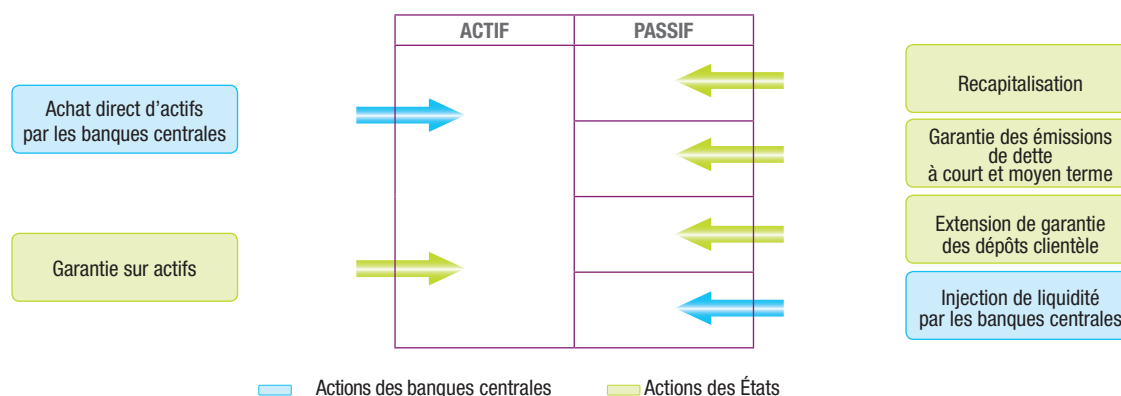
2| LES ÉTATS SONT INTERVENUS DE DIFFÉRENTES MANIÈRES AFIN DE SOUTENIR LE SECTEUR BANCAIRE

211 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 G7 le 10 octobre 2008 à Washington et à leur déclinaison le lendemain pour l'Eurogroupe. Les actions des États se sont orientées autour de trois axes principaux :

- octroi d'une garantie de l'État pour aider les banques à trouver des ressources à moyen terme ;
- renforcement de leurs fonds propres pour assurer leur solvabilité ;
- intervention directe en capital si nécessaire.

Schéma simplifié des différentes interventions possibles de soutien au secteur bancaire



Source : Banque de France

³ Ces différents éléments sont exposés au chapitre 6 de ce numéro de Documents et débats ainsi qu'au chapitre 3 du numéro précédent (n° 3) daté de janvier 2010. Cf. <http://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/documents-et-debats.html>

Accès à la liquidité et aux refinancements

Les gouvernements ont ainsi eu recours à des entités dédiées au financement des banques telles que la Société de financement de l'économie française (SFEF)⁴, la Société de prise de participation de l'État (SPPE)⁵ en France, le *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung* (SoFFin) en Allemagne et le *Federal deposit insurance corporation* (FDIC) aux États-Unis.

- Le **dispositif français** était particulièrement original car c'était le seul dont la structure de soutien émettait elle-même sur le marché des obligations garanties par l'État, le produit de l'émission étant reprêté aux banques. Dans presque tous les pays européens, les plans d'accès à la liquidité ou au refinancement reposaient 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 (*credit default swap* – CDS médian sur une certaine période + 50 points de base pour la plupart des pays)⁶. En France, les banques payaient ainsi une prime à la SFEF (qui la reversait à l'État). Pour chaque banque, la prime était calculée sur la base de la médiane de la prime de CDS de la banque entre le 1^{er} janvier 2007 et le 31 août 2008, à laquelle s'ajoutaient 20 points de base avec apport de collatéral.
- En **Allemagne**, le SoFFin, véhicule financier temporaire, a été créé par la loi de stabilisation des marchés financiers allemands (*Finanzmarktstabilisierungsgesetz*) du 17 octobre 2008. La gestion du fonds a été confiée à un établissement public (*Finanzmarktstabilisierungsanstalt*) institué auprès de la Bundesbank, mais placé sous le contrôle du ministère fédéral des Finances.
- Aux **États-Unis**, c'est une agence indépendante du gouvernement fédéral créée en 1933 en réponse aux faillites bancaires des années 1920-1930, la Commission fédérale d'assurance des dépôts bancaires (*Federal Deposit Insurance Corporation* – FDIC) qui a vu son rôle évoluer avec la crise financière et la mise en place du plan Paulson (ou *Troubled Asset Relief Program* – TARP). Le montant de la garantie des dépôts a ainsi été rehaussé à 250 000 dollars. L'instrument utilisé (*Temporary Liquidity Guarantee Program* – TLGP) a été instauré le 13 octobre 2008 pour remédier aux dysfonctionnements sur les marchés financiers⁷.

Fonds propres

Par ailleurs, le plan anticrise européen prévoyait également 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. Là encore, les pays ont utilisé diverses modalités d'intervention.

- En **France**, la SPPE a été créée. C'est une entité publique détenue par l'État, financée par recours à l'emprunt public, ayant pour but d'apporter des fonds propres aux banques en contrepartie d'une croissance de prêts à l'économie réelle (aux ménages, aux professionnels, aux entreprises

⁴ La SFEF a été créée par le gouvernement français en 2008 afin de financer les banques en difficulté. Elle est détenue à 34 % par l'État et à 66 % par un groupe de sept banques françaises.

⁵ La SPPE a été créée par le gouvernement français en 2008 afin de contribuer au renforcement des fonds propres des banques françaises.

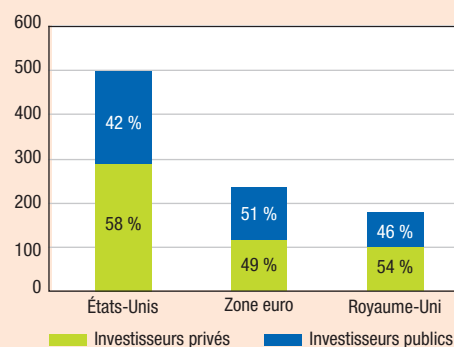
⁶ Ces plans ont été validés par la Commission européenne. Ils se basaient en effet sur l'observation des prix de marché.

⁷ L'objectif affiché était de renforcer le système bancaire et d'en assurer la liquidité grâce à deux outils : (i) en apportant une garantie aux nouvelles émissions de dettes bancaires seniors et (ii) 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. 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 augmentant le coût. Cette augmentation du coût de la garantie devait permettre au FDIC de reconstituer son fonds de garantie des dépôts mis à mal par l'accélération du nombre de faillites bancaires.

notamment PME et aux collectivités locales) de 3 % à 4 % et d'engagements éthiques en matière de gouvernance et rémunération. Elle a engagé deux opérations, la première en octobre 2008 pour un montant de 10,5 milliards d'euros (l'État a souscrit des titres super-subordonnés – TSS – émis par les six principales banques françaises) et la seconde, annoncée en janvier 2009 pour un montant de 13,45 milliards d'euros (les banques ayant le choix 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 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.

Émission de capital des banques par type d'investisseur et par zone
En cumul, du 3^e trimestre 2007 au 3^e trimestre 2009

(en milliards de dollars et en %)



Source : Banque des règlements internationaux

- Aux **États-Unis**, le plan Paulson (ou *Troubled Asset Relief Program* – TARP), comportait également un volet de renforcement des fonds propres des banques Citigroup et Bank of America.

- Au **Royaume-Uni**, dès février 2008, le gouvernement britannique a placé l'une de ses banques menacée de faillite – Northern Rock – sous contrôle public. En octobre 2008, il a injecté 37 milliards de livres de capital directement dans les grandes banques (Royal Bank of Scotland – RBS, Lloyds TSB et HBOS). 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 hauteur de ce même montant, à des émissions d'actions de préférence ou de *permanent interest bearing shares* (PIBS). Puis il 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.

Au total, entre fin 2007 et fin 2009, les levées de capitaux publics lors des opérations de recapitalisation ont représenté environ 115 milliards de dollars en zone euro et 70 milliards de dollars au Royaume-Uni.

212 Le traitement des actifs

L'apurement des actifs 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 ont entrepris de procéder au nettoyage des bilans (réponse à long terme, structurelle). Cette prise en charge a été effectuée selon diverses modalités : la garantie des actifs risqués, leur cantonnement ou leur rachat.

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*).

Dans tous les cas :

- les pertes supportées par les banques sont limitées et le risque extrême (*tail risk*) est supporté par de l'argent public ;
- l'aléa moral est partiellement limité par les premières pertes qui restent à la charge des banques et par le mécanisme de coassurance pour les pertes supplémentaires.

Par ailleurs, 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 structures de défaillance, ou *bad banks*, pour externaliser ces actifs douteux des bilans des banques.

Comparaison des dispositifs de défaillance (<i>bad bank</i>) et de garantie des actifs		
	Structure de défaillance ^{a)}	Garantie des actifs ^{b)}
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 seront 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 le montant de la prime versée à l'État en échange de la garantie (s'il est trop faible, le coût est alors important pour le contribuable ; s'il est trop élevé, 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 des pertes. Ce mécanisme de partage des pertes incite les banques à maximiser le taux de recouvrement en cas de défaut.	
<small>a) Rentrent entre autres dans cette catégorie les structures établies en Allemagne, en Irlande, en Espagne ou encore en Suisse. b) Rentrent notamment dans cette catégorie les mécanismes de garantie mis en place pour Bank of America, Citigroup, ING.</small>		

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

- En 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 l'en distinguent, notamment le fait que les actifs douteux ne sont pas centralisés dans une structure de défaillance unique et que l'État intervient uniquement en garant. Il a permis d'éviter toute dépense immédiate de la part du gouvernement et de minimiser la socialisation des pertes⁸. Les *Länder* ont également eu la possibilité de créer leur propre mécanisme de défaillance⁹.
- En Irlande, à la différence de l'Allemagne, c'est une véritable structure publique de cantonnement qui a été mise en place (*National Asset Management Company* – NAMA). 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 défaillance 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.
- 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 défaillance, le *StabFund*, financée et gérée par la Banque nationale suisse, a pu récupérer jusqu'à 60 milliards de dollars d'actifs risqués d'UBS et l'État est entré au capital de la banque, à hauteur de 9 %. En effet, la Confédération a 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 UBS, contre une indemnisation en espèces, les coupons 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.

Aide d'État aux institutions financières de l'Union européenne : aides promises et utilisées entre octobre 2008 et décembre 2010

	Montant total d'aide engagé ^{a)}			Montant total d'aide utilisé ^{a)}		
	en milliards d'euros	% du PIB ^{b)}	% des actifs ^{b)}	en milliards d'euros	% du PIB ^{b)}	% des actifs ^{b)}
Garanties	3 208	27,2	7,6	757	6,4	1,8
Recapitalisation	560	4,7	1,3	303	2,6	0,7
Actifs détériorés	394	3,3	0,9	104	0,9	0,2
Autres ^{c)}	123	1,0	0,3	77	0,7	0,2
Total	4 285	36,3	10,2	1 240	10,5	2,9

a) Chiffres arrondis

b) En % du PIB de l'Union européenne et en % de l'actif total 2009 du secteur bancaire européen

c) Période allant d'octobre 2008 à décembre 2009 uniquement

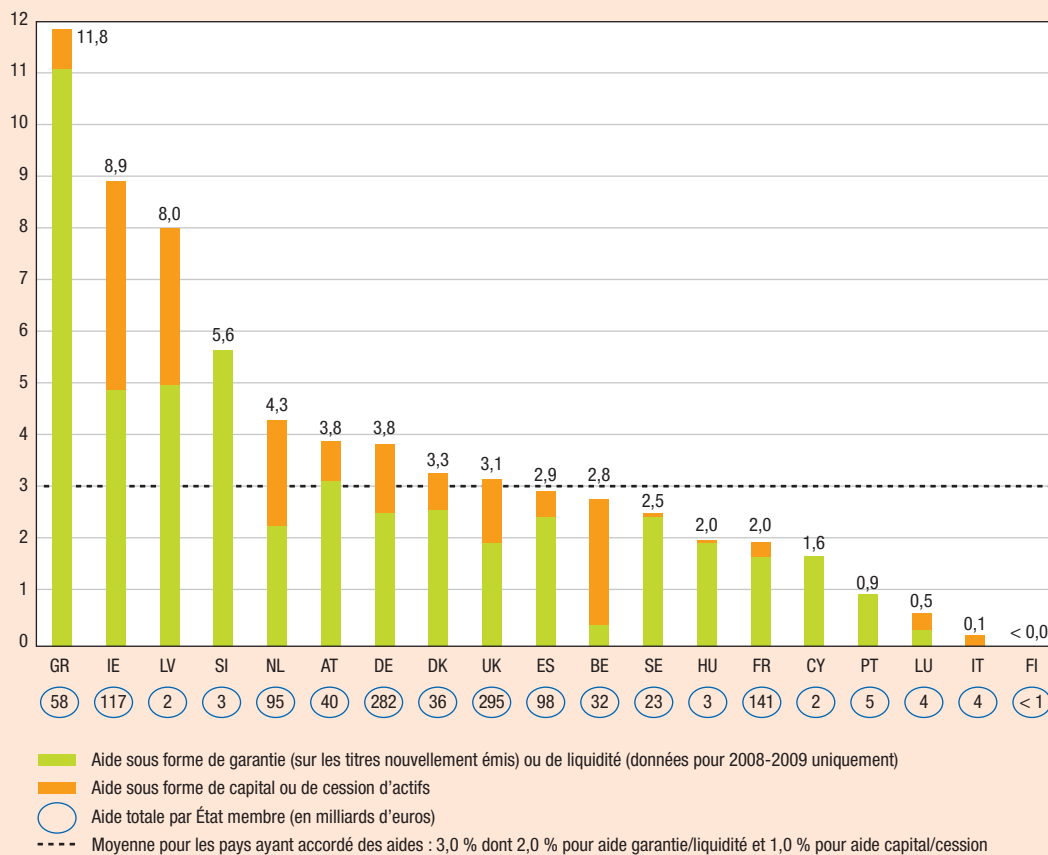
Source : Commission européenne

8 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 de la banque.

9 Des compléments d'information sont disponibles au chapitre 4 du précédent numéro de Documents et débats (n° 3) daté de janvier 2010. Cf. <http://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/documents-et-debats.html>

Aides au secteur financier effectivement utilisées d'octobre 2008 à décembre 2010

(en % de la taille du secteur bancaire)



GR Grèce AT Autriche BE Belgique PT Portugal
 IE Irlande DE Allemagne SE Suède LU Luxembourg
 LV Lettonie DK Danemark HU Hongrie IT Italie

Source : Commission européenne

3 | DES IMPACTS VARIABLES SUR LES DÉFICITS PUBLICS

Pour s'assurer que les vingt États membres de l'Union européenne ayant eu recours à des opérations de sauvetage comptabilisent ces opérations de manière homogène, Eurostat a publié une note de mise au point à l'été 2009. Les statistiques publiées par l'institut en octobre 2011¹⁰ montrent que les différentes options choisies par les États n'ont pas toutes eu le même impact sur leurs finances publiques respectives.

¹⁰ "Eurostat supplementary table for the financial crisis — Background note" (octobre 2011)

En termes absolus, les pays dont le déficit a été le plus affecté au cours des trois dernières années sont l'Allemagne, l'Irlande, les Pays-Bas et le Royaume-Uni. Rapporté au PIB, ces pays sont évidemment à différencier puisqu'en 2010 l'impact était inférieur à 1,4 % du PIB dans le cas de l'Allemagne et supérieur à 20 % pour l'Irlande.

Au contraire, dans certains États membres, les déficits publics ont été marginalement réduits grâce aux interventions des gouvernements. Ces interventions ont ainsi permis à certains gouvernements de tirer de nouveaux revenus liés aux frais sur les garanties octroyées aux institutions financières ainsi qu'aux intérêts liés aux produits financiers acquis par ces gouvernements (prêts, titres de dette...). L'exemple le plus probant est celui du Danemark (on trouve également la Belgique, la Grèce, l'Espagne, la France, Chypre, la Hongrie, la Slovaquie et la Suède).

Au total, les interventions gouvernementales dans ce contexte de crise financière ont augmenté le déficit moyen des États membres de l'Union européenne d'environ 0,07 point de PIB en 2008, 0,13 point en 2009 et de 0,54 point en 2010. S'agissant de la zone euro, l'impact net a été marginal en 2008 (- 0,04 point de PIB), s'est accentué en 2009 (- 0,09) avant d'empirer nettement en 2010 (- 0,73).

Coût ou bénéfice de l'aide aux institutions financières

(en millions d'euros)

	2007	2008	2009	2010
Belgique	-	- 27,3	- 33,0	249,8
Bulgarie	-	-	-	-
République tchèque	-	-	-	-
Danemark	-	0,6	162,1	561,3
Allemagne	-	- 3 493,0	- 3 436,0	- 32 599,0
Estonie	-	-	-	-
Irlande	-	-	- 3 830,0	- 31 891,6
Grèce	-	6,2	- 4,7	403,5
Espagne	-	- 12,0	696,0	772,0
France	-	48,0	1 356,0	995,0
Italie	-	-	- 14,2	142,0
Chypre	-	-	2,7	27,0
Lettonie	-	2,1	- 181,2	- 387,7
Lituanie	-	-	-	- 32,3
Luxembourg	-	- 20,4	- 68,1	52,4
Hongrie	-	-	4,3	8,1
Malte	-	-	-	-
Pays-Bas	-	73,0	- 2 265,0	- 1 171,0
Autriche	-	2,2	- 43,4	- 1 324,5
Pologne	-	-	-	-
Portugal	-	1,7	9,4	- 2 224,7
Roumanie	-	-	-	-
Slovénie	-	-	7,8	20,4
Slovaquie	-	-	-	-
Finlande	-	-	-	-
Suède	-	- 1,5	128,8	268,0
Royaume-Uni	61,4	- 5 587,1	- 8 181,6	- 578,1
Zone euro (17)	-	- 3 421,6	- 7 622,5	- 66 548,7
Union européenne (27)	61,4	- 9 007,4	- 15 690,2	- 66 709,5

Source : Eurostat - octobre 2011

Les risques en matière de soutenabilité des finances publiques

La hausse des déficits et des dettes publics provoquée par la crise financière et économique soulève le problème de la soutenabilité de la dette publique à court ou moyen terme.

Une politique budgétaire est dite soutenable si elle ne conduit pas à une accumulation de dette 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 accumulé ;
- 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) ;
- 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 être négatif (c'est-à-dire en 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, durant les deux premières phases de la crise (crises financière et économique) pendant laquelle se sont conjugués 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 risquaient davantage encore de se trouver confrontés à un effet « boule de neige », grevant largement les marges de manœuvre de la politique budgétaire à venir.

Encadré 2 L'effet « boule de neige » de la dette

L'effet dit « boule de neige » de la dette est la variation autonome de la dette publique qui résulte de l'écart entre son coût, sous forme d'un taux d'intérêt i , et le taux de croissance du PIB g . Lorsque cet écart est positif, c'est-à-dire lorsque le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance du PIB, les conditions sont réunies pour que puisse se produire un effet boule de neige. Celui-ci se déclenche lorsque le solde primaire du budget de l'État est plus dégradé que le « solde primaire stabilisant la dette », tous deux étant exprimés en termes nominaux ou réels.

Plus le taux d'intérêt est élevé par rapport au taux de croissance, plus le risque d'effet boule de neige est important. En effet, dans ce cas, le solde primaire qui permettrait de stabiliser la dette est lui-même d'un niveau élevé, c'est-à-dire exigeant en termes de finances publiques. Lorsque i est supérieur à g , si le solde public primaire stabilisant est atteint, il n'y a pas d'effet boule de neige ; mais si le solde public primaire est plus dégradé que le solde stabilisant, alors l'effet boule de neige se produit. À l'inverse, le risque d'effet boule de neige est moindre quand i est inférieur à g . Toutefois, un fort déséquilibre budgétaire est de nature à l'enclencher.

Ainsi, dans les pays développés, même si la chute de la croissance peut être considérée comme un phénomène transitoire (on peut espérer revenir à la croissance potentielle d'avant la crise au bout de quelques années), l'épisode récessif s'est traduit par un creusement des déficits primaires et une hausse des niveaux d'endettement public (autrement dit, touchant d'abord le flux, puis le stock). À titre d'exemple, selon l'OCDE, la dette brute des administrations publiques dans la zone euro (suivant la définition de Maastricht) qui atteignait 66,3 % du PIB en 2007 a atteint 85,7 % du PIB en 2010 (et pourrait s'élever à 91 % en 2013). 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, fin 2010, plusieurs pays (Italie, Grèce, Belgique et Portugal) sont à un niveau de dette supérieur à 90 % du PIB. Au Japon, le creusement du déficit primaire combiné à une croissance négative en 2009 et très faible en 2010, a eu pour conséquence de rapprocher l'endettement public du seuil des 200 % du PIB (199,7 % en 2010 et environ 218 % prévu en 2012). Seuls des faibles taux d'intérêt à long terme diminueraient le risque de non-soutenabilité.

Concernant plus particulièrement la situation française, la Cour des comptes a établi un bilan contrasté dans son dernier *Rapport relatif à la*

situation et aux perspectives des finances publiques françaises, publié en juin 2011, en vue du débat d'orientation au Parlement. Si la situation y est décrite comme sérieuse et les perspectives comme préoccupantes, la Cour des comptes souligne toutefois une légère inflexion au cours de l'année 2010. Ainsi le déficit public a baissé de 0,4 point pour revenir à 7,1 % du PIB mais cela ne suffit pas pour contenir la progression de la dette publique. Ce niveau reste plus élevé que la moyenne observée dans la zone euro (6,2 % du PIB selon la Commission européenne) et dans l'Union européenne (6,6 % du PIB). Ainsi, selon les derniers chiffres de la Commission européenne (automne 2011), le solde structurel français reste relativement élevé à - 5,8 % en 2010 (en amélioration par rapport à 2009 : - 6,2 %) notamment en comparaison du solde structurel de l'Allemagne à - 3,5 % (contre - 1,2 % en 2009).

D'une manière générale, un risque d'emballement de la dette représente une menace majeure pour la croissance et l'indépendance des choix économiques et sociaux du pays quel qu'il soit, réduisant encore davantage ses marges budgétaires.

Ces aspects militent, dans les pays concernés, pour un effort de consolidation budgétaire de grande ampleur, mouvement débuté pour certains d'entre eux malgré une croissance toujours relativement faible. Cet effort de consolidation doit, en règle générale, aller au-delà du seul retrait des mesures décidées dans le cadre des plans de relance et viser à la constitution d'excédents

budgetaires primaires permettant le retour des dettes publiques à leur niveau d'avant-crise – voire des niveaux inférieurs lorsque ceux-ci étaient déjà non soutenables. Une consolidation par le biais de la réduction des dépenses est généralement considérée comme le moyen le plus efficace pour atteindre cet objectif (thèmes abordés dans le chapitre 6) pour autant que les postes de dépenses qui soutiennent le développement de la croissance potentielle ne soient pas sollicités.

Déficits et dettes publics												
<i>(en % du PIB)</i>												
	Déficit public						Dettes publiques					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2008	2009	2010	2011	2012	2013
États-Unis												
CE	- 6,4	- 11,5	- 10,6	- 10,0	- 8,5	- 5,0	–	–	–	–	–	–
OCDE	–	–	- 10,7	- 10,0	- 9,3	- 8,3	–	–	–	–	–	–
FMI	–	–	- 10,5	- 9,5	- 8,0	- 6,4	76,1	89,9	98,5	102,0	107,6	112,0
Japon												
CE	- 2,2	- 8,7	- 6,8	- 7,2	- 7,4	- 7,2	–	–	–	–	–	–
OCDE	–	–	- 7,8	- 8,9	- 8,9	- 9,5	–	–	–	–	–	–
FMI	–	–	- 9,3	- 10,1	- 10,2	- 8,8	196,2	216,3	219,0	233,4	241,0	246,8
Zone euro												
CE	- 2,1	- 6,4	- 6,2	- 4,1	- 3,4	- 3,0	70,1	79,8	85,6	88,0	90,4	90,9
OCDE	–	–	- 6,3	- 4,0	- 2,9	- 1,9	–	–	85,7	88,3	90,6	91,0
FMI	–	–	- 6,3	- 4,3	- 3,4	- 2,9	–	–	85,3	88,4	91,1	92,5
France												
CE	- 3,3	- 7,5	- 7,1	- 5,8	- 5,3	- 5,1	68,2	79,0	82,3	85,4	89,2	91,7
OCDE	–	–	- 7,1	- 5,7	- 4,5	- 3,0	–	–	82,4	85,8	89,6	91,3
FMI	–	–	- 7,1	- 5,7	- 4,8	- 4,4	–	–	82,4	87,0	90,7	93,1
Allemagne												
CE	- 0,1	- 3,2	- 4,3	- 1,3	- 1,0	- 0,7	66,7	74,4	83,2	81,7	81,2	79,9
OCDE	–	–	- 4,3	- 1,2	- 1,1	- 0,6	–	–	83,4	83,2	83,7	82,8
FMI	–	–	- 4,3	- 1,1	- 0,7	- 0,1	–	–	83,2	81,5	81,6	79,8
Irlande												
CE	- 7,3	- 14,2	- 31,3	- 10,3	- 8,6	- 7,8	44,3	65,2	94,9	108,1	117,5	121,1
OCDE	–	–	- 31,3	- 10,3	- 8,7	- 7,6	–	–	92,6	106,7	112,9	116,5
FMI	–	–	- 32,0	- 10,3	- 8,6	- 6,8	–	–	94,9	109,3	115,4	118,3
Grèce												
CE	- 9,8	- 15,8	- 10,6	- 8,9	- 7,0	- 6,8	113,0	129,3	144,9	162,8	198,3	198,5
OCDE	–	–	- 10,8	- 9,0	- 7,0	- 5,3	–	–	144,9	160,9	177,1	179,7
FMI	–	–	- 10,4	- 8,0	- 6,9	- 5,2	–	–	142,8	165,6	189,1	187,9
Italie												
CE	- 2,7	- 5,4	- 4,6	- 4,0	- 2,3	- 1,2	105,8	115,5	118,4	120,5	120,5	118,7
OCDE	–	–	- 4,5	- 3,6	- 1,6	- 0,1	–	–	118,4	120,0	120,4	118,9
FMI	–	–	- 4,5	- 3,9	- 2,8	- 2,3	–	–	118,4	121,4	125,3	126,6
Portugal												
CE	- 3,6	- 10,1	- 9,8	- 5,8	- 4,5	- 3,2	71,6	83,0	93,3	101,6	111,0	112,1
OCDE	–	–	- 9,8	- 5,9	- 4,5	- 3,0	–	–	93,3	101,7	111,7	113,4
FMI	–	–	- 9,1	- 5,9	- 4,5	- 3,0	–	–	92,9	106,0	111,8	114,9
Espagne												
CE	- 4,5	- 11,2	- 9,3	- 6,6	- 5,9	- 5,3	40,1	53,8	61,0	69,6	73,8	78,0
OCDE	–	–	- 9,3	- 6,2	- 4,4	- 3,0	–	–	61,0	68,1	71,2	73,0
FMI	–	–	- 9,3	- 8,0	- 6,8	- 6,3	–	–	60,8	70,1	78,1	84,0

Note : À partir de 2011, il s'agit de prévisions.
Sources : OCDE, décembre 2011 ; Commission européenne, prévisions automne 2011 ; FMI « World economic outlook », janvier 2012 – sauf Irlande, Grèce et Portugal (WEO septembre 2011)

PARTIE 2

L'ÉMERGENCE
D'UN RISQUE
SOUVERAIN
DANS LES PAYS
DÉVELOPPÉS

L'impact de la crise de l'endettement public sur le marché obligataire

1| DETTE DE L'ÉTAT ET MARCHÉ OBLIGATAIRE

La dette d'un État correspond à l'ensemble de ses engagements financiers. Elle résulte du cumul de ses besoins et capacités de financement, c'est-à-dire de la différence, année après année, entre ses produits (recettes fiscales, produits de privatisations...) et ses charges (dépenses budgétaires, prises de participation...).

On distingue la dette négociable, c'est-à-dire contractée sous forme d'instruments financiers échangeables sur les marchés financiers (par exemple obligations, bons du Trésor) et la dette non négociable correspondant aux dépôts de certains organismes (collectivités territoriales, établissements publics...) sur le compte du Trésor et qui constitue, elle aussi, un moyen de financement de l'État.

Comme dans le cas d'une entreprise, lorsqu'un État souhaite s'endetter, il a la possibilité d'émettre des obligations. Cette émission s'effectue généralement sous la forme d'une adjudication, c'est-à-dire d'une mise aux enchères. Elle donne lieu au versement d'un intérêt aux créanciers dont le taux reflète le risque perçu par les investisseurs : plus le risque est élevé, plus le taux d'intérêt le sera également.

On distingue généralement, s'agissant du marché obligataire, le marché primaire, sur lequel de nouvelles obligations sont émises, et le marché secondaire sur lequel s'effectuent les transactions sur les obligations déjà émises.

Encadré 3 Le rôle de l'Agence France Trésor et de la Banque de France dans les adjudications de dette française

Le Trésor a engagé en 1985 des réformes visant à créer les conditions du développement d'un marché des titres d'État liquide, attractif et sûr. L'objectif était de permettre à l'État émetteur d'emprunter dans les meilleures conditions possibles, tout en offrant aux acteurs du marché des titres standardisés et un accès simple et sécurisé aux marchés primaire et secondaire.

- *La technique de l'adjudication « au prix demandé » a alors été privilégiée comme technique d'émission des valeurs du Trésor, la syndication bancaire n'étant plus utilisée que dans des circonstances spécifiques. Effectuée de manière transparente et dans le cadre d'un calendrier prévisionnel, l'adjudication assure en effet les conditions d'une parfaite concurrence entre les souscripteurs.*

- *Dans le même temps, la composition de la dette de l'État a été rationalisée par la création de trois catégories de titres standardisés, les valeurs du Trésor : les obligations assimilables du Trésor (OAT), les bons du Trésor à intérêt annuel (BTAN) et les bons du Trésor à taux fixe et intérêt précompté (BTF). Ces titres se distinguent par leur maturité à l'émission : de sept à cinquante ans pour les OAT, de deux ou cinq ans pour les BTAN, inférieure ou égale à un an pour les BTF.*

.../...

La gestion de la dette et de la trésorerie de l'État est confiée depuis février 2001 à l'Agence France Trésor (AFT), qui est placée sous l'autorité du directeur général du Trésor. Ainsi, le calendrier des séances, la détermination des lignes mises en adjudication, les modalités des séances et les montants émis sont de la responsabilité de l'AFT. Celle-ci a cependant confié à la Banque de France, depuis les années quatre-vingt, l'organisation matérielle des séances ainsi que le développement et la gestion de l'applicatif TELSAT dédié à la tenue des adjudications.

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) sont les contreparties privilégiées de l'AFT pour l'ensemble de leurs activités sur les marchés. Agréés par l'AFT, ils la conseillent notamment sur sa politique d'émission et de gestion de la dette. Le groupe des SVT, composé des acteurs les plus importants sur les marchés obligataires mondiaux et les plus actifs sur le marché des emprunts d'État français comprenait, en juin 2011, vingt établissements (cinq établissements français et quinze établissements non résidents — dont six nord-américains, huit européens et un japonais). Les SVT s'engagent à respecter les termes de la charte des relations avec l'AFT, revue à l'été 2009. Ils ont notamment la responsabilité de participer aux adjudications, de placer les valeurs du Trésor et d'assurer la liquidité du marché secondaire. Ils sont l'objet d'un dispositif d'évaluation des services rendus annuel, objectif et transparent.

Les séances d'adjudication ont lieu selon un calendrier régulier et fixé à l'avance : tous les lundis pour les BTF, le premier jeudi de chaque mois pour les OAT et le troisième jeudi de chaque mois pour les BTAN et les OAT indexées. Pour les BTF, l'AFT annonce deux jours ouvrés avant l'adjudication le montant exact qu'elle entend émettre sur les lignes qui ont été désignées dans le calendrier trimestriel d'émission de ces titres. Pour les OAT et les BTAN, elle annonce quatre jours ouvrés avant l'adjudication les titres sur lesquels portera la séance, ainsi que les montants à émettre, sous la forme d'une fourchette globale.

2| LE TRANSFERT DES RISQUES VERS LES SOUVERAINS SE REFLÈTE DANS LES TAUX D'INTÉRÊT

Un impact direct de la crise de l'endettement pour les États les plus fragiles est un renchérissement du coût de financement qui se traduit par une hausse substantielle du taux d'émission de leurs emprunts. Ainsi, l'avènement de la crise grecque ¹ a initié une période de hausse substantielle du niveau des rendements obligataires au sein de la zone euro après des années de compression des *spreads* (écarts de taux à l'émission) souverains intra-zone euro.

À partir de cette date, un nouveau régime de différenciation des obligations souveraines s'est mis en place en zone euro. Les investisseurs ont cessé de considérer qu'une obligation souveraine grecque était aussi sûre qu'une obligation souveraine française ou allemande par exemple. Ainsi, les marchés ont reconsidéré la différence de qualité de crédit pouvant exister entre les pays au sein de la zone euro.

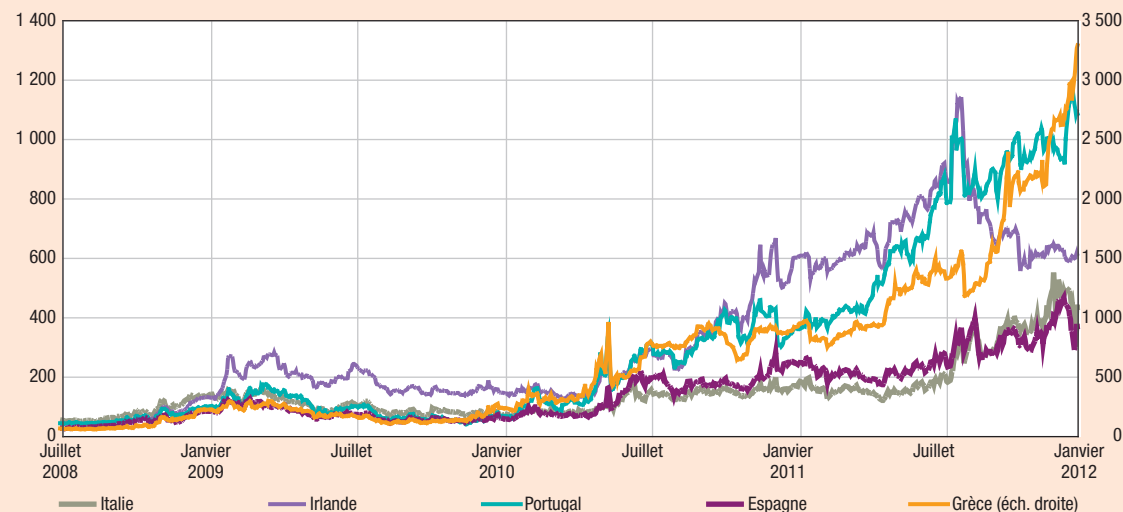
Le mouvement de hausse sur les taux grecs a débuté en novembre 2009. Dès le 22 avril 2010, la prime de risque que les investisseurs exigeaient pour détenir de la dette grecque plutôt que des obligations allemandes s'élève à six points de pourcentage (600 points de base), soit un écart jamais atteint. L'anticipation d'un phénomène de contagion au sein de la zone euro a alimenté la hausse des taux irlandais et portugais dès mai 2010.

Si les niveaux de taux atteints par ces pays dits « sous tension » sont inédits pour des économies développées, ce mouvement s'est également accompagné d'un phénomène de repli vers des actifs de qualité, notamment vers les obligations allemandes. Autrement dit, les opérateurs se sont reportés sur la signature du pays considéré comme le plus solide par les marchés.

¹ Après les élections législatives d'octobre 2009 en Grèce, le Premier ministre, Georges Papandréou, a révélé que les statistiques des finances publiques grecques n'étaient pas conformes à la réalité de la situation du pays.

Spread 10 ans sur *Bund* des pays dits « sous tension »

(en points de base)



Note : Le taux à 10 ans de l'Irlande n'est plus actualisé depuis le 10 novembre 2011. À partir de cette date, il s'agit des données d'un taux à 9 ans.
Source : Bloomberg

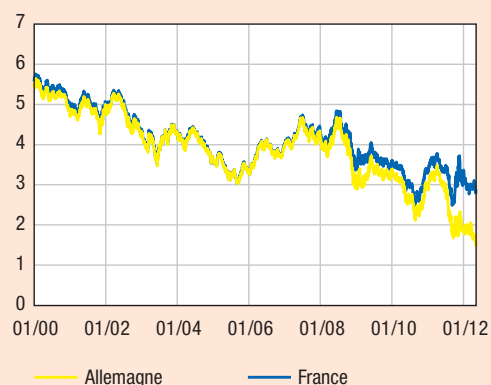
3| UNE DIFFÉRENCE DE PLUS EN PLUS MARQUÉE ENTRE LA FRANCE ET L'ALLEMAGNE

Dans ce contexte, les marchés financiers sont devenus attentifs aux taux des principaux titres de dette émis par les États.

Depuis début 2007, le *spread* France/Allemagne a connu des évolutions contrastées attestant de tensions certaines. Dès janvier 2009, cet écart dépassait le seuil des 50 points de base avant d'atteindre les 60 points de base en mars 2009, les investisseurs distinguant la qualité de crédit des deux pays. Après une période de relative stabilité entre mi-2009 et mi-2011, l'écart évoluant dans une fourchette comprise entre 20 et 50 points de base, le *spread* entre l'OAT 10 ans et le *Bund* a enregistré une hausse rapide à partir du mois d'août 2011, avant de refluer vers 100 points de base fin 2011. Néanmoins les taux à l'émission de l'Allemagne et de la France ont atteint des niveaux historiquement bas en raison d'un mouvement de fuite vers la qualité (*flight to quality*).

Taux à 10 ans en Allemagne et en France

(en %)



Source : Bloomberg

La montée du risque souverain et l'émergence du marché des CDS souverains

1| QU'EST-CE QU'UN CDS ?

Les investisseurs ont la possibilité de se couvrir contre le risque de défaut d'un émetteur en souscrivant un contrat de *swap* de défaut de crédit ou *credit default swap* (CDS). Il s'agit d'un contrat comparable à un mécanisme d'assurance de gré à gré dans lequel l'acheteur de la protection (l'investisseur qui souhaite se couvrir contre le risque de défaut) acquiert le droit de vendre une obligation de l'émetteur à sa valeur nominale, donc sans perte de valeur, en cas de survenance de ce qui peut être qualifié « d'évènement de crédit » : un défaut de paiement, une répudiation ou une restructuration forcée de la dette par les autorités publiques. En contrepartie de cette assurance, l'acheteur verse, au vendeur de la protection, des montants convenus à l'avance, correspondant à la prime du CDS, jusqu'à l'échéance, ou jusqu'à la survenance d'un évènement de crédit. Cette prime est fonction du risque de défaut et du taux de recouvrement attendu en cas de défaut.

Encadré 4 Le fonctionnement des CDS et leurs critères de déclenchement

Fonctionnement des CDS

La prime d'un CDS est versée par l'acheteur de protection au vendeur de protection de façon périodique. Elle est calculée en points de base à la mise en place du contrat et s'applique sur le montant notionnel de l'actif couvert.

Rappel : La prime de CDS

Elle est calculée pour couvrir la perte possible sur l'entité de référence. La perte possible et donc la prime de CDS sont calculées à partir de deux paramètres principaux, la probabilité de défaut (PD) et le taux de recouvrement (Recovery Rate — RR), selon la formule suivante :

$$\text{Prime de CDS} = \text{PD} * (1 - \text{RR})$$

En prenant par exemple l'hypothèse d'un taux de recouvrement nul, une probabilité de défaut de 1 % implique une prime de CDS annuelle de 100 points de base.

*Il convient de noter que, si la prime de CDS est calculée annuellement, elle est versée en général de façon trimestrielle. Ainsi, un opérateur de marché qui a acheté de la protection sur un montant notionnel de 1 000 000 euros (avec une prime de 100 points de base suivant l'exemple ci-dessus) s'engage sur une prime totale annuelle de 1 000 000 * 100 points de base = 10 000 euros, soit 2 500 euros par trimestre.*

.../...

Évènement de crédit

Lors d'un évènement de crédit, le déclenchement des CDS suit certaines étapes.

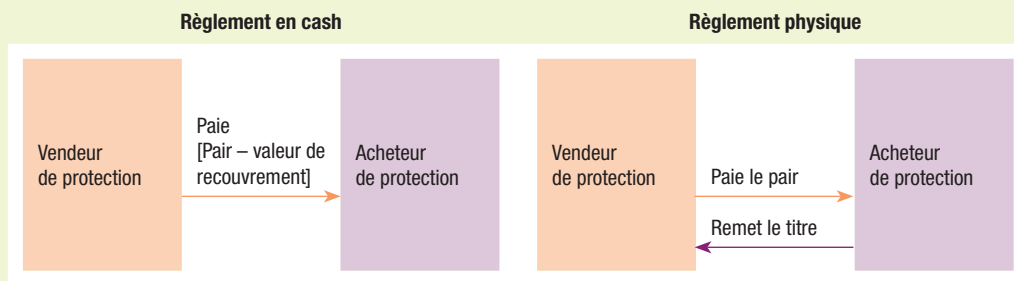
- Le Determination Committee de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) de la zone géographique concernée doit être saisi par un participant de marché.
- Il détermine ensuite s'il s'agit d'un évènement de crédit (credit event) propre à déclencher les CDS. Les actions pouvant être sources d'un évènement de crédit doivent résulter d'une détérioration de la qualité de crédit du souverain considéré. Elles doivent également être « binding on all holders », c'est-à-dire s'appliquer à tous les porteurs d'une obligation donnée.
- Parmi les actions pouvant être considérées comme des déclencheurs d'un évènement de crédit, on peut citer :
 - la banqueroute de l'État emprunteur ;
 - la réduction du principal ou des intérêts ;
 - le retard du paiement du principal ou des intérêts, ou une extension des maturités ;
 - un changement dans la séniorité des titres.

Toutefois, comme on l'a vu dans l'actuel dossier grec, une restructuration considérée comme « volontaire » ne déclenche pas a priori un évènement de crédit.

Processus de règlement des CDS

En cas d'évènement de crédit, le CDS est exercé et la protection attendue versée par le vendeur à l'acheteur du CDS. Il y a deux possibilités de versement :

- un règlement en cash (cash settlement). Le vendeur de protection verse alors à l'acheteur de protection la différence entre le pair et la valeur de recouvrement estimée par le marché appliquée au notionnel du CDS. Dans ce cas, l'acheteur de protection conserve le titre couvert et recouvre la valeur résiduelle ;
- un règlement dit « physique » (physical settlement). Dans ce cas, l'acheteur de protection fournit au vendeur de protection l'obligation décotée (ou un titre considéré comme équivalent dans le contrat initial) qui en retour, verse à l'acheteur de protection la valeur du pair. Ce dernier cas est plus fréquent.



2 | QU'EST-CE QU'UN CDS SOUVERAIN ?

Les premiers contrats de CDS ont été signés sur des entités souveraines suite à la série de crises ayant frappé les pays émergents dans les années quatre-vingt-dix. L'objectif était de se protéger contre un évènement de crédit qui pouvait toucher l'un de ces pays. Dans un second temps, ces contrats ont été développés pour la dette d'entreprise. Enfin, beaucoup plus récemment, le marché des CDS s'est étendu aux dettes des États des pays développés.

Encadré 5 Les motivations liées à la négociation des CDS souverains

Les CDS, comme tout produit dérivé, peuvent être utilisés comme outil de gestion de portefeuille et de couverture de risque.

- *Tout d'abord, le CDS permet à un investisseur de couvrir le risque de crédit lié à une entité de référence donnée, par exemple un titre de dette émis par une entreprise ou un État. La mise en place de cette couverture diminue l'exposition en termes de risque de contrepartie sur cette entité. Par ailleurs, la couverture de prêts par l'achat de CDS assure une économie de capital réglementaire pour les banques, à travers l'allègement de la charge de fonds propres liée à la couverture (risk mitigant). Cependant, les primes de CDS sont le plus souvent supérieures à la marge de crédit générée par le prêt. Les équipes en charge de la gestion du portefeuille de crédit d'une institution financière vont donc « remodeler » le portefeuille de crédit pour rendre cette opération financièrement intéressante.*

- *Pour les pays émergents, les banques fixent une enveloppe pays, c'est-à-dire une limite aux engagements de la banque dans un pays donné. Lorsqu'une banque souhaite accorder un prêt à une entreprise d'un pays émergent mais a déjà consommé son enveloppe pays, elle peut acheter de la protection sur ce pays. Cette protection n'a pas de valeur réglementaire, car elle est considérée comme une couverture imparfaite et ne peut donc être intégrée dans le calcul des exigences de fonds propres. Cependant, cette opération permet à la banque de diminuer son risque global vis-à-vis du pays émergent et de poursuivre ses activités d'octroi de crédit. On peut alors parler de proxy hedging. Certains investisseurs peuvent également utiliser les CDS souverains soit en cas d'absence d'un CDS corporate sur une entité établie dans ce pays sur laquelle ils voudraient se couvrir, soit dans le cas d'un CDS corporate dont les qualités intrinsèques (négociabilité et liquidité notamment) seraient jugées comme insuffisantes.*

- *Dans les pays développés, les opérations sur CDS souverains visent principalement à diminuer le coût de la couverture du risque de contrepartie. Ainsi, une banque qui souhaite diminuer le coût de la couverture de son exposition sur une entité de référence donnée X, peut choisir de vendre de la protection sur le souverain de résidence de X. Le coût de la couverture sera ainsi compensé, en partie, par les primes perçues sur la vente de CDS souverain. De plus, le risque du souverain étant inférieur à celui de X, la pondération en risque de la nouvelle exposition sera limitée.*

Cependant, la liquidité du marché des CDS reste principalement assurée par les activités de trading.

- *Par exemple, un investisseur anticipant une hausse de la prime d'un CDS donné pourra acheter de la protection sur l'entité de référence concernée, puis vendre de la protection sur cette même entité lorsque la hausse se sera concrétisée. Un gain sera généré jusqu'à la maturité des CDS à travers la perception d'une prime liée à la vente de protection, supérieure à la prime versée suite à l'achat de protection.*

.../...

- De même, des stratégies en valeur relative peuvent être mises en place. Un investisseur détectant une hiérarchie des primes de CDS entre deux entités qui lui semble anormale achètera le CDS dont la prime est la plus basse tout en finançant cette position à travers la vente du CDS dont la prime est la plus haute. Une fois que l'inversion des primes aura disparu, l'investisseur dénouera ses deux positions en passant une opération en sens inverse et réalisera un gain sur les deux CDS.

- Ces arbitrages peuvent également porter sur la courbe des CDS, en pariant sur la pentification ou l'aplatissement de la courbe des primes de CDS.

Enfin, les intervenants de marché peuvent mettre en place des stratégies dites de basis trading (négociations de bases) qui consistent à investir simultanément dans un CDS et dans le titre de dette sous-jacent, en pariant sur l'évolution conjointe de la prime de CDS et du spread de crédit. Cependant, les principales banques actives sur le marché des CDS évitent de mettre en place de telles stratégies dans le cas des entités souveraines car ces stratégies sont jugées très risquées (du fait d'une forte volatilité de la base des souverains, de l'évolution de la corrélation entre prime de CDS et spread obligataire et d'un signe qui change régulièrement au cours du temps). Elles se concentrent sur des stratégies directionnelles.

NB : cf. au chapitre 4 les stratégies de spéculation sur les CDS souverains dans « La mise en évidence de certains mécanismes de marché ayant pu aggraver la crise »

3 | JUILLET 2007-OCTOBRE 2009 : LES PREMIÈRES ÉVOLUTIONS NOTABLES SUR LE MARCHÉ DES CDS

L'origine de l'augmentation des primes de CDS des pays développés de fin 2007 à mars 2009 est double : l'augmentation rapide de la dette du secteur public en raison notamment des stabilisateurs automatiques (par exemple, la hausse des prestations sociales) ainsi que l'importance des engagements financiers des États pour soutenir les banques (augmentation des plafonds de garantie des dépôts, recapitalisations, garanties de dette bancaire). Ces évolutions se sont traduites par un transfert des risques portés par les institutions financières vers les États. Un agent considérant que la dégradation des comptes publics devait se traduire à court terme par une augmentation de la prime de risque souveraine, et donc de la prime de CDS, achetait de la protection et espérait réaliser un gain sur la valorisation du CDS en revendant de la protection sur cette entité plus tard.

Les primes sur CDS souverains des pays développés ont atteint des niveaux historiques (pour l'époque) après l'annonce par ces gouvernements de vastes plans de relance en octobre 2008, avec un pic en février 2009. Le CDS de l'Irlande se traitait 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).

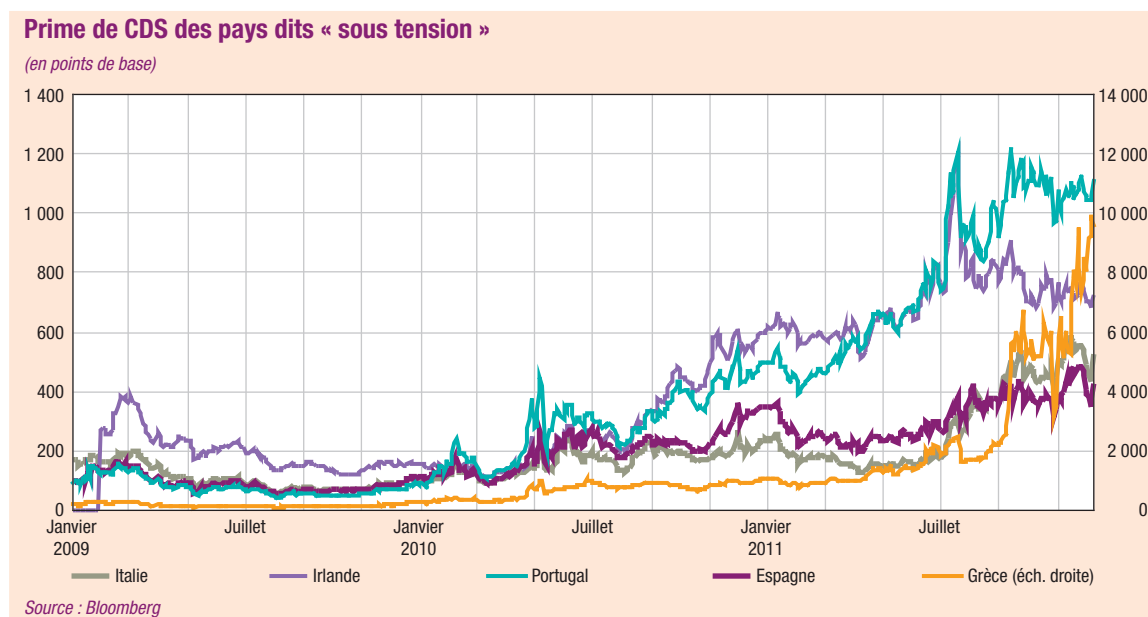
Paradoxalement, à partir de mars-avril 2009, alors que les gouvernements ont annoncé des déficits publics record, les primes de CDS sont revenues à des niveaux deux fois moins élevés qu'au mois de février. En octobre 2009, elles ont quasiment rejoint leur niveau de pré-faillite de Lehman Brothers.

4 | À PARTIR DE FIN 2009, UN NOUVEAU RÉGIME DE DIFFÉRENCIATION DES PRIMES DE CDS

Le déclenchement de la crise grecque à l'automne 2009 puis l'anticipation par les marchés d'un risque de contagion au sein de la zone euro ont tiré vers le haut les niveaux des CDS irlandais et portugais à partir du second trimestre 2010, à un rythme toutefois moins élevé que celui des CDS grecs. Ainsi, à partir d'avril 2011, le niveau des CDS grecs a connu une nouvelle hausse spectaculaire, étant multiplié par cinq en moins de six mois. Cette montée de l'aversion pour le risque dans la zone euro était liée aux interrogations des marchés sur la solidité de la zone euro et, plus largement, sur la gouvernance de l'Union européenne.

Le marché des CDS est également révélateur du fait que les différents plans mis en place par les autorités européennes et nationales n'ont pas su convaincre les investisseurs et ramener la confiance sur les marchés. Ainsi, en juin 2010, soit quelques semaines après l'annonce du premier plan grec, le niveau des CDS grecs a atteint pour la première fois le seuil symbolique des 1 000 points de base. De la même façon, l'annonce du plan de soutien européen à l'Irlande en novembre 2010 a initié une nouvelle tendance haussière de la courbe des CDS irlandais. De façon générale, l'augmentation de la prime du CDS sur une entité témoigne des inquiétudes des participants de marché quant à la solidité de l'entité concernée.

Ce nouveau régime de différenciation du risque s'exprime également en 2011 puisque les niveaux des CDS espagnols et italiens ont augmenté sur fond de contagion et d'incertitudes sur la soutenabilité des finances publiques de ces deux pays. Ils se sont rapprochés ainsi du niveau des CDS irlandais qui, au contraire, expérimentaient une baisse continue et relativement marquée depuis juillet 2011, se dissociant ainsi nettement de la tendance des CDS portugais.



S'agissant de la France, si la prime de CDS français s'était légèrement détachée de celle de l'Allemagne déjà depuis fin 2009, elle en était restée à un niveau très voisin jusqu'au printemps 2011. Le mois de juillet 2011 marque une rupture dans l'évolution de la prime du CDS français puisqu'elle a très rapidement augmenté à partir de cette date, se détachant nettement de la trajectoire suivie par la prime du CDS allemand. Cette différenciation, visible également sur le marché de la dette sous-jacente, peut s'expliquer par la crainte de la perte du AAA français ainsi que par les inquiétudes soulevées à la fois par les indicateurs macroéconomiques et par les incertitudes sur le secteur bancaire.

Prime de CDS de l'Allemagne et de la France

(en points de base)



Source : Bloomberg

5 | LE NIVEAU DES CDS A-T-IL ENCORE UN SENS ?

Les primes de CDS sont censées être associées à des probabilités de défaut et des taux de recouvrement. Toutefois, les niveaux atteints par ces primes ainsi que les niveaux atteints par les bases² dans certains pays conduisent à s'interroger sur leur qualité d'indicateurs implicites des risques de défaut.

À cet égard, il convient de signaler que les CDS souverains sont 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 formation du prix (*pricing*) des CDS ;
- 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, le marché des CDS souverains 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.

² La base est égale à la différence entre la prime et le spread.

L'impact du marché des CDS souverains sur le marché obligataire sous-jacent

Le marché des CDS souverains est devenu un nouveau vecteur de transmission de l'information. La faible taille du marché, comparativement à celle de la dette sous-jacente, rend les primes de CDS fortement volatiles, ces dernières pouvant évoluer brutalement à la suite d'un nombre de transactions très réduit. Ces variations brutales peuvent inciter les participants de marché à modifier leurs expositions sur le marché de la dette publique et sont donc susceptibles d'avoir un impact sur les taux obligataires sous-jacents.

L'impact du marché des CDS souverains sur le marché obligataire sous-jacent doit être relativisé³. Bien que les CDS souverains soient parmi les plus négociés, les montants échangés restent faibles comparativement à la taille du marché de la dette souveraine, ce qui constitue une différence notable avec les CDS *corporate*, pour lesquels les montants notionnels dépassent très fréquemment les volumes de dette émise.

De plus, ces volumes bruts constituent un indicateur du volume d'activité sur le marché et non de l'exposition réelle des participants de marché. En effet, la nature de ce marché (de gré à gré) et donc le manque de standardisation rendent les contrats difficilement fongibles et peu liquides, ce qui impose aux intervenants de multiplier les positions pour augmenter ou diminuer leur exposition. En ce sens, les volumes bruts résultent d'un empilement de transactions et ne fournissent aucun élément d'appréciation sur le risque attaché aux positions.

Si l'on se réfère à la somme des positions nettes, à l'achat ou à la vente, de chaque contrepartie sur une entité de référence donnée, la taille relative du marché des CDS souverains s'en trouve encore réduite. De plus, ces montants correspondent aux montants maximums susceptibles d'être échangés entre acheteurs et vendeurs de protection en cas de défaut d'un émetteur, dans l'hypothèse d'un taux de recouvrement nul et en l'absence de collatéralisation des positions. Les expositions réelles sont donc encore plus faibles, l'exposition au risque étant fonction de la valeur de marché des contrats, après compensation bilatérale des positions et une éventuelle compensation multilatérale (cycle de compression) et après collatéralisation.

³ Coudert (V.) et Gex (M.) (2010), « Marché des CDS et marché obligataire : qui dirige l'autre ? », Revue de la stabilité financière de la Banque de France n° 14, juillet

Le rôle des agences de notation dans la crise de l'endettement souverain

Lors de la phase financière (2007-2008) de la crise actuelle, tout comme lors de la crise asiatique de 1997, de nombreuses critiques ont été formulées à l'encontre des agences de notation, notamment de la part d'investisseurs affectés par la performance de certains actifs financiers qui disposaient pourtant des meilleures notations. Pour les produits structurés, de nombreuses tranches notées AAA ont ainsi connu de fortes pertes liées aux insuffisances de la méthodologie de certaines agences (non prise en compte de risques comme la concentration, la corrélation, ou encore le risque extrême). Depuis le début de la crise de l'endettement public, de nombreuses questions se posent à nouveau quant aux pratiques de ces agences, elles se focalisent principalement sur les effets amplificateurs de leurs décisions (notion de « procyclicité ») voire sur leur légitimité pour noter des dettes souveraines.

1 | LES AGENCES DE NOTATION LORS DE LA PHASE FINANCIÈRE DE LA CRISE (2007-2008)

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

Une des fonctions essentielles des marchés est de contribuer au processus de détermination et de découverte du prix des actifs financiers. Or, tous les agents économiques n'ont ni la même capacité d'analyse du flot d'information disponible ni le même accès à cette information. Les banques s'appuient donc sur la connaissance qu'elles ont de leur clientèle pour déterminer les risques qu'elles prennent en leur accordant des prêts. En revanche, les investisseurs sur les marchés n'ont généralement pas la capacité d'effectuer cette analyse détaillée et actualisée du risque de crédit et sont d'autant moins enclins à engager les frais importants de traitement des informations nécessaires à la mesure de ce risque que des professionnels indépendants, en l'occurrence les agences de notation, assurent cette fonction d'évaluation du risque de crédit. La notation des agences permet ainsi aux investisseurs de disposer collectivement d'une information simple, lisible et synthétique sur le risque de défaillance d'un émetteur.

Pendant la crise financière de 2007-2008, les notations des produits dits structurés vendus par les banques ont fait l'objet *a minima* d'un malentendu entre certains investisseurs et les agences, voire, selon certains, d'erreurs d'appréciation des agences. Ainsi, en révisant brutalement leurs notes et leurs méthodologies sur les produits structurés relatifs aux *subprime*, les agences ont révélé deux aspects de leurs travaux qui avaient été mal pris en compte par certains investisseurs.

- D'abord, leur notation ne porte que sur le risque de défaillance et n'intègre pas d'autres risques comme le risque de marché ou d'illiquidité. Or, ces autres risques sont apparus déterminants dans l'évolution des prix des produits structurés lors de la crise.
- Ensuite, le fait de retenir une même échelle de notation pour ces produits structurés et pour les produits obligataires classiques s'est avéré trompeur car la nature des produits et des risques était bien différente. En particulier, les produits structurés ont, du fait de leur construction même, une volatilité bien supérieure à celle des obligations.

Encadré 6 À qui appartiennent les agences de notation ?

Fitch Ratings est contrôlée, à travers Fitch Group, à hauteur de 60 % par le groupe français FIMALAC, dirigé par Marc Ladreit de Lacharrière. Les 40 % restants sont détenus par le groupe américain Hearst Corporation.

Moody's Investor Relation est la société de Moody's Corporation en charge notamment de la notation. Moody's Corporation est une entreprise cotée dont les principaux actionnaires sont Berkshire Hathaway Inc. (12,8 %), Capital World Investors (12,6 %), Valueact Holding LP (7,47 %) ou encore State Street Corp. (3,24 %). Pour mémoire, le fonds Berkshire Hathaway Inc. est dirigé par le milliardaire américain Warren Buffett.

Standard & Poor's est détenue à 100 % par la maison d'édition McGraw-Hill qui publie notamment le journal Business Week ainsi que de nombreux journaux financiers. Son principal actionnaire est la société d'investissement Capital World, laquelle détient aussi une participation dans Moody's Corporation. D'autres entités telles que Vanguard Group Onc., State Street Corp. ou encore Black Rock Inc. sont également actionnaires directs ou indirects des deux agences de notation.

112 De nouvelles réglementations ont ainsi été mises en place visant à encadrer les acteurs systémiques du secteur

Une meilleure réglementation des agences de notation est donc apparue nécessaire. Les grandes lignes en sont les suivantes :

- l'enregistrement des agences ;
- une plus grande transparence des méthodes de notation et du rôle des agences dans le processus de titrisation ;
- une différenciation des échelles de notation entre produits obligataires et produits structurés pour mieux prendre en compte la spécificité de ces derniers par les investisseurs.

Les normalisateurs internationaux ont commencé, dès le début 2009, à réfléchir à une nouvelle réglementation des agences. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a publié un rapport sur le rôle des agences dans la crise des *subprime* américains et a également mis à jour son code de bonne conduite des agences. Dès sa réunion de Londres en avril 2009, le G20 a appelé à mettre en place les principes d'enregistrement des agences, de différenciation des échelles de notation selon les produits et de diffusion de l'historique des notations et des hypothèses utilisées.

En Europe, l'Autorité européenne des marchés financiers, ou *European Securities and Markets Authority* (ESMA), est opérationnelle depuis le 1^{er} janvier 2011 et les agences de notation sont désormais soumises à une surveillance renforcée et doivent s'enregistrer auprès de cette nouvelle autorité européenne ¹. Cet enregistrement leur permet d'être reconnues en tant qu'organisme externe d'évaluation du crédit (OEEC) ². Par ailleurs, elles doivent désormais respecter des règles de transparence et de gestion des conflits d'intérêts.

¹ Depuis l'adoption du règlement européen (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, sur les agences de notation, l'Union européenne dispose déjà d'une procédure d'enregistrement des agences de notation. L'Autorité des marchés financiers (AMF) a été désignée en France comme autorité compétente pour l'enregistrement et la supervision des agences de notation de crédit au sens de l'article 22 de ce règlement européen.

² Le 4 août 2011, une liste des agences de notation a été publiée par l'ESMA.

Aux États-Unis, le renforcement de l'encadrement des pratiques des agences de notation a été réalisé par le *Dodd-Frank Act* promulgué le 21 juillet 2010. Outre les dispositions d'application immédiate, l'adoption d'un nombre important de mesures d'exécution réglementaires a été confiée à la *Securities and Exchange Commission* (SEC) qui régule les agences enregistrées aux États-Unis pour utilisation de leur notation à des fins réglementaires. Ces nouvelles règles complètent l'encadrement des activités des agences de notation et devraient permettre d'en améliorer la gouvernance (prévention des conflits d'intérêts, contrôles internes, évaluation périodique des analystes, plus grande transparence des méthodologies...).

2 | LES AGENCES DE NOTATION ET L'ÉVALUATION DU RISQUE SOUVERAIN

211 Les critiques adressées aux agences de notation durant la crise de l'endettement public

La question de la légitimité des agences de notation pour noter les souverains se pose de manière accrue depuis début 2009. Les observateurs critiquent essentiellement les méthodologies utilisées par ces agences (notamment la place croissante prise par les facteurs dits politiques), le manque de transparence de leurs décisions, le déficit d'explication accompagnant les changements de notation, les moments choisis pour réaliser leurs annonces et, enfin, les éventuels conflits d'intérêts.

Il est également possible de souligner l'existence d'erreurs de communication telles que celle de Standard & Poor's sur la perte du AAA français le 10 novembre 2011. Ce fut également le cas le 5 décembre 2011. Quelques heures après la fin d'un sommet franco-allemand sur la résolution de la crise, Standard & Poor's plaçait la note de quinze pays de la zone euro sous surveillance négative. Le 13 janvier 2012, la dégradation de neuf pays de la zone euro par Standard & Poor's a également illustré un problème dans le calendrier retenu par certaines agences pour réviser leurs notes (cf. encadré 7). D'une part, la dégradation de la France est intervenue alors que les marchés semblaient s'être calmés sur le front obligataire depuis le début de l'année 2012. D'autre part, les dégradations de l'Italie et de l'Espagne semblent ne pas avoir tenu compte des efforts de consolidation consentis par ces deux pays depuis l'été 2011 et des placements plutôt réussis des émissions de titres d'État italiens et espagnols le 12 janvier 2012, soit la veille de la dégradation. Certains observateurs vont même jusqu'à penser que le peu de réactions observées sur les marchés suite à ces dégradations relativise la portée des annonces des agences en matière de notation souveraine.

Il faut toutefois noter que, tirant les conséquences de la crise de 2007-2008 et de la crise de la dette dans la zone euro, l'agence de notation Standard & Poor's a revu sa méthodologie dans un document intitulé *Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions* daté du 30 juin 2011. Cette nouvelle méthodologie s'attache à fournir une information plus claire et plus transparente aux participants de marché en affinant les cinq grands critères d'évaluation des notations souveraines retenus par l'agence³. Il est important de noter que cette méthodologie s'applique à toutes les notations souveraines.

³ Les cinq grands critères : political score, economic score qui forment le political and economic profile et external score, fiscal score et monetary score qui forment le flexibility and performance profile

Encadré 7 La notation des souverains par les agences de notation

Les annonces de dégradation de la note de la dette d'un État par les agences de notation ont rythmé l'actualité depuis début 2010. Le tableau indicatif de correspondance ci-dessous permet de mieux situer le niveau des notations entre les différentes agences mais surtout d'en connaître le risque associé (grille de notation commune aux entreprises et aux souverains). Il existe chez les trois plus grandes agences un seuil qui détermine le caractère spéculatif ou non du titre noté : en dessous de Ba1 pour Moody's, de BB+ pour Fitch Ratings et de BB+ pour Standard & Poor's. Au-dessus, les titres sont jugés comme étant « investment grade » c'est-à-dire d'une qualité suffisante pour un investissement « sûr ». Il faut toutefois noter qu'à l'intérieur de ces deux grandes catégories, il existe une graduation de note allant du titre le plus sûr à un constat de défaut.

On peut toutefois noter que, contrairement aux entreprises privées ou aux collectivités locales, les États ne rémunèrent pas les agences de notation afin d'obtenir une notation de leurs dettes. Ces notations sont établies de façon unilatérale par les agences.

À titre d'exemple, Standard & Poor's procède en deux étapes successives et délivre cinq sous-notes : le profil politique et économique d'un État se fonde sur deux sous-notes (politique et économique) et le profil de flexibilité et de performance dépend de trois sous-notes (extérieure, fiscale et monétaire). Une étude plus prononcée de ces méthodologies montre qu'il existe des risques inhérents liés notamment à la volatilité des variables ou à la subjectivité de certains ajustements proposés au niveau des sous-notes.

Tableau de correspondance des notations (« ratings ») long terme des trois principales agences de notation

Moody's	Fitch	Standard & Poor's	Risque sur le long terme
Aaa	AAA	AAA	Sécurité maximale
Aa1	AA +	AA +	Qualité haute ou bonne
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA -	AA -	
A1	A +	A +	Qualité moyenne
A2	A	A	
A3	A -	A -	Qualité moyenne inférieure
Baa1	BBB +	BBB +	
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB -	BBB -	
Ba1	BB +	BB +	Spéculatif
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB -	BB -	
B1	B +	B +	Hautement spéculatif
B2	B	B	
B3	B -	B -	
Caa1	CCC +	CCC	Mauvaise condition
Caa2	CCC		
Caa3	CCC -		
Ca	CC	CC	Extrêmement spéculatif
C	C	C	Avis de mise en faillite
	D	DDD	En défaut
		DD	
		D	

Tableau récapitulatif des dernières dégradations de ratings de dette long terme (au 17 janvier 2012)

Pays	Moody's		Standard & Poor's		Fitch	
	Notation	Date de dernière révision	Notation	Date de dernière révision	Notation	Date de dernière révision
Grèce	Ca	25/07/2011	CC	27/07/2011	CCC	13/07/2011
Irlande	Ba1	12/07/2011	BBB +	01/04/2011	BBB +	14/04/2011
Portugal	Ba2	05/07/2011	BB	13/01/2012	BB +	24/11/2011
Espagne	A1	18/10/2011	A	13/01/2012	AA -	07/10/2011
Italie	A2	04/10/2011	BBB +	13/01/2012	A +	07/10/2011
Japon	Aa3	24/08/2011	AA -	25/02/2011	AA -	21/11/2002
États-Unis	Aaa	-	AA +	05/08/2011	AAA	-

.../...

Le club très restreint des pays notés AAA (au 17 janvier 2012)

Par les trois agences	Par deux agences	Par une agence
Luxembourg	États-Unis (Moody's et Fitch ; AA + pour S&P)	Guernesey (S&P ; non noté par Moody's et Fitch)
Suède	France (Moody's et Fitch ; AA + pour S&P)	Hong Kong (S&P ; Aa1 pour Moody's et AA + pour Fitch)
Danemark	Autriche (Moody's et Fitch ; AA + pour S&P)	Liechtenstein (S&P ; non noté par Moody's et Fitch)
Finlande	Île de Man (S&P et Moody's ; non noté par Fitch)	Nouvelle-Zélande (Moody's ; AA pour S&P et AA pour Fitch)
Suisse		
Norvège		
Pays-Bas		
Australie		
Royaume-Uni		
Allemagne		
Canada		
Singapour		

Encadré 8 La dégradation des notations souveraines de la zone euro par Standard & Poor's (janvier 2012)

Après avoir placé la France, ainsi que l'ensemble des autres pays de la zone euro dont les cinq souverains notés AAA (Allemagne, Finlande, Pays-Bas, Autriche et Luxembourg), sous surveillance négative le 5 décembre 2011, l'agence a annoncé la dégradation de la France et de huit autres pays de la zone euro le 13 janvier 2012. Tandis que l'Allemagne, la Finlande et le Luxembourg gardaient leur AAA, la France et l'Autriche ont vu leur note passer de AAA à AA+ (une dégradation d'un cran). Malte, la Slovaquie et la Slovénie ont également été dégradés d'un cran tandis que Chypre, l'Italie, l'Espagne et le Portugal en ont perdu deux.

Cette décision a été motivée par l'aggravation de la crise de la dette souveraine au sein de la zone euro et « des faiblesses structurelles au niveau du processus de décision au sein de la zone et de l'Union européenne ». Notons que la France bénéficie encore de la meilleure note de long terme possible de la part des deux autres agences.

La perte du AAA de l'État français a été également répercutée sur certaines agences et entités publiques françaises. La dégradation a en particulier des conséquences importantes pour les agences en charge de lever des fonds sur les marchés, leur modèle reposant essentiellement sur l'attractivité de leur notation.

Standard & Poor's a révisé également les notations de plusieurs établissements financiers de la zone euro. Sur le long terme, les banques verraient leurs coûts de refinancement accrus. Toutefois deux facteurs tendent à atténuer cet effet : i) une partie de ce coût a déjà été intégrée dans les prix suite aux tensions de 2011 et ii) la mise en œuvre de l'opération de prêt à 3 ans de l'Eurosystème (VLTRO) dans des conditions de prix favorables atténue le risque d'un renchérissement brutal et massif.

212 La place des notations des agences dans les réglementations

Historiquement, les notations fournies par les agences n'avaient objectivement pas plus de valeur que celles d'autres analystes ou experts économiques. Elles ont acquis un statut particulier à mesure que les législateurs et les régulateurs leur ont conféré une place de plus en plus importante dans leurs dispositifs. D'ailleurs, ces agences se défendent parfois d'avoir souhaité que leurs notations soient ainsi explicitement utilisées.

Ainsi, la législation américaine a d'abord introduit le statut d'« agence de notation agréée », c'est-à-dire une agence enregistrée dont les notations sont utilisées d'un point de vue réglementaire (à ce jour, la SEC en supervise dix mais les trois principales sont Standard & Poor's, Moody's et Fitch). Les textes de référence peuvent, par exemple, exiger que certains investisseurs institutionnels n'achètent que des titres bien notés.

Par ailleurs, depuis les accords de Bâle II⁴, la réglementation bancaire internationale fait référence aux notations des agences pour l'évaluation du risque de défaut et le calcul des fonds propres.

213 Comment peut évoluer l'évaluation du risque souverain

Au-delà des nouvelles régulations des agences de notation mises en place en 2009-2010 au niveau international, la question se pose également de diminuer le recours aux notations souveraines des agences ou de confier l'évaluation du risque souverain aux autorités publiques, qu'il s'agisse des banques centrales, des superviseurs ou de tout autre organisme indépendant.

Les autorités publiques cherchent actuellement à réduire la dépendance à l'égard de la notation dans les textes réglementaires. Aux États-Unis, dans le cadre du *Dodd-Frank Act*, les agences de supervision comme la SEC ou le Système fédéral de réserve américain (Fed) devront s'efforcer de supprimer les références aux notations externes dans leur corpus réglementaire. Au niveau européen, la Commission européenne a également engagé des travaux sur ce thème.

Dans un discours prononcé lors de l'inauguration de l'ESMA, le commissaire européen Michel Barnier, en charge du marché intérieur et des services, s'est déclaré favorable à plusieurs changements parmi lesquels la réduction de la dépendance envers les notations des agences pour les institutions financières et la réglementation prudentielle. Il s'est également prononcé pour un renforcement des exigences sur le processus de notation des souverains (plus de transparence, information préalable des gouvernements en cas de dégradation de la notation...), pour un renforcement de la concurrence sur ce marché et pour un engagement de la responsabilité civile des agences en cas de négligence ou de violations des règles applicables. Surtout, le commissaire Barnier a ouvert le débat sur l'opportunité de publier des notations souveraines dans le cas de pays bénéficiant d'un programme de soutien européen ou international.

⁴ Le 26 juin 2004, un nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres était adopté par le Comité de Bâle. Ce dispositif, dit « Bâle II », remplaçait le ratio de solvabilité introduit en 1988 (ratio Cooke). Il prévoyait à l'époque une couverture plus complète des risques bancaires et incitait les établissements à améliorer leur gestion interne des risques. Il est entré en vigueur au 31 décembre 2006. Il sera complété par la mise en œuvre des standards dits de « Bâle III » (cf. chapitre 6).

Le 15 novembre 2011, la Commission européenne a donc annoncé de nouvelles mesures concernant la notation souveraine par les agences de notation dans une nouvelle proposition de règlement. Entre autres, elle a fait des propositions sur le rythme de mise à jour des notes en temps de crise ainsi que sur l'information qui doit être communiquée à l'émetteur souverain. En revanche, la proposition la plus symbolique, la suspension de la notation des souverains en grande difficulté, n'a pas été retenue. Certains observateurs soulignent qu'une telle suppression de notations dans un contexte de crise pourrait s'avérer contre-productive auprès des investisseurs qui pourraient y voir un souhait d'occulter certaines informations sensibles.

Par ailleurs, certains décideurs publics tels que la chancelière allemande Angela Merkel et le président de la Commission européenne José Manuel Barroso se sont prononcés pour l'établissement à moyen terme d'une agence basée en Europe. Cette idée renvoie au fait que les trois plus importantes agences de notation au niveau mondial sont toutes des agences anglo-saxonnes. Toutefois, selon la chancelière Angela Merkel, cette agence ne devrait pas être créée par les États.

La mise en évidence de certains mécanismes de marché ayant pu aggraver la crise

1| LE *SHORT-SELLING* ET LES *NAKED-CDS*

111 Qu'est-ce que le *short-selling* ?

On parle de *short-selling* (ou de vente à découvert) lorsqu'un vendeur réalise la vente d'un titre qu'il ne possède pas, avec l'intention de l'acheter plus tard lorsqu'il s'agira de le livrer⁵. Cette pratique peut être divisée en deux catégories :

- le *covered short-selling* : il s'agit du cas où le vendeur a emprunté le titre qu'il s'est engagé à vendre avant de réaliser son opération de *short-selling* (ou qu'il a établi un accord qui lui assure qu'il pourra l'emprunter). Concrètement, le titre qu'il emprunte sera vendu et il s'engage à délivrer un titre de même nature au prêteur ;
- le *naked short-selling* ou *uncovered short-selling* : il s'agit du cas où le vendeur n'a ni réalisé d'emprunt préalable ni conclu d'accord lui garantissant l'emprunt d'un titre avant de vendre ce titre. Le vendeur devra donc acheter un titre identique afin de le livrer à l'acheteur.

Si le *naked short-selling* semble *a priori* être une transaction plus spéculative que le *covered short-selling*, il est en fait impossible de répondre de façon binaire à cette question dans la mesure où cela dépend d'autres éléments de gestion de l'investisseur.

112 Qui pratique le *short-selling* et pourquoi ?

Le *short-selling* est pratiqué par un grand nombre de participants de marché tels que les *hedge funds*, les gestionnaires de fonds traditionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance...), les banques d'investissement, les teneurs de marché (*market makers*) et les investisseurs individuels.

Ils utilisent le *short-selling* pour des raisons très différentes. La première peut être purement spéculative : elle correspond au cas d'un vendeur qui anticipe une baisse du prix du titre vendu. Dès lors, au moment de livrer le titre, si sa prévision s'avère juste, il l'achètera à un prix inférieur à celui du prix de vente et réalisera ainsi un gain financier. La deuxième correspond à un motif d'arbitrage (tirer profit de la différence de prix entre deux actions différentes mais interdépendantes). Un troisième motif est lié à la tenue de marché (le *market making*). Dans le cadre de cette activité, un intermédiaire de marché se porte acheteur face à tous les flux vendeurs et vendeur face à tous les flux acheteurs, et s'engage à assurer de façon continue la liquidité sur l'actif dont il effectue la cotation.

⁵ Cf. encadré 5 relatif aux motivations liées à la négociation des CDS souverains

113 Quel est le volume de *short-selling* ?

Il est très difficile d'obtenir cette information de façon précise. S'agissant par exemple des actions européennes, il n'est pas possible de les distinguer des autres transactions et donc d'en réaliser une estimation très précise à ce jour. Toutefois, les travaux effectués par la Commission européenne permettent d'en estimer le volume entre 1 % et 3 % de la capitalisation boursière.

114 Qu'est-ce qu'un *naked-CDS* ?

Si un investisseur achète un CDS sans être exposé au risque de crédit relatif à l'émetteur de l'obligation sous-jacente (on parle alors de *naked-CDS* ou CDS à nu), il espère donc un gain potentiel du fait d'une hausse du risque de crédit évoqué. En d'autres termes, un contrat CDS à nu est un pari pris sur le fait que l'émetteur des obligations aura des difficultés à rembourser ou verra sa qualité de crédit se dégrader. Cette pratique est équivalente à du *short-selling* sur l'obligation sous-jacente ⁶.

2 | DES PRATIQUES JUGÉES PARFOIS SPÉCULATIVES

211 Le recours à une interdiction temporaire

Durant le mois d'août 2011, les marchés boursiers mondiaux ont connu des baisses substantielles dues à un certain nombre d'incertitudes liées à la crise de la dette aux États-Unis et dans la zone euro. En particulier, sur les marchés européens, les valeurs bancaires ont, dans certains cas, perdu jusqu'à 50 % entre le début du mois de juillet et la fin du mois de septembre. Les pratiques de ventes à découvert ont pu contribuer à accélérer les mouvements baissiers sur les marchés.

Afin de lutter contre ces violents mouvements de marché fondés sur des rumeurs, les autorités européennes ont décidé de prendre des mesures exceptionnelles destinées à faire revenir le calme sur les places boursières européennes. Le 11 août 2011, l'ESMA, le régulateur européen des marchés financiers, et certains régulateurs nationaux (France, Belgique, Italie et Espagne) ont ainsi annoncé des interdictions de ventes à découvert sur les actions de certaines valeurs financières pour une durée limitée. En particulier, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a décidé d'interdire les prises de position courte nette sur une liste de onze valeurs financières françaises pour une durée initiale de quinze jours. Face à des tensions persistantes, cette mesure a été maintenue à partir du 26 août sur dix des onze valeurs (jusqu'au 11 novembre 2011).

Si la volatilité des actions des banques européennes concernées par ces interdictions a baissé, l'efficacité de l'interdiction a été mise en cause car elle n'a pas été de nature à enrayer la chute des cours de ces actions.

⁶ Cf. note 5 de ce chapitre

212 L'accord européen sur l'encadrement des ventes à découvert

Le *short-selling* et le *naked-CDS* sont avant tout des pratiques de couverture qui sont utiles pour les intervenants de marché afin de mieux gérer certains risques liés à leurs portefeuilles. Cependant, ces pratiques recouvrent également une part non négligeable de spéculation.

De ce fait, un débat a émergé au sein de l'Union européenne (UE) afin de savoir s'il fallait ou non interdire définitivement ces pratiques. Alors qu'en mai 2010, l'Allemagne avait pris la décision d'interdire les ventes à découvert à nu sur les dix plus importantes institutions financières du pays, ainsi que sur les emprunts d'État de la zone euro et les CDS adossés à ces obligations, le 9 juin 2010, la chancelière allemande et le président français ont appelé la Commission européenne à accélérer ses travaux sur l'encadrement renforcé du marché des CDS souverains et des ventes à découvert. Celle-ci a lancé une procédure de consultation publique, assortie de négociations avec les professionnels qui ont longtemps achoppé sur le traitement des *naked-CDS*. En effet, si certains estiment qu'il existe un réel risque d'aléa moral pour la vente de produits d'assurance sur des obligations qui ne sont pas détenues, d'autres pensent que, dans le contexte actuel de fortes tensions sur le marché de la dette souveraine, l'interdiction des CDS à nu aurait un impact négatif sur la valeur des obligations d'État, ce qui pourrait ainsi entraîner une hausse du coût de refinancement des dettes nationales des pays en difficulté.

Les négociations nourries entre le Parlement, la Commission et les États membres ont permis d'établir un accord annoncé en octobre 2011. Il concerne en particulier la question des CDS souverains à nu. Ceux-ci sont interdits sauf deux cas d'exemption :

- lorsque l'achat de CDS est fait pour des raisons de couverture, dont la définition retenue est assez large (stratégie de couverture d'une exposition dont la valeur est corrélée à la dette mais qui n'est pas forcément la dette elle-même, la Commission devant ultérieurement préciser la définition de cette corrélation) ;
- possibilité d'*opt-out* pour chaque État membre : sur la base d'éléments objectifs montrant que le marché de la dette souveraine ne fonctionne plus de manière satisfaisante (cette notion étant encadrée par une liste ouverte d'indicateurs dont notamment l'augmentation des *spreads* par rapport aux autres principaux émetteurs souverains), le superviseur national⁷ pourra mettre fin à cette interdiction de manière temporaire (pour une période initiale de douze mois, renouvelable par tranche de six mois).

Le texte encadre également la vente à découvert d'actions et de titres de dette souveraine. S'agissant des ventes à découvert d'actions, la règle de localisation (*locate rule*) exige que le participant vendant le titre à découvert ait des motifs raisonnables de penser que le titre concerné puisse être effectivement acquis et donc livré au moment du dénouement. Cette règle s'applique également aux titres souverains. Toutefois, si la liquidité du marché concerné passe en dessous d'un seuil déterminé par la Commission, les autorités compétentes pourront suspendre ces règles d'encadrement pendant une durée de six mois renouvelables.

⁷ Les pouvoirs de l'ESMA lui permettant d'imposer ses décisions ou interdictions en cas de crise pour ce qui concerne les ventes à découvert sur actions n'ont pas été étendus au cas des dettes souveraines. Dans ce cas, l'ESMA pourra publier son opinion sur l'opportunité de suspendre l'interdiction mais n'aura pas le dernier mot.

PARTIE 3

QUELLES IMPLICATIONS
POUR LE SYSTÈME
FINANCIER
ET L'ÉCONOMIE
MONDIALE

Les interconnexions directes et indirectes entre risque souverain et risque bancaire

Lors de périodes de crise sur les marchés financiers, les interconnexions directes et indirectes s'accroissent entre risque souverain et risque bancaire.

1| LES QUATRE PRINCIPAUX CANAUX DE TRANSMISSION ENTRE RISQUE SOUVERAIN ET COÛT DU FINANCEMENT BANCAIRE

Les tensions sur les souverains peuvent se répercuter sur les conditions de refinancement et la solvabilité des banques¹ par plusieurs canaux² :

- le canal des portefeuilles d'actifs détenus par les banques : les pertes enregistrées sur les portefeuilles souverains impactent les bilans bancaires et contribuent au renchérissement du coût de financement de ces dernières ;
- le canal du collatéral/liquidité : une partie des titres souverains étant utilisée comme collatéral pour obtenir des financements sur les marchés (repos ou *covered bonds* lorsque le *pool* de collatéral est constitué d'emprunts d'État) ou de la liquidité centrale ; une dégradation de la valeur du collatéral se traduit alors, soit par des appels de marge, soit par une réduction du volume des financements octroyés ;
- le canal des notations : la notation d'un souverain représentant le plus souvent un « plafond » pour les banques du pays concerné. À ce titre, le rapport du *Committee on the Global Financial System* (CGFS) cité en note de bas de page montre notamment que :
 - fin 2010, seules 2 % des banques situées dans des pays européens dont les notations de crédit étaient inférieures à AAA, avaient elles-mêmes des notations supérieures à celles du pays concerné (par exemple, une banque AAA établie dans un pays AA+),
 - ce lien entre notations des banques et du souverain a été plus marqué encore pendant la crise : depuis août 2007, 64 % des banques situées sur le sol du souverain ont vu leur notation diminuer dans les six mois suivant la baisse de notation du souverain ;
- le canal des dispositifs de garantie étatiques : la montée du risque souverain dans un pays fragilise les dispositifs de soutien explicites ou implicites (pour les banques systémiques) au financement des banques de ces pays (en termes de coûts).

¹ À l'inverse, les tensions sur le secteur bancaire peuvent contribuer à accentuer les craintes sur les États. En effet, l'importance systémique de certains établissements financiers pèse sur les engagements contingents ou implicites en termes de finance publique. Les investisseurs font souvent le pari qu'un État ne laissera pas une banque de taille importante faire faillite même si cela ne se vérifie pas toujours en pratique (par exemple, Lehman Brothers) et que, depuis 2008, les autorités cherchent à réduire cet aléa moral en organisant les possibilités d'une faillite bancaire.

² La typologie retenue est celle du rapport publié par le CGFS, "The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions", 29 avril 2011. Le CGFS est l'un des principaux comités de la Banque des règlements internationaux (BRI) avec le Committee on banking supervision et le Committee on payment and settlement systems (cf. glossaire).

Enfin, d'autres canaux de transmission existent mais leur importance semble moins marquée. Peuvent notamment être mentionnés : la diminution de l'appétit pour le risque des investisseurs en période de tensions budgétaires, l'impact de la montée du risque souverain sur la capacité des banques à générer des revenus (commissions et revenus de *trading*), les effets d'éviction entre émetteurs (lorsque l'offre d'émissions sur les marchés est trop importante).

Encadré 9 Une illustration de l'interconnexion entre risque souverain et risque bancaire : l'évolution conjointe des CDS souverains et bancaires

Comme le montre l'évolution de la « base », les variations des primes de CDS souverains tendent à s'accroître lorsque les secteurs bancaires nationaux sont sous pression. Ce phénomène est alimenté par les liens créés entre souverains et banques, à travers la mise en place de plans de sauvetage des banques par les États, ces derniers endossant, directement ou indirectement, le risque associé à ces établissements financiers. La corrélation entre le risque de défaut associé aux banques et celui associé aux États est ainsi renforcée, ce qui se traduit par une augmentation des comouvements (mouvements conjoints) entre les séries de primes de CDS bancaires et souverains.

Par ailleurs, les pressions subies par un segment du marché ont pu contribuer à alimenter la hausse observée sur l'autre segment, à travers les stratégies mises en place par les intervenants de marché. Ainsi, depuis le printemps 2010, le niveau moyen des primes de CDS des souverains de la zone euro a dépassé celui des principales banques de la zone.

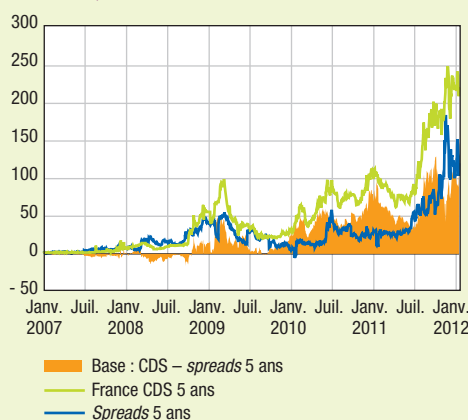
Sur la période récente, l'activité sur les CDS bancaires et souverains, reflétée par les montants notionnels bruts de contrats, a affiché une tendance globalement haussière, en ligne avec la hausse des primes de CDS sur les deux types d'entités, en particulier dans le cas de la France. La négociation de CDS souverains permet de plus aux participants de marché de bénéficier d'une plus grande liquidité sur le marché dérivé. En effet, dans la plupart des cas, les montants bruts comme les montants nets de CDS souverains sont substantiellement plus importants que ceux des banques. La mise en place de stratégies pariant sur l'évolution des primes de CDS peut donc être facilitée dans le cas des CDS souverains. Un agent anticipant que les tensions subies par un système bancaire local devraient se répercuter sur le souverain, et donc augmenter sa prime de CDS, pourra choisir de mettre en place de telles stratégies.

Cette plus grande activité sur le segment des CDS souverains, comparativement aux CDS du système bancaire local se retrouve également au niveau des fourchettes de cotation (bid-ask) des contrats, indicateur de liquidité du marché. En effet, bien que les fourchettes aient eu tendance à s'élargir sur la période récente, la fourchette de cotation du souverain, traduisant le coût d'un « aller-retour » sur le marché, tend à rester toujours inférieure à celle des banques locales.

Il apparaît que la corrélation moyenne des primes de CDS souverains avec celles des banques localisées sur le sol de cet État s'est renforcée en instantané entre 2009 et 2011. Par ailleurs, l'influence des évolutions des primes de CDS bancaires sur celle des CDS souverains s'est globalement accrue sur la période récente.

Évolution de la base sur le CDS français

(en points de base)



Source : Bloomberg

.../...

En effet, la corrélation entre les variations passées des primes de CDS souverains et les variations présentes des primes de CDS bancaires a augmenté entre 2009 et 2010. Elle diminue toutefois entre 2010 et 2011, tout en restant significative. À l'inverse, alors que la corrélation entre les variations passées des primes de CDS bancaires et les variations présentes des primes de CDS souverains avait diminué entre 2009 et 2010, elle a légèrement augmenté entre 2010 et 2011. Cependant, cette évolution connaît des différences selon les pays considérés. Dans le cas des pays core, la prime du CDS souverain est peu influencée par les évolutions passées du CDS bancaire. Toutefois, plus le système bancaire est fragile ou considéré comme tel par les marchés, plus la corrélation entre les évolutions passées des primes de CDS bancaires et les évolutions présentes de la prime de CDS du souverain augmente, comme c'est le cas pour les pays périphériques.

Prime moyenne des CDS souverains à 5 ans de la zone euro vs. CDS bancaires

(en milliards d'euros)



Notes :

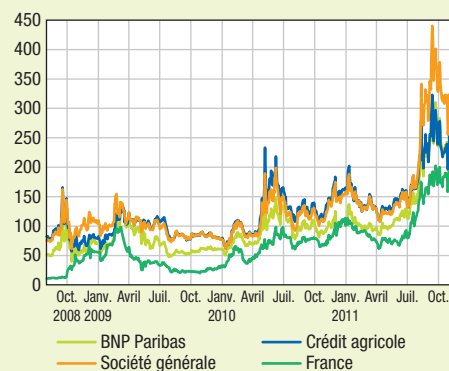
Moyenne simple des primes de CDS à 5 ans des souverains suivants : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovénie.

Moyenne simple des primes de CDS à 5 ans des banques de la zone euro suivantes : Bank of Ireland, BBVA, BNP Paribas, Commerzbank, Crédit agricole, Deutsche Bank, Hypo-und Vereinsbank, ING, Intesa Sanpaolo, KBC, Natixis, Santander, Société générale, Unicredit

Source : Bloomberg

Prime de CDS à 5 ans des principales banques françaises

(en milliards d'euros)



Source : Bloomberg

Extrait de « Europe : une crise financière et pas monétaire »
Intervention de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France
Tokyo, 28 novembre 2011

« En Europe, trois dynamiques distinctes ont été à l'œuvre.

La première s'exerce entre la solvabilité et la liquidité des débiteurs souverains. En période de turbulences, les États, comme les institutions financières, peuvent être soit illiquides, soit insolubles, ou les deux à la fois. Dans de nombreux cas, cette distinction est floue. Lorsque l'incertitude est élevée, les États sont confrontés à des pénuries de liquidité et n'ont pas d'autre choix que d'émettre de nouveaux titres de dette à des taux d'intérêt toujours plus élevés, ce qui amène à douter de leur solvabilité finale, déclenchant ainsi une spirale négative.

.../...

La solidité des fondamentaux est une absolue nécessité, mais elle ne constitue pas toujours une condition suffisante. Lorsqu'on les laisse se développer, les phénomènes d'assèchement de liquidité peuvent maintenir un pays, exactement comme une institution financière, en mauvaise posture. Ce processus a clairement été à l'œuvre depuis début août dans les pays de la périphérie de l'Europe, notamment en Espagne et en Italie.

Une deuxième interaction se produit entre les États et les banques, perçus par les marchés comme étroitement liés. De fait, les CDS souverains font office de plancher pour les CDS bancaires. Et, inversement, la solvabilité des banques dépend de leur exposition au risque souverain. Cette circularité génère de puissants mécanismes de rétroaction qui peuvent entraîner un gel total du marché.

Enfin, les banques forment un réseau étroitement interconnecté. Les relations interbancaires sont essentielles au bon fonctionnement de l'intermédiation financière. Elles ont été gravement perturbées pendant les turbulences actuelles. Il est important de noter, et d'accepter, que le risque de contrepartie entre intermédiaires financiers dépend tout autant du ressenti que de la réalité. Il a suffi aux banques européennes d'être perçues comme vulnérables, même si cela était injustifié, pour connaître des tensions sur les financements. Le désengagement significatif des fonds monétaires américains vis-à-vis des banques européennes en raison de leur exposition au risque souverain périphérique en est une bonne illustration.

Ce que nous avons observé au cours des trois dernières semaines est l'interaction simultanée de ces trois dynamiques : solvabilité et liquidité, banques et États, et relations au sein du système bancaire lui-même. Tous les pays ont été affectés. Il s'agit notamment, très récemment, de tous les pays notés triple A, même l'Allemagne.

Cette analyse appelle de ma part trois conclusions.

Premièrement, la principale faiblesse de l'Europe ne tient pas à la fragilité de l'une de ses composantes en particulier. La fragilité de l'Europe vient de sa difficulté à organiser et à gérer, en temps de crise, les interactions complexes qui se nouent au cœur de son système financier.

Deuxièmement, nous sommes confrontés à une crise financière et non à une crise monétaire. Les différences sont considérables. La confiance dans la monnaie est toujours aussi forte. Les entrées brutes de capitaux dans la zone euro demeurent inchangées. Le taux de change de l'euro reste élevé au regard des évolutions passées (6 % en termes réels au-dessus de sa moyenne des dix dernières années).

Enfin, l'interconnexion, qui crée la contagion au sein de l'Europe, est aussi à l'œuvre bien au-delà de la zone euro. Les tensions sur le secteur bancaire et les marchés se sont transmises à l'échelle mondiale. L'Asie a beau être à quelque 10 000 km de l'Europe, pour les marchés financiers la distance est couverte en moins de 30 secondes. »

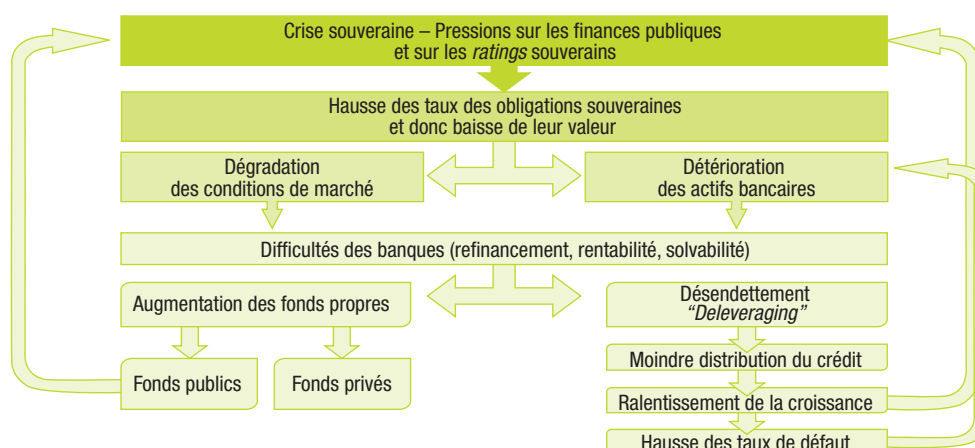
2 | LES CONSÉQUENCES POUR LES BANQUES

La crise incite les banques à modifier la gestion et la composition de leur actif. En effet l'existence de tels canaux de transmission les incite à diversifier davantage leurs portefeuilles et leurs contreparties.

Face à la montée du risque souverain, les établissements qui dépendent de manière importante d'un financement à court terme sont plus directement affectés. Les banques recherchent donc des sources de financement plus longues et plus stables (dépôts, capital etc.) même si le coût de leurs ressources s'en trouve plus élevé.

Les autorités publiques depuis la crise de 2007-2008 ont accru les incitations pour les banques à privilégier la stabilité de leurs financements au détriment de l'optimisation de leur coût. Il y a donc une évolution des politiques de financement afin d'éviter de se retrouver devant un « mur du refinancement ».

Schéma des interactions (circularité négative) entre secteur souverain et secteur bancaire



Source : Banque de France

Extrait d'une interview aux Échos
Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France
 15 septembre 2011

« Le problème est de nature structurelle. Les fonds mutuels américains se retirent d'Europe – pas uniquement de France – car leur business model a changé. C'est une évolution durable et toutes les banques européennes vont devoir s'y adapter.
 [...] »

.../...

Toutes les banques européennes, et les françaises ne font pas exception, sont conduites à réajuster leurs activités en dollar. Elles doivent réduire leur bilan sans toucher pour autant à leur cœur de métier, comme le crédit export. Les bilans des banques sont de toute façon appelés à évoluer avec les nouvelles normes Bâle III, en particulier les financements les plus longs. Mais cela ne va pas provoquer pour autant une crise de crédit en Europe. Il est clair que les financements en dollar des entreprises américaines par les banques françaises, de même que les financements des banques américaines en Europe, pourraient diminuer. Nous irions alors vers moins d'internationalisation, un retour à une régionalisation partielle des activités de banque de gros. Ce serait bien regrettable. »

Encadré 10 **Les fonds monétaires américains et le financement en dollar des banques européennes et françaises**

La question du financement en dollar des banques européennes a été l'une des questions les plus discutées par les analystes lors de l'été 2011. Cette dépendance des banques européennes au financement en dollar a contribué à exacerber le climat de tension sur le secteur financier.

Les fonds monétaires américains (Money Market Funds — MMF) — l'équivalent de nos OPCVM monétaires — gèrent environ 1 500 milliards de dollar d'actifs. Comme ils sont tenus par la loi d'investir dans des titres peu risqués, ils investissent traditionnellement dans des titres de dette à court terme émis par des banques, notamment européennes, dans une perspective de diversification de leurs expositions. Ces fonds monétaires sont par nature très prudents. Suite aux débats sur le plafond de la dette fédérale américaine — qui a conduit à la dégradation de la note des États-Unis par Standard & Poor's —, ils ont subi un mouvement de décollecte de la part de leurs propres épargnants. Ce mouvement a renforcé leur aversion pour la prise de risque. Dans ce contexte, inquiets du niveau de détention de dette souveraine de pays européens sous tension par les banques européennes, ils ont décidé de réduire leurs investissements en Europe.

Pourquoi des banques européennes se financent-elles auprès de ces fonds américains ? Cette situation résulte de facteurs de demande et d'offre. Ces fonds monétaires ne trouvaient pas suffisamment de titres à court terme offrant un rendement suffisant aux États-Unis. De manière parallèle les banques européennes pouvaient emprunter à meilleur coût des ressources en dollar qu'elles convertissaient ensuite en euro. Il s'agit également pour les banques européennes de financer en partie leurs activités en dollar.

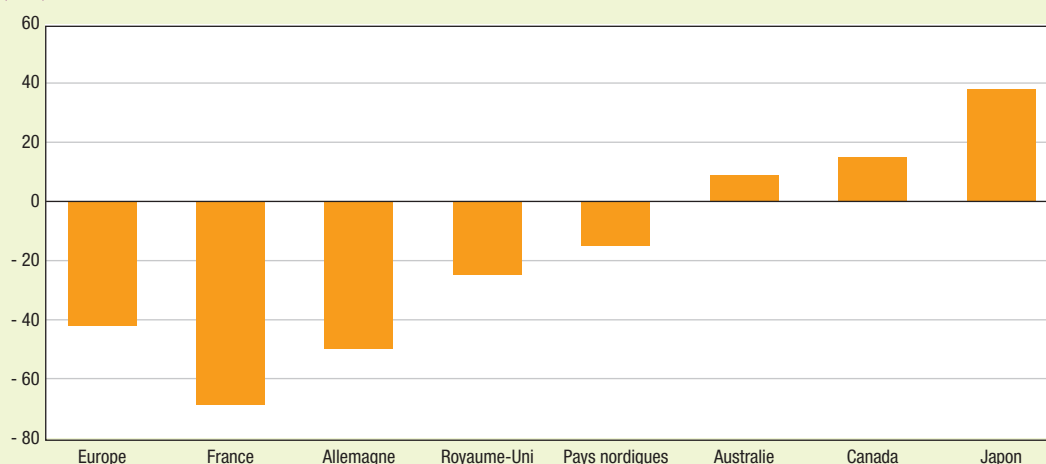
Afin de rassurer les marchés, l'Eurosystème et la Fed ont réactivé des accords de fourniture de liquidité en dollar. Les banques européennes peuvent donc emprunter auprès de l'Eurosystème des dollar contre remise de collatéral libellé en euro. Par ailleurs, les banques européennes se sont engagées de manière plus structurelle à réduire la part de leurs activités en dollar.

Quelles seront les conséquences sur l'économie réelle ? Certaines activités économiques sont traditionnellement libellées en dollar comme le financement du commerce international, le financement de certains projets d'infrastructures ou de certaines matières premières. Une baisse durable des ressources en dollar pourraient avoir des effets sur ces activités. Toutefois, les établissements financiers utilisent une partie très importante de leurs ressources en dollar pour financer des activités de marché à court terme. Il semble que les contraintes actuelles les conduisent d'abord à réduire ces activités financières dont les effets sur l'économie réelle sont plus faibles.

.../...

Variation de l'exposition géographique des fonds monétaires américains aux différents secteurs bancaires entre fin mai et fin octobre 2011

(en %)



Source : Fitch Ratings

Afin d'évaluer l'adéquation des fonds propres des banques à un choc extrême, les autorités publiques peuvent mener des simulations de crise appelées *stress tests*. Les superviseurs européens et américains ont ainsi mené plusieurs tests depuis 2008.

Encadré 11 Les stress tests bancaires

Les tests de résistance bancaires (stress tests bancaires) sont des tests qui mettent à l'épreuve une banque, en la confrontant à un scénario économique extrême bien que réaliste (des hypothèses dégradées de taux de croissance, de taux de chômage et d'inflation se cumulent), afin d'évaluer si l'établissement dispose de réserves en capital suffisantes pour absorber ce choc. Ce genre de test est aussi appliqué dans d'autres secteurs (assurances et énergie notamment) et est fréquemment réalisé par des établissements en interne — les résultats sont alors rarement rendus publics.

Comme aux États-Unis, les superviseurs européens ont décidé d'organiser des tests de résistance de manière coordonnée en Europe, en s'appuyant sur des hypothèses communes et une méthodologie harmonisée. Le 2 octobre 2009, les résultats du premier test de résistance européen étaient rendus publics. Ce test portait sur vingt-deux grandes banques. Cet exercice de stress test était une première initiative européenne sur la base duquel des exercices améliorés pouvaient se développer. Il pâtissait notamment d'une communication trop limitée et d'un périmètre de banques trop restreint (exclusion de petits acteurs comme les caisses d'épargne allemandes ou espagnoles).

Le deuxième exercice 2010, dont les résultats ont été publiés en juillet 2010, a été étendu puisqu'il portait sur plus de quatre-vingt-dix banques européennes mais les hypothèses ont été perçues comme insuffisamment « stressées » par les marchés. C'est pourquoi, la publication, très en amont (en mars 2011) de la méthodologie appliquée lors de l'édition 2011 (résultats publiés en juillet 2011) a constitué une première réponse des autorités européennes sur la question de la transparence. Cet objectif était d'ailleurs affiché comme prioritaire et de nombreux détails ont été communiqués pour chaque établissement testé permettant ainsi aux analystes de faire en parallèle des simulations complémentaires.

.../...

À l'automne 2011, l'Autorité bancaire européenne (EBA) a décidé de conduire un troisième exercice. Tout en soulignant les progrès significatifs déjà enregistrés par les banques européennes dans le renforcement de leurs fonds propres, il visait à mettre en évidence les éventuels besoins en fonds propres pour répondre aux inquiétudes ponctuelles sur les expositions aux dettes souveraines. Il a donc été demandé à soixante-dix établissements, pris parmi ceux déjà soumis aux stress tests de juillet 2011, de se soumettre à ce test et d'afficher un niveau de solvabilité de 9 % d'ici à fin juin 2012, incluant l'impact d'une valorisation prudente des dettes souveraines européennes.

Le 8 décembre 2011, l'EBA a publié les résultats finaux de son évaluation. Pour que chaque banque atteigne ce niveau, les banques testées devront augmenter de plus de 110 milliards le montant de leurs fonds propres. Les banques françaises représentent une part réduite de ce total (7,3 milliards d'euros), qu'elles pourront couvrir très largement par la rétention de leurs profits. Les banques devront atteindre cette cible pour juin 2012 et leurs plans d'ajustement seront analysés pour éviter qu'ils ne pénalisent l'économie réelle en réduisant massivement les financements dans le but d'atteindre ce ratio.

3| UNE ILLUSTRATION DES LIENS ENTRE RISQUE SOUVERAIN ET RISQUE BANCAIRE : L'ÉVOLUTION DES CAPITALISATIONS BANCAIRES PENDANT L'ÉTÉ 2011

Entre début juillet et fin septembre 2011, l'évolution des capitalisations boursières a reflété les craintes sur les titres de certains pays européens. Les valeurs bancaires ont subi une baisse très forte : cette évolution brutale a été observée au niveau mondial et tout particulièrement aux niveaux européen et français.

Globalement, les principaux indices boursiers mondiaux ont enregistré une chute spectaculaire et en particulier, le S&P 500 et l'Euro Stoxx 50 ont baissé respectivement de 15,5 % et 24,2 %. Cette tendance a été encore plus marquée pour les valeurs financières. Ainsi, l'indice MSCI World Bank a baissé de 23,6 % tandis que le Stoxx 600 banques a reculé de 29,9 %.

La principale explication avancée par les investisseurs est celle de la surexposition du secteur bancaire, en particulier européen, au risque souverain européen. Autrement dit, les banques auraient détenu des titres de dette des pays européens en difficulté à un niveau jugé trop important. Les évolutions dans la zone euro ont pu faire craindre aux investisseurs de nouvelles dégradations dans les portefeuilles bancaires dues à un potentiel défaut de la Grèce, voire d'autres pays périphériques. En outre ces craintes ont été amplifiées par des déclarations sur le niveau de capitalisation des banques européennes (notamment de la part du FMI). Par ailleurs, des doutes spécifiques se sont propagés et amplifiés parmi certains investisseurs sur les besoins de financement en dollar américain.

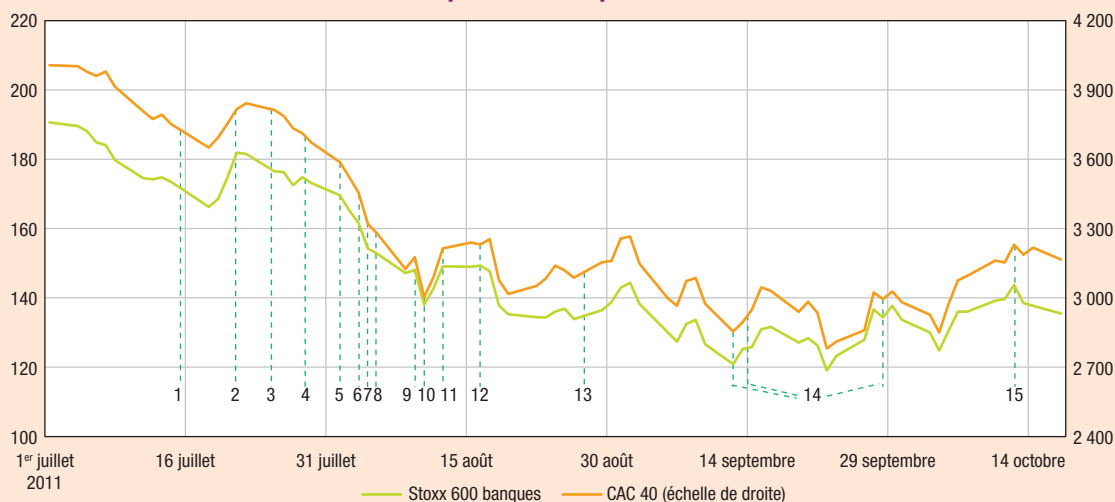
La seconde série d'explications est à chercher dans des événements exogènes. Ainsi, les notations de plusieurs banques internationales dont les trois principaux groupes bancaires français ont été dégradées par les différentes

Variation des cours de bourse d'une sélection de valeurs bancaires entre le 1^{er} juillet et le 31 septembre

<i>(en %)</i>	
Société générale	- 52,9
Crédit agricole	- 51,6
Unicredit	- 47,8
BNP Paribas	- 44,9
Bank of America	- 44,8
Morgan Stanley	- 43,1
RBS	- 40,8
Commerzbank	- 39,7
Barclays	- 39,2
Intesa Sanpaolo	- 37,8
Deutsche Bank	- 37,0

Source : Bloomberg

Évolution du CAC 40 et du Stoxx 600 banques durant l'épisode boursier de l'été 2011



- 1 : 15 juillet – Publication des résultats des « stress tests » par l'EBA
- 2 : 21 juillet – Sommet européen : second plan d'aide à la Grèce décidé
- 3 : 25 juillet – Moody's dégrade la note de la dette grecque.
- 4 : 29 juillet – Le PIB américain au deuxième trimestre ressort à + 1,3 % (contre un consensus à + 1,8 %).
- 5 : 1^{er} août – Les démocrates et les républicains trouvent un accord sur le relèvement du plafond de la dette américaine.
- 6 : 3 août – La Société générale renonce à son objectif de résultats pour 2012.
- 7 : 4 août – J.-C. Trichet déclare que la BCE est en train d'acheter des titres de dettes périphériques.
- 8 : 5 août – Standard & Poor's dégrade la note de la dette américaine.
- 9 : 9 août – La FED annonce qu'elle maintient ses taux inchangés jusqu'à la mi-2013.
- 10 : 10 août – La Société générale chute de 20 % en séance. CASA et BNPP perdent respectivement 11,81 % et 9,47 %.
- 11 : 12 août – L'AMF et ses homologues, la CNMV en Espagne et la Consob en Italie, interdisent les ventes à découvert sur certaines valeurs financières.
- 12 : 16 août – Croissance allemande décevante au deuxième trimestre
- 13 : 27 août – Le directeur général du FMI, C. Lagarde, estime que les banques européennes pourraient avoir besoin de 200 milliards d'euros de fonds propres supplémentaires.
- 14 : 12, 14 et 28 septembre – SG, BNPP et CASA présentent tour à tour une réduction de leur bilan et de leur refinancement en dollar.
- 15 : 12 octobre – Bruxelles annonce une recapitalisation urgente des banques européennes.

Sources : Bloomberg, Banque de France

agences de notation : le Crédit agricole et la Société générale dès le 14 septembre 2011 par Moody's (respectivement de Aa1 à Aa2 et de Aa2 à Aa3) et BNP Paribas par Standard & Poor's le 14 octobre 2011 (de AA à AA-). Lors de cette décision, l'agence Standard & Poor's soulignait que les profils de financement et de liquidité des cinq plus grandes banques françaises étaient plus vulnérables que précédemment. Ces dégradations ont vraisemblablement influencé le comportement de certains investisseurs. Par ailleurs, les banques françaises, notamment la Société générale, ont été victimes de rumeurs, qui se sont avérées totalement infondées.

Les implications structurelles de la crise sur les taux longs

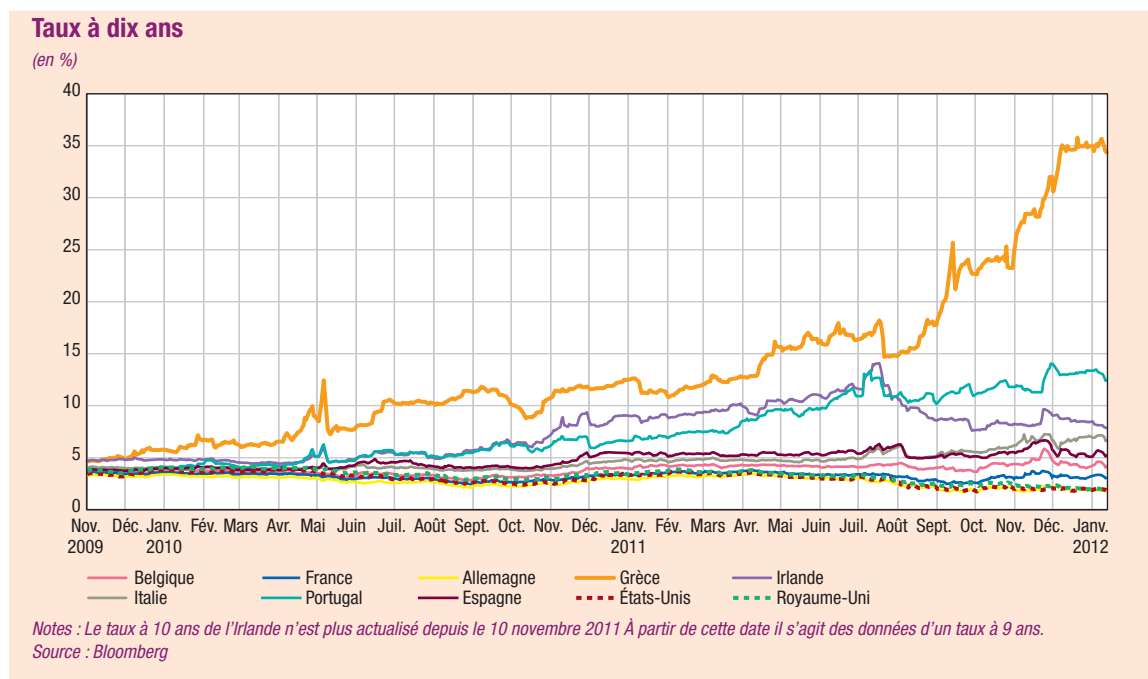
1| LES TAUX LONGS EN EUROPE EN 2011

La prolongation dans le temps de la crise de la dette souveraine et son aggravation en zone euro ont contribué à l'augmentation des taux longs dans des pays jusqu'à maintenant perçus comme solides au plan budgétaire.

Début décembre 2011, trois pays avaient demandé l'assistance internationale :

- la Grèce, depuis mai 2010. Le plan adopté le 26 octobre 2011 prévoit notamment une décote de 50 % sur les obligations de toute maturité détenues par le secteur privé ;
- l'Irlande, qui reçoit l'aide du FMI depuis novembre 2010 et qui a déjà bénéficié de deux émissions du Fonds européen de stabilité financière (FESF) ;
- le Portugal, depuis avril 2011.

Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt a, par la suite, concerné l'Espagne et l'Italie.



Par ailleurs, de nombreuses incertitudes ont soutenu la poursuite de la hausse des taux au niveau de l'ensemble de la zone euro :

- les réformes successives du FESF, souvent très lentes à être ratifiées, ont contribué à limiter la lisibilité du mécanisme par les marchés et ce malgré l'élargissement de sa capacité d'action ;
- les marchés sont également demandeurs de détails sur le futur Mécanisme de stabilité européen (MES ou *European Stability Mechanism*) qui devrait remplacer le FESF à partir de juin 2012³ ;
- au niveau politique, de nombreuses divergences, visibles, ont également fragilisé les anticipations des participants de marché ;
- les difficultés sociales et politiques rencontrées par les pays ayant adopté des programmes de consolidation fiscale ont suscité des doutes sur l'application de ces mesures dans la durée.

Cependant, certains pays ont continué de bénéficier de comportements de fuite vers la qualité (*flight-to-quality*). C'est notamment le cas de l'Allemagne au sein de la zone euro.

Encadré 12 Pourquoi les taux longs américains n'ont-ils pas augmenté après la dégradation de la note souveraine américaine ?

Le 5 août 2011, l'agence S&P a dégradé la note souveraine des États-Unis de AAA à AA+ avec perspective négative. Comment expliquer que, suite à cette annonce, les taux souverains américains n'aient pas augmenté ?

- *La décision de S&P ayant été préparée par diverses publications et avertissements, les marchés pouvaient avoir déjà intégré ce changement avant qu'il n'advienne.*
- *Ce changement de rating n'entame pas la situation d'actif financier refuge (safe haven) qu'occupent les États-Unis de par leur puissance économique, leur pouvoir politique au niveau mondial, leur modèle social et le rôle prépondérant de la Fed.*
- *Le maintien à un niveau très bas des taux longs peut également refléter la politique de la Fed de maintenir les taux courts à des niveaux très bas pendant très longtemps et la mise en œuvre de l'opération TWIST visant à influencer la courbe des taux américains (achat par la Fed de titres de maturité de six à trente ans et vente de titres présentant une maturité inférieure à trois ans).*
- *Les perspectives de croissance aux États-Unis sont faibles.*
- *De façon plus pratique, il peut exister un délai pendant lequel les investisseurs adaptent progressivement leur stratégie d'investissement à ce changement de qualité de crédit. Cette dimension d'adaptation peut être de plus minimisée par le fait que Fitch et Moody's ont maintenu le AAA américain.*
- *Enfin, il n'existe pas d'alternatives aux titres publics américains. En effet, les investisseurs réalisent leur allocation d'actifs en fonction de la profondeur et de la liquidité des marchés financiers. Seuls les États-Unis offrent une profondeur suffisante à ce jour.*

³ Ces mécanismes européens sont expliqués avec plus de précision au chapitre 6 de ce numéro de Documents et débats.

2 | L'IMPACT SUR LES BANQUES

S'agissant de l'impact de la hausse des taux sur les banques françaises, jusqu'à l'été, le contexte était clairement marqué par un niveau très bas des taux — même s'ils avaient légèrement progressé depuis début 2011 — et par une pentification de la courbe. Couplée à l'abondance et au faible coût de la liquidité, cette pentification a constitué un cadre propice à l'engagement d'opérations de transformation permettant de profiter de l'écart de taux (les banques prêtent à long terme et se refinancent sur une durée plus courte).

Si, une hausse des taux des obligations souveraines se matérialisait à l'avenir, elle pourrait avoir de multiples conséquences sur les banques. En particulier :

- un accroissement du risque de taux, en fonction des stratégies et des couvertures des différents établissements. Cependant, d'après les données communiquées annuellement par les banques, cet accroissement devrait demeurer limité ;
- cela pourrait limiter leur comportement de recherche de rendement (*search-for-yield*) qui les poussait, à la suite de la moindre rémunération des obligations souveraines, vers des actifs plus risqués (de type *High yield* ou LBO).

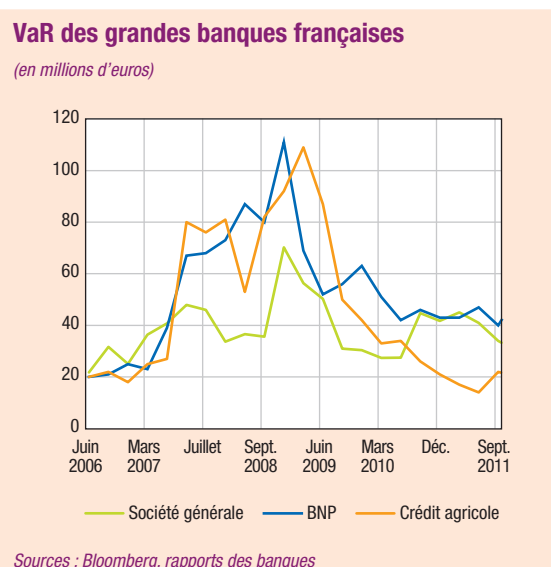
Un environnement de taux haussier pourrait cependant être compensé par une réorientation des crédits proposés par les banques vers des produits à taux variables ou à taux fixes plus élevés. Ces nouveaux produits plus rémunérateurs leur permettraient de limiter l'impact de la réduction de la marge réalisée sur les crédits à taux fixe existants (le coût de refinancement augmente alors que les rendements des crédits stagnent).

En ce qui concerne plus spécifiquement les *trading books*, les VaR (*value-at-risk*) des principales banques françaises sont restées tout à fait contenues par rapport à leurs niveaux observés après la faillite de Lehman Brothers.

Il convient cependant de rappeler que cette mesure omet certains éléments :

- elle ne concerne que le *trading book* et ne prend pas en compte le portefeuille bancaire ;
- elle ne mesure que le risque courant et non pas le risque extrême ;
- elle n'indique pas le sens des expositions des banques.

De nombreuses autres banques européennes ont connu une forte augmentation de leur VaR entre la mi-2007 et la mi-2009, à l'image de Deutsche Bank ou Santander. Fin 2011, les niveaux de VaR des banques françaises étaient en ligne avec ceux d'autres banques européennes, reflétant une gestion prudente du risque. Si certains établissements avaient effectivement un niveau de VaR plus faible



(Santander, Swedbank), d'autres conservaient des VaR bien plus élevées que les chiffres des banques françaises (Deutsche Bank, Commerzbank, RBS ou Crédit suisse par exemple).

Encadré 13 Comment les taux longs impactent les banques

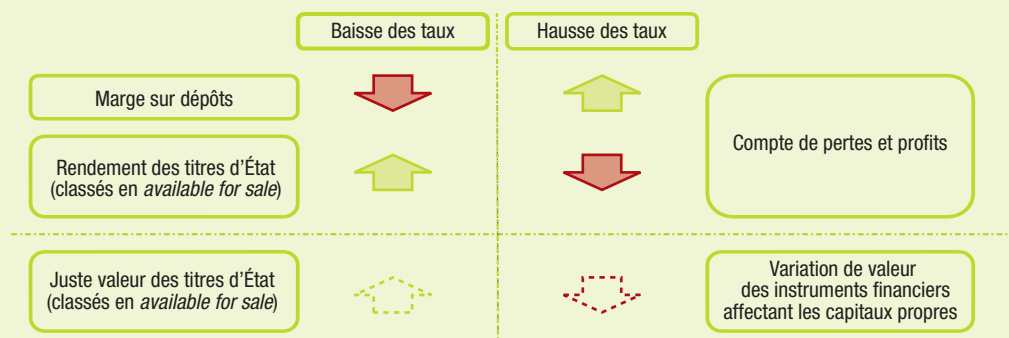
Les banques d'investissement sont exposées via leurs investissements en titres de dette. Une hausse des taux occasionne une augmentation des rendements des produits dans lesquels elles ont investi mais une baisse de la valeur des actifs du portefeuille obligataire évalués en valeur de marché (mark-to-market).

Concernant les banques de détail, les dépôts de la clientèle sont faiblement rémunérés et ils sont peu élastiques aux mouvements de taux.

En France, le ratio de couverture des prêts par les dépôts est resté stable en 2010. Cela résulte de la compensation entre, d'une part, les fortes productions de crédit à l'habitat à taux fixe du fait des faibles taux longs et, d'autre part, de la croissance des encours de dépôts non rémunérés et de livrets bancaires.

Au passif du groupe, une hausse des taux implique une augmentation du coût de financement du groupe et une pentification plus marquée de la courbe devrait pousser les banques à se financer à plus court terme.

Impact des mouvements des taux d'intérêt



Source : BNP Paribas

L'impact sur les marchés émergents

À partir de septembre 2008, et plus particulièrement depuis la faillite de Lehman Brothers, les pays émergents et en développement ont été rattrapés par la crise. Leur faible exposition directe aux *subprime* avait laissé espérer, un temps, un découplage entre ces économies et celles des pays avancés. Mais les canaux de transmission des turbulences financières se sont progressivement mis en place. Ces pays ont été affectés par trois chocs exogènes : le tarissement de la liquidité internationale, l'effondrement de la demande mondiale et le ralentissement du commerce international qui en est découlé, et dans certains cas, la baisse rapide des prix des matières premières dont certains pays sont exportateurs. En mars 2009, le G20 s'était d'ailleurs engagé à fournir 250 milliards de dollars pour aider le commerce et le crédit exportation des pays émergents. Il a également augmenté substantiellement les ressources du FMI et introduit un dispositif d'octroi de lignes de crédit modulable.

L'activité économique dans les pays émergents et en développement a ainsi fortement ralenti en 2009 puisque la croissance s'est élevée à seulement 2,8 % contre 6 % en 2008 (source FMI, *World Economic Outlook*, septembre 2011). Toutefois, la conjoncture était très hétérogène : le niveau de croissance des économies émergentes asiatiques était de 7,2 %, alors que celui de l'Amérique latine et de l'Europe centrale et de l'Est était négatif (respectivement - 1,7 % et - 3,6 %). L'activité a ensuite rapidement rebondi, la croissance sur l'ensemble des économies émergentes et en développement ayant atteint 7,3 % en 2010.

Une caractéristique marquante de la crise est qu'elle a touché tous les pays, y compris ceux qui avaient accumulé de larges réserves de change. Partant de l'expérience des crises précédentes, en particulier de la crise asiatique de la fin des années quatre-vingt-dix, de nombreux pays avaient accumulé de larges réserves de change. Ces réserves semblent toutefois avoir eu un effet protecteur peut-être davantage par un effet d'affichage que pour leur utilisation effective.

Si ces pays semblaient globalement avoir abordé la crise avec plus de marges de manœuvre budgétaires, les dispositifs de soutien étatique et les dépenses engagées ont, comme dans les pays développés mais dans une moindre mesure, impacté la situation des finances publiques et poussé à la hausse les primes de risque souverain. Les efforts préalables d'assainissement macroéconomique ont ainsi permis globalement de mieux affronter la crise mondiale.

Encadré 14 Les marchés émergents et la sortie de la crise

Le poids économique des pays émergents se confirme au niveau mondial

Le poids des économies émergentes dans le PIB se confirme malgré la crise mondiale. Ainsi, les économies émergentes et en développement représentent 34 % du PIB mondial en 2010, contre environ 20 % en 1990. Par ailleurs, la Chine est devenue en 2010 la deuxième économie mondiale derrière les États-Unis avec un PIB de presque 6 000 milliards de dollars soit 9,3 % du PIB mondial (contre 1,76 % en 1990), devant le Japon. De plus, en janvier 2010, une étude publiée par Price Waterhouse Coopers montrait que la somme du Produit national brut (PNB) des sept plus grandes économies émergentes dépasserait dès 2020 celle des pays du G7. Elle établissait également qu'en 2030, les principales économies mondiales seront, par ordre décroissant, la Chine, les États-Unis, l'Inde, le Japon, le Brésil, la Russie, l'Allemagne, le Mexique, la France et le Royaume-Uni.

Selon le FMI, la croissance mondiale entre 2010 et 2015 proviendra à hauteur de 75 % des économies émergentes. Sur la période 2001-2010, la croissance moyenne des pays émergents a été de 6 % alors que celle des pays industrialisés n'a atteint que 1,5 %. Enfin, plus de 50 % des échanges internationaux se font désormais entre économies en développement.

Par ailleurs, selon la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (CNUCED), si la croissance des flux d'investissement direct étranger (IDE) n'a globalement augmenté que de 5 % en 2010, elle a largement bénéficié aux économies émergentes. En 2010, les IDE dans les économies dites « non développées » (les pays en développement et les pays dits « économiquement et structurellement faibles et vulnérables ») représentent pour la première fois plus de la moitié du total mondial (52 %).

Ratio d'endettement d'une sélection de pays émergents

(en %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Brésil	70,63	69,15	66,66	65,18	70,66	67,85	66,07	65,71	64,98	63,83	62,07
Chine	18,54	17,64	16,19	19,59	16,96	17,67	17,71	17,09	16,27	15,00	13,39
Inde	81,24	78,84	75,73	72,99	73,00	71,10	69,17	68,20	67,68	65,28	63,33
Indonésie	55,83	46,35	40,43	36,85	33,24	28,65	26,94	25,42	24,05	22,76	21,76
Russie	22,32	14,24	9,05	8,51	7,88	10,96	9,87	8,55	8,81	9,46	11,26
Afrique du Sud	35,05	33,69	31,41	27,42	26,81	30,88	35,74	39,55	41,72	42,79	42,52
Turquie	59,24	52,31	46,08	39,44	39,48	45,50	41,68	39,41	37,57	36,43	35,44
Économies émergentes et en développement	45,42	41,60	36,83	35,14	33,62	35,89	35,09	33,56	32,66	31,69	30,55

Note : Estimations à partir de 2009 pour le Brésil et de 2010 pour les autres pays

Source : FMI, World Economic Outlook Database

Les marchés émergents seront-ils le moteur de la sortie de crise ?

En 2011, le niveau de croissance dans les pays émergents devrait a priori rester globalement très élevé par rapport à celui des pays développés mais généralement en dessous du niveau de 2010. L'impact de la crise souveraine paraît donc limité mais peut-être plus immédiat qu'en 2008-2009.

En septembre 2011, le FMI a revu ses prévisions de croissance à la baisse pour la Chine en 2012 (à 9 % contre 9,5 % précédemment et 9,5 % en 2011). Plus globalement, l'Asie n'afficherait qu'une croissance de l'ordre de 6,3 % en 2011 et 6,7 % en 2012, contre des prévisions respectivement de 6,8 % et 6,9 % (en 2010, le PIB des pays asiatiques avait progressé de 8,3 % en moyenne).

.../...

Toutefois, les problèmes rencontrés par les économies émergentes ne sont pas seulement dus au ralentissement mondial. Ainsi, l'année 2011 aura également été caractérisée par une montée des pressions inflationnistes dans ces économies, notamment en Inde et en Chine.

Par ailleurs, dans un contexte d'aversion pour le risque lié aux mauvaises perspectives de croissance mondiale et à la crise de la dette souveraine européenne, les investisseurs ont opéré une réallocation d'actifs marquée, à partir de juillet 2011, par un mouvement de fuite vers la qualité (flight-to-quality), pénalisant ainsi les marchés actions émergents. Sur l'année 2011, les marchés actions émergents ont ainsi sous-performé des marchés actions développés pourtant en grandes difficultés : une fois de plus, la théorie du découplage¹ ne s'est pas vérifiée.

Enfin, après avoir dépassé son niveau d'avant la crise en 2010, le commerce extérieur des pays émergents montre des signes de stagnation depuis le début 2011. On remarque en particulier que l'accident nucléaire de Fukushima au Japon en mars 2011 et la désorganisation du processus de production qui l'a suivi ont pénalisé les pays asiatiques dans leur ensemble. Par ailleurs, la diminution ou la suppression d'activités dans certaines banques et la mise en œuvre ou l'accélération des rééquilibrages budgétaires dans un certain nombre de pays pourraient affecter les exportations de ces pays. En septembre 2011, l'OMC a revu ses prévisions à la baisse, les exportations des économies en développement devant augmenter de 8,5 % en 2011 (au lieu de 9,5 % précédemment).

Les pays émergents en soutien de la zone euro ?

L'accumulation de réserves de change susmentionnée a pu être perçue comme une assurance en cas de retournement des flux internationaux de capitaux et, dans une certaine mesure aussi, comme une garantie d'indépendance vis-à-vis du FMI. Mais ces réserves accumulées peuvent être également investies dans des titres obligataires. Le moteur principal de cette évolution est la forte croissance de la part des réserves détenues par les pays asiatiques émergents qui représentent environ 37 % des réserves mondiales fin 2010 contre environ 16 % en 2000. En particulier, la part de la Chine est passée de 8 % en 2000 à 29 % fin 2010.

L'accord trouvé par les gouvernements européens le 26 octobre 2011 visant à porter la capacité du FESF à 1 000 milliards d'euros (cf. chapitre 6 — partie 1) propose deux options (non exclusives) pour bénéficier d'un effet de levier. L'une d'elles cherche ainsi à optimiser les mécanismes de financement du FESF en combinant les ressources d'institutions financières et d'investisseurs publics et privés, ce qui pourrait être réalisé en créant une ou plusieurs entités ad hoc (Special purpose vehicle ou SPV). Le FESF serait alors utilisé pour assurer la tranche de première partie du SPV, alors qu'une seconde tranche serait capitalisée par les investisseurs privés et les fonds souverains. La dimension la plus senior serait occupée par des titres de dette destinés à des investisseurs en titres à revenu fixe traditionnels (commercial papers, MTN, dette de long terme).

Les pays émergents pourraient donc investir dans des titres de dette souveraine de pays européens. En particulier, le directeur du FESF, Klaus Regling, s'est rendu en Chine en octobre 2011 pour discuter des modalités de coopération et d'implication de la Chine dans les nouveaux mécanismes. Si les autorités chinoises se sont déclarées « ouvertes », aucune modalité de coopération n'a pour l'instant été annoncée. Par ailleurs, d'autres grands pays émergents (Brésil et Russie notamment) ont marqué leur préférence, s'ils devaient investir, pour des canaux impliquant le FMI. Un certain nombre d'observateurs pensent que les pays émergents seraient davantage amenés à investir dans des entreprises européennes et donc directement dans l'économie réelle.

¹ Théorie qui consiste à penser que les économies émergentes réduiront, à long terme, leur dépendance aux économies développées, renforçant par là même leur résilience.

La gestion de la crise à court terme

1| LE RÔLE DES BANQUES CENTRALES FACE À LA CRISE DE L'ENDETTEMENT SOUVERAIN

Face à l'ampleur de la crise et aux risques systémiques associés, l'Eurosystème a remobilisé les outils déjà déployés en 2008 et a également modifié son cadre opérationnel de politique monétaire.

111 La flexibilité du cadre opérationnel a été prouvée lors des précédentes crises

La crise des *subprime* durant l'été 2007, puis la crise bancaire provoquée par la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, ont montré la flexibilité du cadre opérationnel des banques centrales et, en particulier, de l'Eurosystème. En effet, face à un marché interbancaire grippé, les opérations d'*open market* constituent le premier instrument à disposition des banques centrales. Dans le cas de l'Eurosystème, le grand nombre de contreparties bancaires lui permet d'assurer aisément un rôle de réintermédiation et de prêteur dans le marché (un peu plus de 6 000 établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires dont environ 300 participant régulièrement aux opérations d'*open market* avant la crise).

En septembre 2008, la faillite de la banque Lehman Brothers a avivé les tensions sur le marché interbancaire. Le principal symptôme de la crise a été le rétrécissement des volumes échangés sur ce marché, la défiance limitant fortement les transactions interbancaires pour les établissements jugés fragiles. Peu confiants, les établissements disposant d'un surplus de liquidité ont préféré laisser cet excédent à la facilité de dépôt de la banque centrale plutôt que de le recycler sur le marché monétaire, même si cela représentait un manque à gagner. En réaction, l'Eurosystème a décidé d'octroyer abondamment de la liquidité en adaptant la durée et la fréquence des opérations d'*open market* et en modifiant les modalités d'allocation de la liquidité.

La principale innovation a été l'abandon du système d'enchères à taux variables d'une quantité limitée au profit d'une politique d'allocation illimitée des soumissions à taux fixe à partir du 15 octobre 2008. Par ailleurs, l'Eurosystème a décidé d'élargir l'éventail des garanties éligibles aux opérations de refinancement. Enfin, dès le mois de septembre 2008, les accords de *swaps* entre la Banque centrale européenne (BCE) et la Fed, mis en œuvre fin 2007, sont réactivés et étendus à d'autres banques centrales (Suisse, Japon, Royaume-Uni), ce qui permet la fourniture de devises sur des maturités allant d'une semaine à trois mois pour le dollar américain.

L'Eurosystème innove par ailleurs en décidant en mai 2009 d'intervenir directement sur les marchés pour relancer le marché des *covered bonds* (obligations dites « sécurisées ») au travers d'un programme d'achats de 60 milliards d'euros. La revitalisation de ce segment de marché apparaissait indispensable pour remédier à la dislocation des courbes obligataires et à l'assèchement des sources de financement des banques, puisque les émissions de *covered bonds* avant la crise représentaient 20 % de leur financement.

Conséquence de cette ample fourniture de liquidité, l'excédent de liquidité en juin 2010 s'établit à près de 350 milliards d'euros et la répartition de l'encours de refinancement entre « court terme » (opération à une semaine) et « long terme » (maturités allant de un mois à douze mois) est durablement modifiée du fait de l'importance des montants demandés sur les maturités longues (moins de 10 % à court terme et plus de 90 % à long terme pendant la durée de vie des trois opérations à un an, contre 66 % et 33 % respectivement au début 2007).

112 Face à la crise de la dette souveraine, ces mesures ont été réactivées et complétées

Dans un premier temps, le contexte dans lequel se déroule la crise de la dette souveraine est marqué par la volonté de la BCE de mettre en œuvre sa stratégie de sortie de crise, à la faveur d'une certaine normalisation des conditions de marché constatée début 2010 (diminution des *spreads* Euribor-OIS – *overnight indexed swap* –, redémarrage des émissions bancaires à court et moyen terme et arrêt de la fourniture de dollars par les banques centrales en janvier 2010 en l'absence de demande). Ainsi le retrait graduel des opérations supplémentaires de long terme porte l'encours de refinancement à ses niveaux d'avant-crise au printemps 2011 (soit 450 milliards d'euros).

Si certaines manifestations de la crise de la dette sur la liquidité bancaire sont comparables à celles de 2008, les effets sont devenus systémiques du fait du rôle joué par la dette obligataire souveraine dans la dynamique des marchés.

Ainsi, les premiers signes de tension observés sur le marché de la dette souveraine en Grèce puis en Irlande dès 2009 se sont aggravés au premier semestre 2010 et ont pris la forme d'une forte hausse des taux d'intérêt des titres d'État de ces pays. Ce renchérissement du coût de la dette affecte directement le système bancaire des pays concernés, par différents canaux (cf. chapitre 4) :

- les courbes de taux sont disloquées, dans la mesure où le taux souverain sert de courbe de référence aux échanges interbancaires ;
- les problèmes de financement du souverain entraînent un phénomène d'éviction du marché interbancaire pour les établissements appartenant à ces pays, du fait de leur très forte exposition à la dette souveraine (cette stigmatisation s'étend même aux banques non résidentes disposant de montants importants de ces titres dans leurs bilans) ;
- le refinancement des établissements en devises est de nouveau rendu très difficile (en particulier en dollar américain, cf. chapitre 5, l'encadré 10 relatif aux fonds monétaires américains) ;
- l'effet de contagion : l'aversion au risque des marchés s'étend progressivement à d'autres émetteurs souverains de la zone euro (Portugal, Espagne) entraînant ainsi un durcissement des conditions de refinancement de leur système bancaire.

Ces effets entravant la bonne transmission de la politique monétaire par les canaux habituels, l'Eurosystème décide dans ce contexte de maintenir la politique d'allocation pleine à taux fixe. En outre, l'Eurosystème a maintenu, à titre dérogatoire, l'éligibilité des titres émis ou garantis par des États dont la note souveraine a été fortement dégradée, y compris sous le seuil minimal. Ce dispositif a tout d'abord concerné la Grèce par décision du 3 mai 2010 puis a été étendu aux pays « sous programme », c'est-à-dire adoptant des politiques d'ajustement en accord avec la Commission européenne, la BCE et le FMI : l'Irlande le 31 mars 2011 et le Portugal le 7 juillet 2011. Ces mesures sont complétées par des interventions directes sur les marchés secondaires afin de

racheter des titres souverains dans le but de restaurer le fonctionnement effectif du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Le lancement du programme, nommé *Securities Markets Programme* (SMP) a eu lieu le 10 mai 2010 (cf. l'encadré 15 relatif au programme pour les marchés de titres de la BCE). Début janvier 2012, le montant des achats de titres atteignait 213 milliards d'euros. Ces interventions sont accompagnées d'opérations de stérilisation afin de neutraliser l'impact des achats sur la création monétaire.

Parallèlement à ces interventions sur le marché, l'Eurosystème a réactivé certains outils utilisés en 2008. La première manifestation de la crise ayant été la réapparition de tensions sur le marché interbancaire en devises, l'Eurosystème a procédé à des opérations de refinancement en dollar américain dès mai 2010.

Encadré 15 Le programme pour les marchés de titres de la BCE

Le 10 mai 2010, le Conseil des gouverneurs a annoncé qu'il allait procéder à des interventions sur les marchés obligataires publics et privés de la zone euro (Programme pour les marchés de titres ou Securities Markets Programme – SMP) afin de garantir la profondeur et la liquidité des compartiments de marché qui connaissent des dysfonctionnements et affectent le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

En modifiant la composition des portefeuilles des intervenants de marché, ces interventions devraient favoriser l'apparition sur les marchés perturbés d'un profil de risque et de rendement des actifs financiers plus conforme à ce que suppose une transmission normale de l'orientation de la politique monétaire et limiter ainsi l'incidence de ces perturbations sur l'économie.

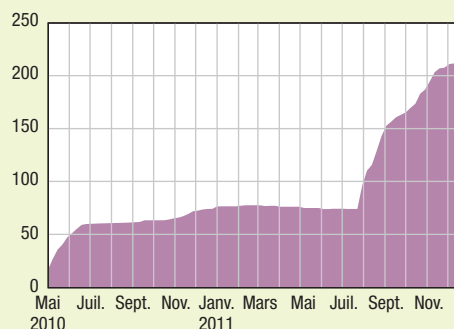
Conformément aux dispositions du traité, les achats d'obligations souveraines par l'Eurosystème se font strictement sur les marchés secondaires et doivent en pratique consister dans des achats de titres de créances par l'Eurosystème auprès de ses contreparties.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé que ces opérations spécifiques seront accompagnées d'opérations de stérilisation afin de neutraliser l'impact en liquidité des achats. Ainsi, toutes les semaines, l'Eurosystème procède à une opération d'absorption de liquidité fixed-term deposit (FTD) d'un montant équivalent à celui du portefeuille. Ces décisions ont été formalisées dans une décision de la BCE adoptée le 14 mai 2010 par le Conseil des gouverneurs. En raison des objectifs qu'il cherche à atteindre et parce que ses effets en liquidité sont stérilisés, le SMP ne peut être assimilé à une stratégie de quantitative easing (cf. encadré 16).

Entre mai et juillet 2010, l'encours a fortement augmenté (correspondant à une phase aiguë de la crise grecque) puisqu'il a rapidement atteint les 60 milliards d'euros initialement prévus. Après une période de relative stabilité, l'encours atteignant environ 75 milliards en juillet 2011, ce dernier a très fortement augmenté à partir du 12 août 2011, suite à la décision de la BCE du 7 août 2011 d'y recourir à nouveau de manière active dans le but de restaurer le fonctionnement effectif du mécanisme de transmission de la politique monétaire. L'encours était ainsi supérieur à 150 milliards d'euros à la mi-septembre, à 175 milliards d'euros au 1^{er} novembre 2011 et à 210 milliards d'euros début janvier 2012.

Programme pour les marchés de titres – SMP

(encours en milliards d'euros)



Source : BCE

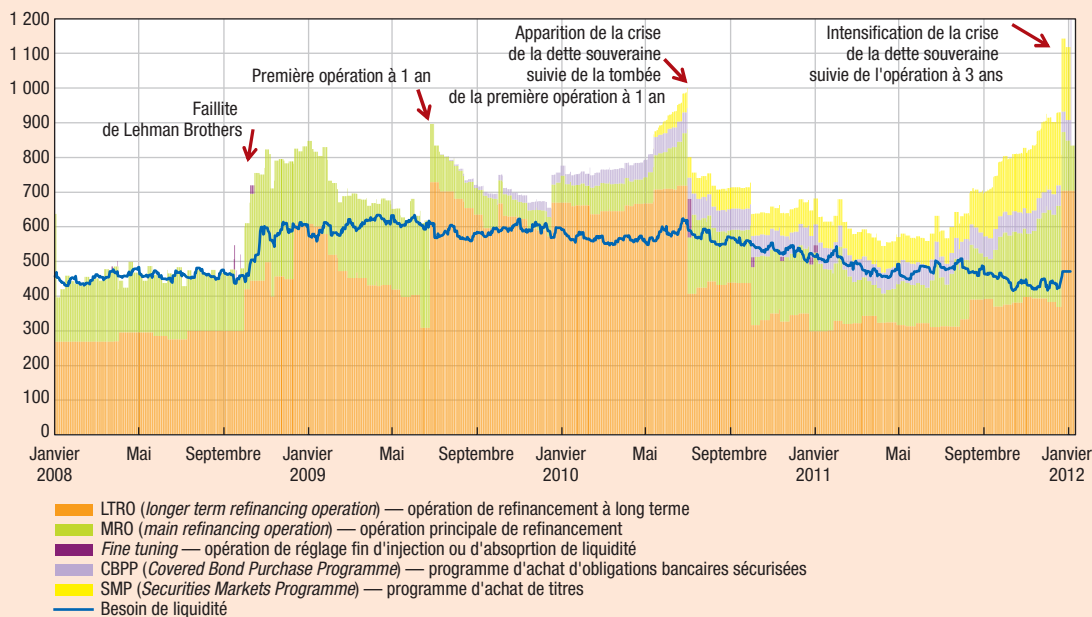
Extrait de « Europe : une crise financière et pas monétaire »
Intervention de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France
Tokyo, 28 novembre 2011

« En cette période de très fortes perturbations sur les marchés, il est primordial de garantir le fonctionnement effectif du mécanisme de transmission de la politique monétaire, en recourant, le cas échéant, à des interventions temporaires et exceptionnelles sur les compartiments des marchés où les dysfonctionnements sont les plus manifestes. Telle est la finalité du Programme pour les marchés de titres (Securities Markets Programme — SMP) lancé par l'Eurosystème en mai 2010. Il est important de noter que dans notre cas, l'objectif n'était pas d'accroître la base monétaire, la monnaie de banque centrale créée par ces achats de titres ayant été stérilisée. »

La politique expansive de l'Eurosystème (allocation pleine et entière à taux fixe) s'est poursuivie sans discontinuer depuis octobre 2008¹ : les opérations de refinancement de plus long terme (de maturité six mois et un an), qui avaient été progressivement arrêtées entre décembre 2009 et mars 2010, ont ainsi été relancées au deuxième semestre 2010. Une opération de refinancement d'une durée de six mois a eu lieu le 10 août 2011 et a été complétée par le lancement d'une opération d'une durée de un an le 26 octobre. Ces opérations ont été largement souscrites, puisque 50 milliards d'euros ont été alloués à l'opération de six mois et 57 milliards d'euros à la première opération de un an. À cela s'ajoute les deux opérations à trois ans annoncées lors du Conseil des gouverneurs du 8 décembre 2011, suite à l'intensification de la crise à l'automne 2011 (cf. *infra*). Cette augmentation du nombre d'opérations a généré un rebond de l'encours de refinancement qui s'établissait à 898 milliards d'euros au 5 janvier 2012.

Évolution de la liquidité fournie par l'Eurosystème depuis 2008

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

1 À l'exception d'une opération de LTRO à trois mois conduite à taux variable en avril 2010

Enfin, un nouveau programme d'achat d'obligations bancaires sécurisées d'un montant de 40 milliards d'euros a débuté à la mi-novembre 2011. Ce programme reprend le dispositif lancé en 2009.

113 L'extension de la crise à l'automne 2011 s'est traduite par de nouvelles mesures exceptionnelles

L'action de l'Eurosystème a pris une envergure supplémentaire avec l'intensification de la crise de la dette souveraine lors de l'automne 2011.

La première réponse apportée a concerné les difficultés croissantes rencontrées par les banques pour se refinancer en dollar américain. C'est pourquoi le 30 novembre 2011, en concertation avec cinq autres banques centrales, le coût des opérations de refinancement en dollar *via* les opérations TAF (*term auction facility*) a été réduit de moitié.

Cette action concertée a été suivie par des mesures spécifiques de la part de l'Eurosystème, prises le 8 décembre 2011 et qui continuent d'exploiter les possibilités offertes par le cadre opérationnel. D'abord, le Conseil des gouverneurs a décidé de réduire les taux directeurs de la BCE de 25 points de base, après la baisse de 25 points de base déjà décidée le 3 novembre 2011, ramenant le taux principal à 1 %.

Ensuite, un panel de mesures non conventionnelles temporaires a été adopté :

- la maturité des opérations de refinancement a été considérablement allongée : deux opérations de refinancement à plus long terme, d'une durée de trente six mois, et assorties d'une option de remboursement anticipé après un an sont mises en place, en allouant de façon illimitée et à taux fixe le 21 décembre 2011 et le 29 février 2012² ;
- l'éventail des actifs acceptés en garantie est de nouveau élargi, avec une augmentation parallèle des décotes pratiquées. D'abord, la notation minimale pour les titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* — ABS) est abaissée. Outre les ABS déjà éligibles aux opérations de l'Eurosystème, les ABS dont les actifs sous-jacents comprennent des prêts hypothécaires et des prêts aux petites et moyennes entreprises, seront éligibles sous réserve de deux notations affichant simple A au minimum lors de leur émission ainsi que pendant leur durée de vie. Ensuite, les banques centrales nationales seront autorisées, à titre temporaire, à accepter en garantie des créances privées supplémentaires (à savoir des prêts bancaires) respectant des critères d'éligibilité spécifiques. La responsabilité de l'acceptation de ces créances privées incombera à la banque centrale nationale autorisant leur utilisation ;
- le taux des réserves obligatoires a été réduit de 2 % à 1 % à compter du 18 janvier 2012. L'application de ces mesures doit être bénéfique aussi bien pour la liquidité bancaire que pour le soutien du crédit bancaire.

² Les soumissions ont atteint 489 milliards d'euros lors de l'opération du 21 décembre 2011 (pour une participation de 523 établissements) et 529 milliards d'euros lors de celle du 29 février 2012 (environ 800 établissements). Ces deux opérations extraordinaires ont permis de stabiliser l'évolution de la crise en Europe, la réduction du risque de liquidité du système bancaire européen (qui découle de ces opérations) étant unanimement reconnue par les participants de marché. Il est toutefois important de souligner que l'utilisation du financement BCE impose aux banques d'apporter du collatéral. En conséquence, le remplacement de la dette senior non sécurisée par des titres collatéralisés pourrait, à terme, créer des phénomènes de surcharge des bilans bancaires (asset encumbrance) et renforcer la dépendance des banques vis-à-vis de la BCE.

114 Les mesures adoptées par l'Eurosystème ont permis de faire face aux besoins les plus urgents du marché interbancaire

L'action de l'Eurosystème, qui s'est avérée très forte et volontaire, constitue la principale réponse au blocage du marché interbancaire. L'envergure croissante de ces mesures souligne les deux défis qui restent à relever pour les banques centrales : le premier est l'augmentation des risques induits pour l'Eurosystème par ces opérations de grande ampleur.

L'Eurosystème reste d'une vigilance absolue sur la qualité et la liquidité des actifs qui lui sont remis en garantie des opérations de refinancement, tout en veillant à maintenir un volant suffisamment large de collatéral éligible. L'abaissement du seuil minimal de qualité de crédit à BBB depuis 2008 (le seuil minimal était de « simple A » avant la crise de 2008), s'est ainsi accompagné en 2011 d'une augmentation des décotes pour les titres les moins bien notés. Les grilles de décote appliquées aux actifs combinent ainsi le risque de crédit (en s'appuyant sur des notations externes) et le risque de liquidité (décotes déterminées en fonction du degré de liquidité présumé).

Extrait de « Europe : une crise financière et pas monétaire »
Intervention de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France
Tokyo, 28 novembre 2011

« Nous devons assurer l'accès à la liquidité du système bancaire (ce que l'on appelle parfois le rôle de prêteur en dernier ressort de la banque centrale). À cet égard, l'Eurosystème a confirmé qu'il poursuivrait sa politique d'apport de liquidité au système bancaire en quantité illimitée et à taux fixe, au moins jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2012. La politique en matière de garanties a été ajustée de manière à éviter les chocs et les pénuries de liquidité résultant des modifications des notations. Les financements en dollar, fondés sur l'accord de swap mis en place avec le Système fédéral de réserve, ont également été facilités. »

Extrait de l'émission L'invité de l'économie, LCI
Interview de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France
9 décembre 2011

« On a l'air de dire que dans d'autres pays comme les États-Unis ou le Royaume-Uni, la banque centrale est parfois le prêteur en dernier ressort des États et prête aux États. L'importance relative des interventions peut être différente mais dans tous les pays, les banques centrales ne sont prêteuses en dernier ressort que des systèmes bancaires, ce sont les économies qu'elles visent et elles cherchent en réalité d'une façon ou d'une autre à injecter de la liquidité dans l'économie quand elles combattent un risque de déflation ou de récession. C'est ce que nous faisons, nous, à travers le système bancaire et ce que nous avons décidé hier au conseil du gouverneur de la BCE, ce sont des mesures très spectaculaires de renforcement de la liquidité des banques sur une longue période, jusqu'à trois ans, de façon à permettre aux banques de faire leur travail, continuer à faire du crédit à l'économie et en cas de besoin d'acheter de la dette des États souverains. »

Le deuxième enjeu est celui de la stigmatisation qui peut se diffuser au sein du marché interbancaire à l'encontre de acteurs ayant majoritairement recours aux opérations de refinancement, malgré l'anonymat assuré par l'Eurosystème. Il peut d'abord porter sur certains établissements, considérés par leurs homologues comme fragiles et donc potentiellement demandeurs de refinancement Eurosystème. Ensuite, avec l'intensification de la crise, ce stigma peut s'étendre à l'ensemble du secteur bancaire d'un pays donné. Ce handicap s'est accentué pendant la phase de redéploiement des dispositifs exceptionnels en particulier la fin des opérations à un an, qui a réduit la demande de refinancement aux établissements le plus dans le besoin. Il s'est atténué grâce aux opérations exceptionnelles de refinancement à long terme.

Encadré 16 L'assouplissement monétaire ou *quantitative easing*

On peut distinguer trois grandes catégories de mesures non conventionnelles, susceptibles d'être utilisées concomitamment. Ces mesures visent respectivement à :

- augmenter de façon importante la quantité de monnaie en circulation dans l'économie. On parle alors de quantitative easing (assouplissement quantitatif) ;
- agir sur la pente de la courbe des taux en s'engageant sur la trajectoire future des taux directeurs de façon à orienter les anticipations des agents ;
- débloquer les marchés de crédit en achetant directement des titres sur ces marchés afin de peser sur les primes de risque. On parle dans ce cas de credit easing (assouplissement des conditions de crédit).

On peut présenter les mesures non conventionnelles dans le tableau suivant :

Objectif	Mesure	Achat de titres publics	Achat de titres privés	Engagement à maintenir les taux
Augmenter la quantité de monnaie dans l'économie		Oui	Oui si pas de stérilisation	Non
Agir sur les anticipations d'inflation et la courbe des taux		Oui	Oui à travers les primes de risque	Oui
Débloquer les marchés du crédit		Non	Oui	Non

En particulier, le recours à la monnaie centrale, ou base monétaire, comme instrument de régulation de la liquidité vise à contourner l'obstacle du blocage des taux d'intérêt. La banque centrale tente de « saturer » la demande de monnaie des agents économiques, en espérant que ceux-ci dépenseront directement leurs encaisses excédentaires. C'est pourquoi, très souvent, l'offre de monnaie est canalisée vers le seul agent dont on est certain qu'il dépensera : l'État via son déficit budgétaire. Les politiques d'achat de titres de la dette publique par les banques centrales représentent donc une des formes les plus utilisées de quantitative easing.

À titre d'exemple, la Fed et la Banque d'Angleterre ont initié ce type de politique du fait de la crise débutée en 2007. En particulier, la Banque d'Angleterre l'a fait en deux temps : de mars 2009 à janvier 2010, puis depuis le 6 octobre 2011. Cette seconde vague d'achats de dette publique britannique devrait porter à 275 milliards de livres sterling le montant global de ces deux opérations.

L'environnement juridique est différent en Europe puisque l'Eurosystème et la Banque centrale européenne ne peuvent opérer de telles opérations d'achat de titres de dette publique (interdit par l'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne) dans la mesure où cela reviendrait à se placer en position de prêteur des États (le Securities Markets Programme ou SMP mis en œuvre dans l'Eurosystème ne permet qu'un rachat sur le marché secondaire, s'accompagne d'une stérilisation des opérations et n'est réalisé qu'à titre temporaire et limité). L'Eurosystème et la Banque centrale européenne estiment qu'un achat massif de dette souveraine mettrait en danger leur crédibilité et leur indépendance et que cela aurait un coût économique et social important, dû notamment à une hausse du taux d'inflation.

Extrait du Journal du Dimanche
Interview de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France
6 novembre 2011

« Le rôle de la BCE n'est pas de financer indéfiniment les États. La solution passe par la réparation des finances publiques des pays de la zone euro. Pas par la planche à billets des banques centrales. Tous, avec plus ou moins d'ampleur, ont vécu au-dessus de leurs moyens pendant des décennies. »

Extrait de « Europe : une crise financière et pas monétaire »
Intervention de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France
Tokyo, 28 novembre 2011

« Des voix se sont élevées pour réclamer davantage de la part de la BCE. Les marchés et certains gouvernements semblent estimer que celle-ci devrait adopter une attitude plus volontariste en achetant de la dette publique. Permettez-moi de vous livrer quelques réflexions sur cette question.

Dans certains pays, des politiques monétaires non conventionnelles ont conduit les banques centrales à acheter des montants considérables de dette publique — ces achats représentent 58 % de la dette totale émise depuis 2009 au Royaume-Uni, 21 % aux États-Unis et entre 9 et 10 % dans la zone euro [dans le cadre du SMP]. Même si cela n'était pas son but premier, cette orientation a contribué à donner aux marchés une assurance, ou même une garantie, contre un éventuel assèchement de la liquidité. Dans tous les pays où les autorités monétaires ont acheté d'importants montants de dette, les taux d'intérêt à long terme ont été maintenus à des niveaux très faibles, indépendamment de la situation budgétaire nationale. Mais cet équilibre pourrait être instable dans un environnement d'inflation différent. En effet, les marchés semblent être conscients de certains « risques de perte extrême » liés à l'inflation et s'en protègent par l'achat d'or et de francs suisses, dont les cours ont atteint des records historiques. »

2 | RENFORCEMENT DES CAPACITÉS EUROPÉENNES

211 L'absence de mécanisme de gestion de crise dans les traités

En Europe, la crise de la dette a rendu nécessaire la mise en place de mécanismes nouveaux d'assistance financière aux États membres afin que l'UE puisse intervenir aux côtés du FMI en faveur de ses membres. Si des possibilités d'intervention existaient en faveur des États membres n'appartenant pas à la zone euro³, aucun mécanisme n'avait en revanche été envisagé pour

³ Le mécanisme de soutien financier des balances des paiements (article 143 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne – TFUE), règlement (CE) n° 332/2002 du Conseil, du 18 février 2002, établissant un mécanisme de soutien financier à moyen terme des balances des paiements des États membres, modifié par le règlement (CE) n° 1360/2008 du Conseil du 2 décembre 2008 et le règlement (CE) n° 431/2009 du Conseil du 18 mai 2009. Ce mécanisme a permis en 2008 d'octroyer un financement conjoint avec le FMI à la Hongrie, la Lettonie et la Roumanie.

venir en aide aux pays de la zone, l'interdiction faite à l'UE ou aux États d'assumer les dettes d'un État membre apparaissant même comme un principe fondateur du Traité de Maastricht⁴. Lorsque la Grèce s'est retrouvée dans l'impossibilité de se financer à un coût raisonnable sur les marchés, au printemps 2010, l'UE ne disposait d'aucun outil pour octroyer un prêt. L'absence de consensus pour une révision substantielle du Traité a conduit les États de la zone euro à élaborer des mécanismes complexes, pour l'essentiel en dehors du Traité et du cadre de gouvernance communautaire. La finalité de ces mécanismes est d'apporter une aide financière aux États membres de la zone euro qui connaîtraient des difficultés sérieuses de financement et qui en feraient la demande. L'aide financière européenne est toujours subordonnée à la mise en œuvre d'un programme d'ajustement économique et, dans la mesure du possible, à la participation du FMI. L'avancement du programme est suivi attentivement par la « *troïka* » (Commission européenne, BCE, FMI), y compris par des visites régulières sur place, et conditionne le déboursement des différentes tranches de financement par les États membres. Le choix de l'intergouvernemental a pu être perçu par les marchés comme une source de lenteur et d'inefficacité, l'unanimité étant généralement la règle pour la prise de décision.

212 Les mécanismes temporaires du « paquet de mai 2010 » : « facilité grecque », MESF et FESF

La « facilité grecque » qui a permis à l'UE d'apporter une aide financière à la Grèce en mai 2010 a été mise en place dans l'urgence. Elle est constituée d'un ensemble de prêts bilatéraux des États membres de la zone euro d'un montant total de 80 milliards d'euros, administré par la Commission européenne. Le montant d'aide octroyé a été complété par le FMI à hauteur de 30 milliards d'euros. La conditionnalité du prêt impose que le programme économique devant être mis en œuvre par les autorités grecques figure dans un protocole écrit détaillé. Il s'agit d'un document public⁵.

Des mécanismes plus sophistiqués ont été établis dans la foulée de la facilité grecque : le mécanisme européen de stabilité financière (MESF), mécanisme communautaire potentiellement doté de 60 milliards d'euros⁶, et la facilité européenne de stabilité financière⁷ (FESF – dans l'usage courant, le terme de « facilité » a été remplacé par celui de « fonds », c'est pourquoi l'expression « fonds européen de stabilité financière » est la plus fréquemment utilisée), mécanisme intergouvernemental pouvant mobiliser jusqu'à 440 milliards d'euros. Ces deux dispositifs financent actuellement les programmes en faveur de l'Irlande et du Portugal. Ils devraient également financer le deuxième programme d'aide à la Grèce. Pour autant, ils ne sont que temporaires et doivent être dissous lors de la mise en place du mécanisme permanent, le mécanisme européen de stabilité (cf. ci-dessous).

Malgré des assouplissements successifs, la FESF demeure un mécanisme complexe qui ne disposait à l'origine d'aucun effet de levier. Les décisions prises par les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro le 26 octobre 2011, confirmées lors du sommet des 8 et 9 décembre 2011, permettront une optimisation des ressources disponibles. En pratique, la FESF emprunte les fonds

4 Article 125 du TFUE : « L'Union ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un État membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique. Un État membre ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un autre État membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique. »

5 Cf. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocp61_en.pdf

6 Art. 122 (2) du TFUE : « Lorsqu'un État membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance financière de l'Union à l'État membre concerné. Le président du Conseil informe le Parlement européen de la décision prise. » Une interprétation extensive de cet article a permis l'adoption d'un règlement établissant le MESF sur la base du Traité (Règlement (UE) n° 407/2010 du Conseil du 11 mai 2010 établissant un mécanisme européen de stabilisation financière). Dans le cadre du MESF, c'est la Commission, au nom de l'UE qui emprunte les ressources nécessaires sur les marchés. Le MESF bénéficie de la garantie du budget communautaire.

7 La FESF est une société privée de droit luxembourgeois établie par un accord cadre signé par les 17 États de la zone euro en mai 2010.

qu'elle prête aux États bénéficiaires sur les marchés. Initialement, la FESF ne pouvait qu'octroyer des prêts en faveur d'États membres de la zone euro faisant face à une situation financière très dégradée. Le champ d'activité de la FESF s'est ensuite élargi à la possibilité d'acheter des titres d'État sur le marché primaire, puis secondaire, à la possibilité d'agir à des fins de précaution ou pour recapitaliser les banques, y compris dans les États membres n'étant pas sous programme. La capacité de prêt de la FESF est de 440 milliards d'euros. Du point de vue de l'impact sur la dette des opérations de la FESF, Eurostat applique le principe de transparence. Ainsi les prêts octroyés par les États membres de la zone euro par l'intermédiaire de la FESF augmentent leurs propres dettes à due proportion des garanties octroyées. Le 26 octobre 2011, il a été décidé d'explorer deux options pour éventuellement bénéficier d'un effet de levier :

- fournir un rehaussement de crédit pour les nouvelles émissions obligataires d'États membres. Les investisseurs privés se verront proposer la possibilité de souscrire cette assurance contre le risque lors de l'achat d'obligations sur le marché primaire ;

Encadré 17 Les programmes d'ajustement économique dans la zone euro : Grèce, Irlande, Portugal (au 1^{er} janvier 2012)

	Grèce	Irlande	Portugal
Montant (en milliards d'euros)	110 (1 ^{er} programme)	85	78
Bailleurs	États de la zone euro (pool de prêts bilatéraux) + FMI (30 milliards d'euros)	FESF + MESF + FMI (22,5 milliards d'euros) + autres (dont Royaume Uni : 3,8 milliards d'euros)	FESF + MESF + FMI (26 milliards d'euros)
Durée	3 ans (1 ^{er} programme) Mai 2010-juin 2013	3 ans Novembre 2010-décembre 2013	3 ans Mai 2011-juin 2014
Conditionnalité	<ul style="list-style-type: none"> • 10 milliards d'euros pour le soutien aux banques • Ajustement budgétaire : 8 % du PIB en 2010, 4 % en 2011, 2 % en 2012-2013 • Réformes structurelles pour améliorer la compétitivité, programme de privatisations, réduction de l'emploi et des salaires dans le secteur public, réforme des retraites, réforme de la réglementation et du contrôle bancaires... 	<ul style="list-style-type: none"> • 35 milliards d'euros pour le soutien aux banques • 15 milliards d'euros d'ajustement budgétaire (près de 10 % du PIB) • Situation de déficit excessif à corriger pour 2015 • Réformes structurelles : marché du travail et politique des salaires 	<ul style="list-style-type: none"> • 12 milliards d'euros pour le soutien aux banques • Ajustement budgétaire 2011-2013 : 10 % du PIB • Déficit excessif à corriger pour 2013 • Réformes structurelles pour accroître la croissance potentielle
Suivi par la <i>troika</i> (Commission, BCE, FMI)	<ul style="list-style-type: none"> • Juillet 2011 : décision de mettre en place une <i>Task Force</i> d'assistance administrative au vu des insuffisances constatées • Septembre-octobre 2011 : 5^e revue, constat d'insuffisances dans la mise en œuvre du programme 	<ul style="list-style-type: none"> • Été 2011 : 2^e revue, le programme se déroule normalement • Automne 2011 : 3^e revue, avancement du programme satisfaisant, besoins de financement couverts par le programme jusqu'à mi-2013 mais l'Irlande pourrait retourner plus tôt sur les marchés 	<ul style="list-style-type: none"> • Été 2011 : 1^{re} revue, le programme se déroule normalement • Novembre 2011 : 2^e revue, des progrès significatifs mais beaucoup demeure à faire en matière de réformes structurelles

- optimiser les mécanismes de financement de la FESF en combinant les ressources d'institutions financières et d'investisseurs publics et privés, ce qui pourrait être réalisé au moyen d'entités *ad hoc*.

Lors du sommet européen des 8 et 9 décembre 2011, il a également été décidé que la BCE jouerait le rôle d'agent financier pour la FESF (et le MES) dans le cadre de ces opérations de marché.

213 Le futur mécanisme permanent de gestion de crise : le MES (500 milliards d'euros)

Un mécanisme permanent de gestion de crise, le mécanisme européen de stabilité (MES), institution financière internationale instituée par un traité international entre les 17 États de la zone euro⁸ et dotée d'un capital propre, remplacera la FESF et le MESF à compter de juillet 2012 (les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro ont décidé d'accélérer sa mise en œuvre — initialement prévue pour juillet 2013 — lors du sommet européen des 8 et 9 décembre 2011, afin de faciliter la résolution de la crise). Le MES apparaît comme l'embryon d'un véritable fonds monétaire européen bien que les règles de vote, largement fondées sur le principe d'unanimité, soient un élément de moindre efficacité de la structure. Afin d'améliorer la gouvernance du MES, les dirigeants européens ont décidé, lors du sommet des 8 et 9 décembre 2011, d'introduire une procédure d'urgence, permettant l'adoption des décisions à une majorité qualifiée de 85 %. La compatibilité du MES avec le Traité sera assurée par l'addition d'un paragraphe à l'article 136 du TFUE⁹. Le MES disposera d'un montant de capital substantiel de 80 milliards d'euros et d'une capacité de prêt de 500 milliards d'euros. Il s'agit donc d'une institution financière intrinsèquement solide et non dépendante des garanties des États membres comme dans le cas de la FESF. La notation du MES — qui devrait *a priori* être AAA — ne devrait donc pas être menacée par la dégradation d'un État membre de la zone euro. Autre conséquence de l'existence d'un capital propre, Eurostat considère le MES comme une institution financière indépendante des États et les prêts accordés par le MES ne s'ajouteraient donc pas à la dette des États actionnaires du mécanisme. Le MES disposera d'une capacité d'action identique à la FESF (prêts, achat de dette souveraine sur le marché primaire et secondaire, action de précaution, recapitalisation des banques). Compte tenu de ses avantages par rapport à la FESF, notamment en termes d'impact sur la dette des États membres, il a été décidé lors du sommet européen des 8 et 9 décembre 2011, d'avancer la mise en place du MES à juillet 2012.

⁸ Signé le 11 juillet 2011 par les 17 États membres de la zone euro, en cours de ratification par les parlements nationaux

⁹ Nouvel article 136.3 du TFUE : « Les États membres dont la monnaie est l'euro peuvent instituer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela est nécessaire pour préserver la stabilité de la zone euro dans son ensemble. L'octroi, au titre du mécanisme, de toute assistance financière nécessaire, sera subordonné à une stricte conditionnalité. »

La réforme de la gouvernance économique européenne

Corollaire indispensable du volet de financement des États membres – mécanismes de soutien financier, projets relatifs aux *Eurobonds* – la réforme de la gouvernance économique se poursuit par étapes successives. Toutes les propositions vont dans le sens d'une surveillance accrue des États membres par les institutions européennes (Commission, Conseil). Jusqu'à présent, les différentes mesures ont été prises sur la base du Traité actuel et peuvent sembler manquer d'ambition. Lors du sommet européen des 8 et 9 décembre 2011, en raison de l'absence d'unanimité parmi les États membres de l'UE, et notamment de l'opposition du Royaume-Uni, les États membres de la zone euro ont décidé de mettre en œuvre un nouveau pacte budgétaire au moyen d'un traité international *ad hoc*, ouvert aux États non membres de la zone euro qui le souhaitent. L'objectif demeure d'intégrer ces dispositions dans les traités de l'Union européenne le plus rapidement possible.

1| LA SURVEILLANCE STATISTIQUE

Il est essentiel que les indicateurs statistiques utilisés dans le cadre de la gouvernance économique soient les plus exacts et les plus fiables possibles. La transmission par les autorités grecques de statistiques inexactes relatives au déficit et à la dette publique a constitué un véritable traumatisme et incité les États membres à renforcer les règles et les pouvoirs des autorités européennes en la matière. Un code des bonnes pratiques statistiques avait été adopté dès février 2005 et un Conseil consultatif européen pour la gouvernance statistique (CCEGS) avait été créé en mars 2008. En 2009, la réglementation régissant la collecte, la production et la diffusion des statistiques européennes établies par le Système de statistiques européen (SSE) a été modifiée¹. La nouvelle réglementation constitue une réelle avancée car elle désigne Eurostat comme « l'autorité statistique de la Communauté [...] en charge de développer, produire et diffuser les statistiques européennes ». En outre, elle donne force obligatoire au code de bonnes pratiques de 2005.

2| LA SURVEILLANCE BUDGÉTAIRE ET MACROÉCONOMIQUE

211 Le « semestre européen »

Le Conseil européen a convenu le 17 juin 2010 de mettre en œuvre une des recommandations du groupe de travail dirigé par Herman Van Rompuy, président du Conseil européen, sur la gouvernance économique, à savoir renforcer la coordination *ex ante* des politiques économiques par le lancement du « semestre européen » le 1^{er} janvier 2011. Le semestre européen comporte un calendrier qui s'applique à toutes les composantes de la surveillance, notamment les politiques

¹ Règlement (CE) n° 223/2009 relatif aux statistiques européennes

budgétaire, macroéconomique et structurelle. Il débute en janvier avec la publication d'un rapport de la Commission européenne, l'*Examen annuel de la croissance* (*Annual Growth Survey*), dont l'objectif est d'identifier les principaux défis auxquels doivent faire face les États membres de l'UE. En mars, un sommet économique annuel du Conseil européen formule ensuite des orientations stratégiques que les États membres doivent prendre en compte dans leurs programmes de stabilité et de convergence. Le cycle s'achève avec la publication de l'*Examen annuel de la croissance* au cours de l'année suivante, dans lequel la Commission estime dans quelle mesure l'État membre a tenu compte des recommandations de l'UE.

212 Le « six-pack »

Le 8 novembre 2011, le Parlement et le Conseil ont adopté un ensemble de six mesures législatives (dit « six-pack »)² visant à renforcer la gouvernance économique au sein de l'UE, et plus particulièrement dans la zone euro. Ce vaste paquet législatif, adopté en codécision en un temps record, vise à assurer le degré de coordination nécessaire entre les États membres pour éviter l'accumulation de déséquilibres excessifs et garantir la viabilité des finances publiques nationales afin de permettre à l'union monétaire de fonctionner correctement à long terme. Les mesures du *six-pack* sont entrées en vigueur en décembre 2011.

Réforme du pacte de stabilité et de croissance (PSC)

Dans le nouveau PSC, les critères de 3 % du PIB pour le déficit budgétaire annuel et 60 % du PIB pour la dette publique demeurent la référence mais les nouvelles mesures visent à renforcer les dispositions prévues pour en garantir le respect. Elles concernent tant le volet préventif que le volet correctif. Des sanctions pourront être imposées plus facilement.

- Volet préventif du pacte : la réforme introduit un critère des dépenses, qui implique que l'augmentation annuelle des dépenses ne doit pas dépasser un taux de référence. Lorsqu'un État membre de la zone euro n'atteint pas ses objectifs à moyen terme, il est passible de sanctions.
- Volet correctif du pacte (procédure concernant les déficits excessifs) : l'accent est mis davantage sur le critère de dette énoncé dans le pacte de stabilité et de croissance, les États membres dont la dette excède 60 % du PIB étant tenus de prendre des mesures pour réduire leur dette à un rythme prédéfini, même si leur déficit est inférieur à 3 % du PIB. Une nouvelle série de sanctions financières est introduite pour les États membres de la zone euro ; ces sanctions s'appliqueront plus tôt dans la procédure concernant les déficits excessifs, et de manière progressive. Afin de déclencher les sanctions de façon plus automatique qu'à l'heure actuelle, la règle de la majorité inversée est introduite, en vertu de laquelle la proposition de la Commission d'infliger des sanctions pour non-respect du pacte sera considérée comme adoptée sauf si le Conseil la rejette à la majorité qualifiée.

² Ces textes ont été publiés au Journal officiel de l'Union le 23 novembre 2011 : Règlement (UE) n° 1173/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 sur la mise en œuvre efficace de la surveillance budgétaire dans la zone euro ; Règlement (UE) n° 1174/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 établissant des mesures d'exécution en vue de remédier aux déséquilibres macroéconomiques excessifs dans la zone euro ; Règlement (UE) n° 1175/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1466/97 du Conseil relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques ; Règlement (UE) n° 1176/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques ; Règlement (UE) n° 1177/2011 du Conseil du 8 novembre 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1467/97 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs ; Directive 2011/85/UE du Conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres

Surveillance des politiques économiques

Au-delà de la surveillance budgétaire, le train de mesures législatives établit un mécanisme de prévention et de correction des déséquilibres macroéconomiques excessifs et introduit la possibilité d'infliger des amendes aux États membres se trouvant « en situation de déséquilibre excessif ». Le point de départ du nouveau cadre est un mécanisme d'alerte fondé sur un « tableau de bord » comprenant divers indicateurs économiques et complété par des analyses qualitatives par pays. Le non-respect répété des recommandations peut, dans le cas des États membres de la zone euro, aboutir à terme à des sanctions, adoptées ici encore selon la règle de la « majorité inversée ».

3| LES MESURES SPÉCIFIQUES À LA ZONE EURO

311 La gouvernance institutionnelle

La zone euro cherche progressivement à se doter de structures de gouvernance propres et à identifier des responsables plus particulièrement en charge des affaires de la zone. Ainsi le Conseil européen a décidé, le 26 octobre 2011, d'institutionnaliser le « sommet de la zone euro » qui réunit les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro (ainsi que le président de la Commission). Il est le pendant, pour la zone euro, du Conseil européen présidé par Herman Van Rompuy, de la même manière que l'Eurogroupe était déjà, au niveau des ministres des Finances, le pendant de l'Ecofin. Il est prévu que les « sommets de la zone euro » aient lieu au moins deux fois par an. Le « président du sommet de la zone euro » sera désigné par les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro lors de l'élection du président du Conseil européen et pour un mandat de durée identique (dans l'attente de cette élection, les sommets de la zone euro seront présidés par l'actuel président du Conseil européen, Herman Van Rompuy). S'agissant de la Commission, le président José Manuel Barroso a promu fin octobre 2011 le commissaire Olli Rehn, en charge des Affaires économiques et européennes, vice-président de la Commission en charge de la zone euro.

312 Les propositions législatives de la Commission du 23 novembre 2011

Les deux règlements proposés par la Commission le 23 novembre 2011 sur la surveillance renforcée de la zone euro s'appuient sur les dispositions du « *six-pack* ». Compte tenu de l'interdépendance accrue entre les pays de la zone euro, clairement mise en évidence par la crise actuelle, la Commission propose de renforcer à la fois la coordination et la surveillance des procédures budgétaires pour l'ensemble des États membres de la zone euro, en particulier pour ceux qui affichent un déficit excessif, se trouvent en situation d'instabilité financière ou y sont sérieusement exposés, ou encore bénéficient d'un programme d'assistance financière. Ainsi les pays de la zone euro présenteraient leurs projets de budget à la même période chaque année et confèreraient à la Commission le droit de les analyser et, le cas échéant, d'émettre un avis. La Commission pourrait demander leur révision au cas où elle estimerait qu'ils manquent gravement aux obligations politiques fixées par le pacte de stabilité et de croissance.

Ces initiatives seraient portées à la connaissance du grand public de manière à garantir une parfaite transparence. Les États membres de la zone euro seraient également tenus de mettre en place des conseils budgétaires indépendants et de fonder leurs budgets sur des prévisions indépendantes. En outre, un règlement établirait que la surveillance des États membres qui bénéficient d'un programme d'assistance financière ou qui sont gravement menacés d'instabilité financière observe

des procédures rigoureuses et claires et est ancrée dans la législation de l'UE. La Commission serait à même de décider si un État membre confronté à de graves difficultés quant à sa stabilité financière devrait ou non faire l'objet d'une surveillance renforcée. Le Conseil, quant à lui, serait en mesure d'adopter une recommandation invitant cet État membre à solliciter une assistance financière.

313 Le sommet européen des 8 et 9 décembre 2011

Les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro sont convenus de mettre en place un nouveau pacte budgétaire et une coordination renforcée des politiques économiques. Ils se sont notamment mis d'accord sur l'introduction d'une « règle d'or » européenne selon laquelle les budgets des administrations publiques doivent être à l'équilibre ou en excédent. Cette règle d'or est réputée respectée lorsque le déficit structurel annuel n'excède pas 0,5 % du PIB nominal. Elle sera également introduite dans les systèmes juridiques nationaux des États membres, au niveau constitutionnel ou équivalent.

Le principe d'automaticité des sanctions dans le cadre de la procédure de déficit excessif est réaffirmé, à savoir que les sanctions proposées par la Commission à l'encontre d'un État membre seront automatiquement adoptées, sauf si les États membres prennent une décision de rejet à la majorité qualifiée (principe dit de la « majorité inversée »). Ce principe figurait déjà dans les propositions du *six-pack* pour les États de la zone euro et est donc entré en vigueur en décembre 2011 pour les 17 États membres de la zone. Certaines des mesures adoptées lors du sommet relèvent du droit dérivé mais d'autres doivent figurer dans le droit primaire.

En raison de l'absence d'unanimité parmi les États membres de l'Union européenne, et notamment de l'opposition du Royaume-Uni, les États membres de la zone euro ont décidé d'adopter ces mesures au moyen d'un traité *ad hoc* qui doit être signé en mars 2012. Les États membres hors zone euro — sauf le Royaume-Uni — ont évoqué la possibilité de prendre part au processus, après consultation de leurs parlements nationaux.

Encadré 18 **Le livre vert de la Commission européenne sur la faisabilité d'introduire des « obligations de stabilité » (*stability bonds*)**

La Commission a publié le 23 novembre 2011 un livre vert sur la « faisabilité d'introduire des obligations de stabilité »¹ avec l'objectif de lancer une vaste consultation publique sur les Eurobonds. La Commission propose trois options principales, pouvant être analysées soit comme des alternatives, soit comme des étapes successives conduisant à une intégration maximale. La Commission pourrait rendre ses conclusions, suite à la consultation, dès la mi-février 2012.

Approche n° 1 (la plus intégrée) : substitution totale des émissions nationales par l'obligation de stabilité et garantie solidaire des États membres

Les obligations de stabilité européennes se substitueraient totalement aux émissions nationales et seraient couvertes par une garantie solidaire de l'ensemble des États membres de la zone euro, impliquant la mise en commun du risque de crédit. Cette option assurerait le refinancement de l'ensemble des besoins de financement des États membres, quelle que soit la situation de leurs finances publiques. Elle créerait un large marché homogène de la dette publique en Europe, ce qui présente des avantages en matière de liquidité et de réduction de la prime de risque de liquidité. Une telle obligation apporterait au système financier mondial un deuxième marché de titres d'État sûrs, d'une taille et d'une liquidité comparable au marché des bonds du Trésor américains. Cependant une telle approche accroît considérablement l'aléa moral car certains États membres pourraient bénéficier, en termes de coût de financement, de la discipline fiscale de leurs voisins sans mettre en œuvre les ajustements budgétaires nécessaires. Une telle approche doit donc s'accompagner de réformes ambitieuses en matière de gouvernance. L'existence d'une garantie solidaire est contraire à l'article 125 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne². Une telle approche nécessiterait ainsi une révision du Traité.

Approche n° 2 (intermédiaire) : substitution partielle des émissions nationales par l'obligation de stabilité et garantie solidaire des États membres

Seule une partie des émissions des États membres seraient sous la forme d'obligations de stabilité européennes (approche désormais connue sous le nom de blue-red approach³). Les obligations de stabilité (blue bonds) seraient émises dans des limites prédéfinies et bénéficieraient d'une garantie solidaire de l'ensemble des États de la zone euro, impliquant un taux de refinancement uniforme pour tous les États membres. Les obligations nationales (red bonds) continueraient d'être émises au niveau national avec la garantie de l'État émetteur. La fixation du seuil est un élément clé dans la définition de cette option. Il est possible d'envisager un seuil fixe (par exemple 60 %, conformément au critère de Maastricht) ou un système flexible où le seuil dépendrait du respect par l'État des règles de gouvernance. Un manquement aux règles de gouvernance pourrait ainsi être sanctionné par un abaissement du plafond. Cette approche est moins ambitieuse que la première et devrait donc apporter moins d'avantages économiques et financiers. L'aléa moral est cependant réduit par rapport à la première option car elle permet de maintenir une certaine discipline de marché sur les émissions nationales résiduelles. De la même manière que pour la première option, l'existence d'une garantie solidaire rend nécessaire une révision du Traité (incompatibilité avec l'article 125 du TFUE).

.../...

1 Cf. Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds, http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/
 2 Article 125 du TFUE : « L'Union ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un État membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique. Un État membre ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un autre État membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique. »
 3 Cf. Delpla (J.) et von Weizsäcker (J.) (2010)

Approche n° 3 (la moins intégrée) : substitution partielle des émissions nationales par l'obligation de stabilité et garanties individuelles non solidaires des États membres

Les obligations de stabilité ne se substitueraient que partiellement aux émissions nationales et elles ne bénéficieraient pas d'une garantie solidaire des États de la zone euro mais de garanties individuelles à hauteur de la part de chaque État dans l'émission globale. Cette approche offre des bénéfices relativement modestes en termes économiques et financiers mais peut être mise en place rapidement. Afin d'améliorer l'acceptabilité par le marché des obligations de stabilité, cette approche devrait être combinée à un système de rehaussement de crédit : les États membres garantiraient la seniorité des euro-obligations sur les obligations nationales, ils pourraient apporter en garantie du collatéral (liquidités, or) ou affecter certaines ressources fiscales au service de la dette européenne.

Vue d'ensemble des trois options

	Option 1	Option 2	Option 3
Caractéristiques			
Degré de substitution aux émissions nationales	Total	Partiel	Partiel
Structure de garantie	Solidaire	Solidaire	Individuelle (non solidaire) avec rehaussements
Principaux effets			
Sur le coût de financement moyen 1/ pour l'obligation de stabilité 2/ pour les États membres	1/ Plutôt positif (effet « liquidité » largement positif mais contrarié par l'accroissement de l'aléa moral) 2/ Transfert favorable aux pays les moins bien notés	1/ Plutôt positif (effet « liquidité » moyen et aléa moral limité) 2/ Légèrement favorable aux pays les moins bien notés — pression du marché sur les pays à fort niveau de dette	1/ Plutôt positif (effet « liquidité » faible mais discipline de marché renforcée) 2/ Pas de redistribution entre pays
Sur l'aléa moral (sans gouvernance renforcée)	Fort	Moyen à fort mais incitation du marché à la discipline fiscale	Faible, forte incitation du marché à la discipline fiscale
Sur l'intégration financière en Europe	Fort	Moyen	Moyen
Sur l'attractivité des marchés financiers de l'UE	Fort	Moyen	Moyen
Sur la stabilité financière	Fort	Fort mais difficultés possibles en cas de niveau de dette nationale insoutenable	Faible mais peut permettre de traiter la crise actuelle car possible à mettre en œuvre rapidement
Considérations juridiques	Changement du Traité probable	Changement du Traité probable	Pas de changement du Traité nécessaire, mesure législative dérivée utile (notamment pour garantir la seniorité des émissions européennes sur les émissions nationales)
Temps nécessaire à la mise en place	Long	Moyen/long terme	Court

Quelle consolidation budgétaire en situation d'incertitude sur la croissance de long terme ?

1| LE DIFFICILE ARBITRAGE ENTRE CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE ET CROISSANCE

L'arbitrage auquel un certain nombre de pays sont actuellement confrontés est de parvenir à concilier les nécessaires mesures de rééquilibrage des finances publiques avec la préservation de la croissance. Cela peut passer par un maintien des mesures les moins défavorables à la demande tout en garantissant des trajectoires de réduction des déficits publics crédibles et durables à moyen et long terme. Dans les pays où cela est possible, les marges de manœuvre disponibles peuvent également être utilisées à court terme.

La nécessité de la consolidation budgétaire, apparue rapidement après la crise de 2007-2008 dans les débats publics, a pu être partiellement remise en question du fait de prévisions de croissance dégradées pour 2011 et 2012 notamment¹. Certains observateurs considèrent que la reprise spontanée dont auraient pu bénéficier des économies en sortie de crise va être freinée par la mise en place de ces mesures d'austérité. Pour autant, les mesures de consolidation budgétaire apparaissent comme impératives pour rétablir la confiance des investisseurs, retrouver une crédibilité et garder une trajectoire soutenable pour les finances publiques². Il faut toutefois être conscient qu'à court terme cela pèsera sur les niveaux de croissance, la vraie inconnue étant la capacité de la demande privée à prendre le relais de la relance budgétaire publique.

Dans son dernier rapport sur les *Perspectives et enjeux mondiaux* (septembre 2011), le FMI estime que le report du rééquilibrage à court terme ne constitue pas une option dans la plupart des pays développés. Dans les pays en crise, un ajustement progressif n'est pas probable. De même, dans les pays jugés vulnérables par les investisseurs, il semble approprié de privilégier le rééquilibrage. Toutefois, les pays ayant des bilans publics relativement solides et des plans crédibles à moyen terme pourraient ralentir le rythme de l'ajustement à court terme si les risques de dégradation menaçaient de se matérialiser.

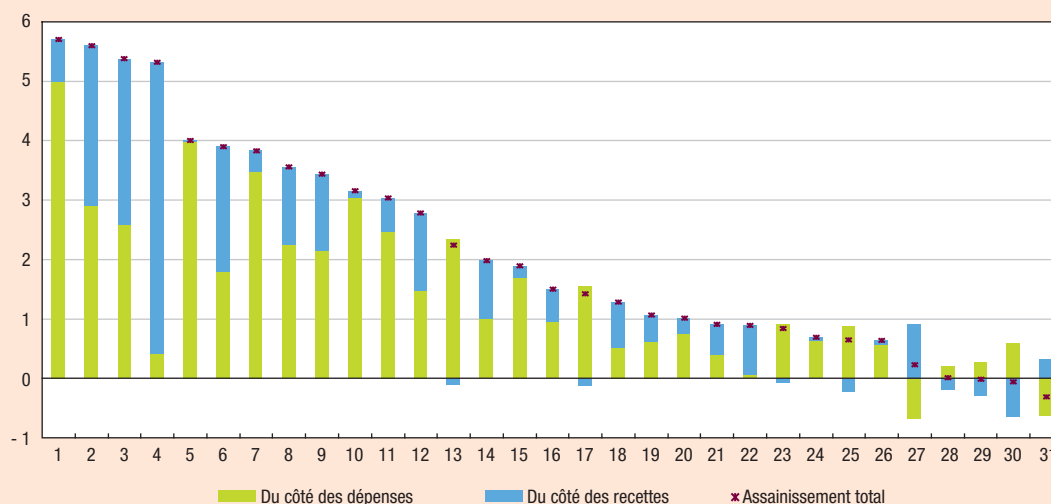
Le FMI souligne également que la faiblesse de la croissance tendancielle et les interconnexions budgétaires et financières s'autoalimentent. Dans ce contexte, la faiblesse de la croissance rend plus difficile le retour à une dette viable, ce qui amène les marchés à craindre encore plus pour ladite « viabilité » des finances publiques. La faiblesse de la croissance donne aussi lieu à une augmentation des créances douteuses et affaiblit les banques. Un rééquilibrage budgétaire hâtif peut donc freiner encore plus la croissance.

¹ Dans le World Economic Outlook de septembre 2011, le FMI estime que la croissance mondiale devrait être très modérée jusqu'à la fin 2012 (4 % en 2011 et 2012 contre 5 % en 2010), l'expansion du PIB réel des pays avancés étant estimée à 1,5 % en 2011 et 2 % en 2012.

² Cf. World Economic Outlook, FMI (septembre 2011) : "Fiscal consolidation cannot be too fast or it will kill growth. It cannot be too slow or it will kill credibility"

Composition des plans d'assainissement budgétaire

(variation du solde primaire sous-jacent 2011-2013, en % du PIB potentiel)



Note : L'assainissement total est la différence prévue du solde primaire sous-jacent ;
 l'ajustement du côté des recettes correspond à l'augmentation prévue des recettes sous-jacentes, à l'exclusion des intérêts reçus sur les actifs financiers ;
 l'ajustement du côté des dépenses correspond à la baisse prévue des dépenses primaires sous-jacentes, à l'exclusion des paiements d'intérêts sur la dette.
 Source : OCDE

Extrait de « Europe : une crise financière et pas monétaire »
 Intervention de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France
 Tokyo, 28 novembre 2011

« Il est essentiel de stabiliser les marchés obligataires européens. Nous devons admettre que le degré requis d'ajustement budgétaire est fortement dépendant du niveau de confiance des marchés. Ce facteur a été bien intégré par la France, avec son récent programme de consolidation budgétaire à hauteur de 18 milliards d'euros pour cette année et 2012, constitué notamment de réductions des avantages fiscaux, de relèvements de la TVA et d'une accélération de la réforme des retraites. Mais nous savons également que les marchés réagissent de manière positive, même si c'est de façon progressive, à un assainissement budgétaire et à une réforme financière crédibles. En témoigne la réussite du programme de consolidation en Irlande, où les écarts de rendement sont revenus de 14 % en juillet à environ 8 % récemment.

[...]

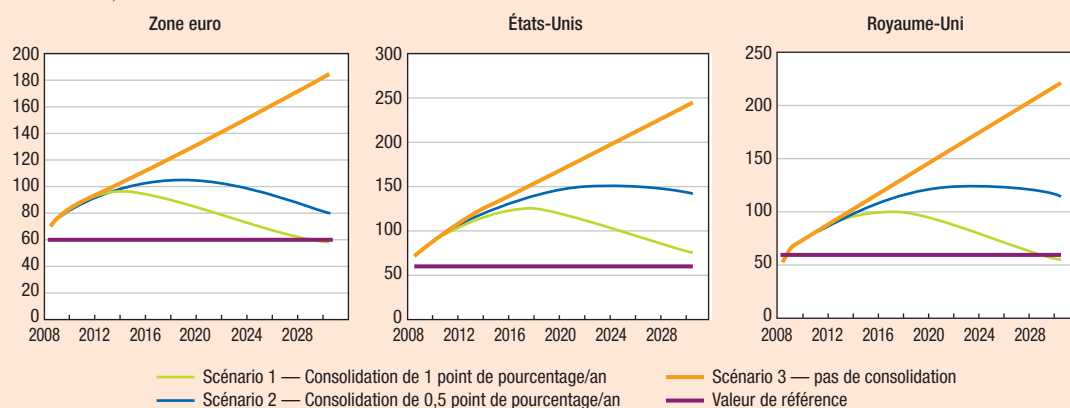
Les erreurs, de la part des gouvernements, ont été d'autoriser pendant une décennie l'accumulation de la dette par le biais de politiques budgétaires insoutenables, et ensuite de créer ex nihilo un doute sur leur volonté de rembourser cette dette. »

En Europe, les plans de rééquilibrage budgétaire répondent également à un impératif communautaire. Les engagements européens en matière de réduction du déficit public français sont les suivants : ramener le déficit public à 5,7 % du PIB en 2011, à 4,5 % en 2012, à 3 % dès 2013 et à 2 % en 2014.

Concernant les États-Unis, un certain nombre d'observateurs, dont le FMI, s'interrogent sur la capacité des décideurs américains à trouver le bon équilibre entre le soutien de l'économie et le rééquilibrage des finances publiques. Il s'agit de placer la dette publique sur une trajectoire viable et de prendre des mesures pour soutenir la reprise. La conclusion d'un accord tardif sur le *debt ceiling* en août 2011 et l'échec en novembre 2011 de la mission confiée à une commission bipartite *ad hoc* peuvent laisser penser qu'un tel objectif sera difficile à atteindre à court terme.

Scénarios de consolidation budgétaire

(dette en % du PIB)



Note : Les trois scénarios se basent sur les prévisions issues du rapport World Economic Outlook du FMI (septembre 2011).

Source : BCE

Extrait du Télégramme

Interview de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France
15 décembre 2011

« La France doit être impérativement très rigoureuse dans la gestion de ses finances publiques. Elle doit retrouver rapidement l'équilibre budgétaire, ce qui suppose en particulier une réduction structurelle de nos dépenses publiques. Nous avons vécu, comme beaucoup d'autres, au-dessus de nos moyens pendant trop d'années. Il faut en finir avec l'accumulation de la dette. Et la croissance reviendra si la confiance revient. Et pour retrouver la confiance, il faut donner la garantie que nos finances publiques seront assainies. »

Encadré 19 Le débat sur le seuil de la dette américaine (*debt ceiling*)

Les débats concernant le seuil de la dette (*debt ceiling*) sont récurrents dans la vie politique américaine et l'épisode de l'été 2011 n'est qu'un exemple parmi d'autres.

Pourquoi existe-t-il un plafond de la dette ?

La loi américaine exige du Congrès qu'il autorise le Gouvernement à s'endetter jusqu'à un certain seuil. Lorsque le déficit cumulé du pays atteint ce « plafond », la somme est réévaluée au Congrès.

Comment a évolué ce plafond depuis sa création ?

Mis en place en 1917, le plafond de la dette a considérablement augmenté au cours du temps. Plus particulièrement au cours des dix dernières années, puisqu'une dizaine de relèvements ont été opérés depuis 2001 faisant passer le plafond de 5 950 milliards à 14 294 milliards de dollars. Cette limite ayant été atteinte le 16 mai 2011, une phase de négociation a donc été ouverte entre les deux partis américains.

L'accord du 31 juillet 2011

Sans un relèvement du plafond de la dette, les fonctionnaires américains n'auraient plus été payés, les pensions de retraite des vétérans de l'armée n'auraient plus été versées et de nombreuses aides sociales n'auraient plus été financées. Le Gouvernement aurait également été dans l'incapacité de rembourser ses créanciers étrangers. Autrement dit, cela aurait engendré une situation de défaut volontaire de la part des États-Unis qui aurait eu des implications substantielles sur l'économie mondiale.

Le compromis du 2 août 2011 a été obtenu dans des conditions difficiles puisque quelques jours avant la date limite des négociations, aucun accord ne se dessinait réellement. L'accord final prévoit un relèvement du plafond de 2 400 milliards de dollars financé par des mesures de réductions budgétaires (dont environ 1 400 milliards de réductions définies par le travail d'une commission bipartite devant rendre ses conclusions avant le 23 novembre 2011).

Le secrétaire au Trésor américain, Timothy Geithner commentait ainsi cet accord jugé « bon » : « Je pense que le spectacle auquel nous avons assisté à Washington, d'un nombre significatif de parlementaires de ce pays laissant planer la menace d'un défaut de paiement, a vraiment fait beaucoup de dégâts à la confiance [des investisseurs]. »

La dégradation de la note de la dette américaine par Standard & Poor's

Malgré l'accord trouvé sur le *debt ceiling*, la dégradation du 5 août 2011 (de AAA à AA+) n'a pas vraiment été une surprise dans la mesure où Standard & Poor's avait déjà révisé la perspective de la note américaine en avril 2011 et que, mi-juillet, l'agence estimait à une chance sur deux un abaissement de la note d'ici 90 jours.

Ainsi, bien qu'ayant permis d'écartier le risque de défaut des États-Unis, l'accord n'a pas été considéré comme suffisant sur le plan de la réduction du déficit et deux facteurs majeurs ont justifié la décision de l'agence : (i) l'accord ne permet pas d'enrayer la hausse du niveau de la dette à moyen terme et (ii) le processus de négociation lié au relèvement du plafond de la dette ne permet pas d'espérer de consensus d'envergure à court terme, notamment s'agissant de la commission bipartite.

Cette dernière hypothèse semble se vérifier puisque cette commission a annoncé l'échec de sa mission le 21 novembre 2011. En résumé, les démocrates réclamaient une hausse significative des impôts estimant qu'ils avaient déjà précédemment cédé sur un certain nombre de coupes budgétaires. De leur côté, les républicains, s'ils avaient accepté de revenir sur leur refus de principe de toute hausse des impôts, demandaient une refonte fondamentale des programmes de sécurité sociale dont Medicare. Le communiqué de presse de la commission constate : « Après des mois de travail acharné et de délibérations intenses, nous sommes arrivés aujourd'hui à la conclusion qu'aucun accord bipartisan ne sera en mesure d'être annoncé avant la date limite du comité. »

Les réponses de long terme : les enjeux réglementaires

Ces dernières années ont constitué un test en grandeur nature pour les règles internationales qui encadrent les activités financières. Les régulateurs ont rapidement constaté que l'évolution et l'innovation dans les activités financières avaient rendu certains dispositifs inadaptés ou insuffisamment calibrés au regard des risques que ces activités pouvaient générer.

À l'initiative du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board* – FSB) et du Comité de Bâle, et en réponse aux demandes des autorités politiques du G20, la régulation financière a été durcie. Toutefois il ne suffit pas seulement de disposer de règles plus contraignantes, il faut aussi s'assurer que les banques les respectent. La supervision effective des banques est essentielle. Elle se matérialise par des contrôles continus à partir de *reportings* périodiques aux superviseurs mais également par des inspections sur place, plus intrusives.

Définir de nouvelles règles plus contraignantes constitue une condition nécessaire mais non suffisante au renforcement de la solidité du système financier international. Le nouveau corpus international, même s'il a été endossé par l'ensemble des chefs de gouvernement des pays du G20, doit maintenant être mis en œuvre de manière concrète et harmonisée dans tous les grands pays. Le renforcement du système financier ne sera réel que si l'ensemble des grandes banques internationales appliquent, dans le respect du calendrier défini, l'intégralité de ces règles.

Enfin, l'objectif des régulateurs est de renforcer la résilience du secteur bancaire sans mettre en danger l'environnement économique. Au sein du Comité de Bâle, la Banque de France a été très attentive à l'instauration d'études d'impacts qui prennent en compte les conséquences macroéconomiques dans la calibration des normes, afin de ne pas affecter le financement de l'économie réelle et *in fine* la croissance économique.

Les grands principes de la réforme financière peuvent être abordés sous l'angle bancaire, dont les standards sont principalement développés par le Comité de Bâle, et par le prisme du Conseil de stabilité financière responsable d'encadrer le secteur financier dans son ensemble.

1 | UNE ACTION ESSENTIELLE DANS LE SECTEUR BANCAIRE, LA RÉFORME DE BÂLE III

Bâle III, est un dispositif ambitieux qui appréhende les établissements bancaires dans leur globalité. Six grands principes peuvent être mis en exergue :

- Rendre les établissements plus résistants en renforçant à la fois la qualité et la quantité de leurs fonds propres :
 - inclure dans les fonds propres des banques, uniquement des instruments similaires aux actions ordinaires capables d'absorber réellement des pertes ;
 - définir des seuils minimums de fonds propres plus élevés.

- Mettre en place une meilleure couverture des risques en particulier ceux liés aux activités de marché :
 - durcir les exigences en fonds propres pour certaines expositions comme la titrisation et mieux calibrer certains indicateurs de risques comme la *value-at-risk (stressed VaR)*. Concrètement, pour les grandes banques internationales ce durcissement se traduira par des charges en capital trois à quatre fois plus élevées que par le passé sur ces activités.
- Mieux encadrer le risque de liquidité des banques par la mise en place de ratios quantitatifs harmonisés au niveau international :
 - un ratio à un mois (*liquidity coverage ratio* ou LCR) pour que les banques détiennent suffisamment d'actifs liquides afin d'absorber de fortes tensions sur les marchés ;
 - un ratio à un an (*net stable funding ratio* ou NSFR) afin de pousser les établissements à rallonger la maturité de leurs ressources.
- Limiter la procyclicité par l'instauration de coussins contracycliques. L'objectif pour les banques est de constituer des coussins supplémentaires de fonds propres dans les phases d'expansion (pouvant aller jusqu'à 2,5 %) afin de les utiliser dans les périodes de crises.
- Limiter l'amplification des risques en encadrant le levier d'endettement des banques.
- Définir un régime plus contraignant pour les banques d'importance systémique en améliorant leur capacité d'absorption des pertes. Il s'agira d'exiger un coussin supplémentaire de fonds propres (pouvant aller jusqu'à 2,5 %) pour les établissements considérés comme systémiques.

Calendrier de la mise en œuvre de Bâle III

Rendre les établissements plus résistants

<p>1. Couverture des risques</p> <p>Renforcement des exigences de fonds propres au titre du risque de marché</p> <p>Entrée en vigueur fin 2011</p>	<p>2. Renforcement du capital</p> <p>Renforcement progressif de la qualité et de la quantité des fonds propres</p> <p>Mise en œuvre progressive jusqu'en 2019</p>
<p>3. Diminution du levier</p> <p>Introduction d'un ratio de levier</p> <p>Surveillance 2013/publié en 2015</p>	<p>4. Encadrement de la liquidité</p> <p>Introduction de deux ratios de liquidité</p> <p>LCR/ratio à 1 mois (niveau minimal : 2015) NSFR/ratio à 1 an (niveau minimal : 2018)</p>
<p>5. Limitation de la procyclicité</p> <p>Coussins de capital contracycliques</p>	<p>6. Prévenir le risque systémique</p> <p>Constitution de coussins supplémentaires de fonds propres</p>

2| UNE ACTION GLOBALE POUR MIEUX RÉGULER LE SECTEUR FINANCIER DANS SON ENSEMBLE, LE RÔLE DU CONSEIL DE STABILITÉ FINANCIÈRE

Le système financier ne se limite pas aux seules banques. Le dispositif de Bâle III s'accompagne également d'un ensemble d'initiatives au niveau des autres acteurs financiers, des produits financiers ainsi qu'en termes d'incitations. Parmi les grands axes de travail du Conseil de stabilité financière, peuvent être soulignés les actions suivantes :

- Mieux encadrer les risques posés par certains instruments financiers :
 - favoriser la standardisation, la transparence (*ex ante* et *ex post*) et la compensation centrale des instruments dérivés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC) ;
 - surveiller l'innovation financière en matière de produits et de pratiques et l'émergence de nouveaux risques (par exemple, les *exchange traded funds* – ETF et *trading* à haute fréquence).
- Limiter l'arbitrage réglementaire et l'émergence de risques dans les secteurs non régulés.

Suite au renforcement des règles bancaires, il ne faut pas que des risques se déplacent vers d'autres secteurs. Les autorités travaillent donc à mesurer, cartographier et surveiller le « secteur bancaire parallèle » (*shadow banking system*). En pratique, les autorités doivent développer des mesures réglementaires pour mieux encadrer i) certaines entités (par exemple les fonds monétaires, *hedge funds*) ainsi que ii) certaines activités (repo, prêts/emprunts de titres).

- Instituer de bonnes incitations au sein du secteur financier notamment :
 - instaurer une politique de rémunération qui limite les comportements de prise de risques, définir et faire respecter des standards internationaux en la matière ;
 - travailler à la mise en place de critères d'octroi de prêts immobiliers robustes pour éviter la création de bulles immobilières.
- Mettre en place des mécanismes de résolution de crise pour les grands établissements financiers. Il s'agit de faciliter et d'organiser la résolution de crise pour les grands établissements transfrontaliers.
- Encadrer l'utilisation des notes émises par les agences de notations financières afin de limiter la dépendance mécanique des participants de marché aux *ratings* et afin de forcer les investisseurs à procéder à leur propre évaluation du risque.
- Veiller à la bonne application des standards internationaux :
 - mettre en place des exercices de revue de la mise en œuvre des standards internationaux ;
 - il apparaît clairement à tous d'ailleurs que 2012 sera marquée par une intensification des travaux dans ce sens afin de s'assurer, maintenant qu'un grand nombre de nouvelles règles ont été décidées, qu'elles sont appliquées de manière harmonieuse et coordonnée.

Le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board* — FSB)

Rendre l'ensemble du système financier plus résistant

1. Mieux encadrer les instruments financiers

- Favoriser la standardisation et la compensation centrales des dérivés OTC
- Surveiller la sophistication financière (par exemple, les ETF)

2. Limiter l'arbitrage réglementaire

- Mesurer et surveiller le « secteur bancaire de l'ombre » (*shadow banking system*) et définir des règles pour mieux l'encadrer

3. Créer les bonnes incitations

- Définir des standards pour les politiques de rémunération au sein de l'industrie financière
- Travailler à la mise en place de critères d'octroi de prêts immobiliers plus robustes

4. Mettre en place des mécanismes de résolution de crise

- Faciliter la résolution de crise pour les grands établissements transfrontaliers

5. Encadrer l'utilisation des notes émises par les agences de notation

- Limiter la dépendance mécanique des participants de marché aux *ratings*

6. Veiller à la bonne application des standards internationaux

- Mettre en place des exercices de « *peers reviews* » entre les membres du G20

Les principales étapes du déroulement de la crise de juillet 2007 à janvier 2012

2007	Évènements
Juillet	Bear Stearns annonce la faillite de deux <i>hedge funds</i> spécialisés dans les dérivés de crédit.
1 ^{er} août	Le ministre des Finances allemand annonce un plan de sauvetage de 3,5 milliards d'euros pour éviter la faillite d'IKB.
7 août	BNP Paribas gèle la valorisation de certains de ses fonds.
9 août	L'Eurosystème propose des liquidités en quantité illimitée au jour le jour.
17 août	Le Système fédéral de réserve américain (Fed) étend la maturité maximale de sa facilité d'emprunt permanente de 1 jour à 30 jours.
23 août et 12 septembre	La BCE lance une opération supplémentaire de refinancement en euro à 3 mois (opérations renouvelées par la suite).
14 septembre	L'annonce par la Banque d'Angleterre de l'octroi d'un prêt d'urgence, garanti par l'État, à la cinquième banque anglaise, Northern Rock, déclenche une panique sur les dépôts bancaires de cette banque.
18 septembre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 4,75 %.
1 ^{er} octobre	UBS, première banque suisse, annonce des dépréciations d'actifs pour 2,4 milliards d'euros.
24 octobre	Merrill Lynch annonce des dépréciations d'actifs pour 8,4 milliards de dollars.
31 octobre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 4,5 %.
11 décembre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 4,25 %.
12 décembre	Actions coordonnées de la Fed, de la BCE, de la Banque du Canada, de la Banque d'Angleterre et de la Banque nationale suisse afin de répondre aux besoins de financement à court terme en dollar. Naissance du dispositif d'injection de dollar à terme : les TAF (<i>term auction facilities</i>) à 28 jours.
2008	
15 janvier	Citigroup publie des pertes record (9,83 milliards de dollar au quatrième trimestre 2007). Le groupe annonce, en outre, des dépréciations d'actifs pour 18,1 milliards de dollar.
22 janvier	La Fed abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 3,5 % lors d'un comité FOMC (<i>Federal Open Market Committee</i>) extraordinaire.
24 janvier	La Société générale dévoile la fraude commise par l'un de ses <i>traders</i> , Jérôme Kerviel. Les pertes associées se montent à 4,9 milliards d'euros.
30 janvier	La Fed abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 3 %.
15 février	UBS a perdu 7,8 milliards d'euros au quatrième trimestre 2007.
17 février	Le gouvernement britannique nationalise Northern Rock.
11 mars	La Fed lance une nouvelle facilité : la <i>term securities lending facility</i> . Cette facilité de 1 mois permet aux banques d'investissement d'emprunter des titres d'État en échange de titres de qualité de crédit inférieure (titres d'agences, <i>mortgage-backed securities</i> – MBS).
16 mars	La Fed étend la maturité maximale de sa facilité d'emprunt permanente de 30 jours à 90 jours. Elle introduit une nouvelle facilité, la <i>primary dealer credit facility</i> , qui permet un refinancement des banques d'investissement au jour le jour, contre des garanties élargies.
18 mars	La Fed abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 2,25 %.
24 mars	Bear Stearns est repris par JP Morgan sous l'égide de la Fed qui prête 30 milliards de dollars au repeneur.
28 mars	La BCE introduit un refinancement en euro à 6 mois.
1 ^{er} avril	UBS annonce un doublement de ses dépréciations qui s'élèvent à cette date à 24 milliards d'euros.
30 avril	La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 2 %.

.../...

2008

Juin-août	Dégradation de la note de trois grandes banques d'affaires américaines (Lehman Brothers, Merrill Lynch et Morgan Stanley) et de deux assureurs <i>monoline</i> (MBIA et Ambac).
7 septembre	Le Trésor américain met les agences de crédit hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae sous tutelle et s'engage à leur apporter, au besoin, 200 milliards de dollars de capital.
15 septembre	Lehman Brothers dépose son bilan. Bank of America annonce le rachat de Merrill Lynch.
16 septembre	La Fed et le gouvernement américain nationalisent <i>de facto</i> l'assureur AIG, menacé de faillite, en lui apportant une aide de 85 milliards de dollars en échange de 79,9 % de son capital.
18 septembre	La banque britannique Lloyds TSB rachète sa concurrente HBOS menacée de faillite. La BCE, la Fed, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque nationale suisse et la Banque du Canada ouvrent une nouvelle facilité conjointe en dollar. Il s'agit d'une TAF au jour le jour qui sera renouvelée jusqu'au 15 octobre.
19 septembre	Le président George W. Bush annonce un plan de sauvetage des banques américaines (plan Paulson). La Fed lance une nouvelle facilité qui vise à soutenir le marché des fonds monétaires.
25 septembre	Le président Nicolas Sarkozy appelle à un nouvel ordre financier international. Les dépôts de Washington Mutual, en faillite, sont repris par JP Morgan.
26 septembre	Le cours de bourse de Fortis s'effondre en raison de doutes sur sa solvabilité. Fortis est renfloué le 29 septembre par les États belge, néerlandais et luxembourgeois. BNP Paribas en prend le contrôle en Belgique et au Luxembourg pour 14,5 milliards d'euros.
29 septembre	La Chambre des représentants américaine rejette le plan Paulson. L'État allemand et un consortium de banques apportent une garantie de crédit de 35 milliards d'euros à Hypo Real Estate, quatrième banque du pays. Les banques Bradford & Bingley (au Royaume-Uni) et Glitnir (en Islande) sont nationalisées.
30 septembre	Le gouvernement irlandais apporte une garantie générale de 2 ans aux six grandes banques du pays. Les États belge, français et luxembourgeois assurent le sauvetage de Dexia en souscrivant à une augmentation de capital de 6,4 milliards d'euros.
3 octobre	La liste des contreparties éligibles aux opérations de réglage de l'Eurosystème est élargie. Le plan Paulson est adopté par la Chambre des représentants.
8 octobre	Baisse des taux concertée par plusieurs banques centrales : la Fed, la BCE, les banques centrales du Canada et de Suède baissent leur taux directeur de 0,50 % et la Banque nationale suisse de 0,25 %. La BCE revoit les modalités techniques d'adjudication ; elle annonce que les appels d'offres se feront à taux fixe et que 100 % des demandes sont honorées jusqu'en janvier 2009 et elle rétrécit le corridor constitué par les taux des facilités permanentes. Les ministres des Finances de l'UE décident de relever la garantie des dépôts de 20 000 euros à 50 000 euros dans un premier temps. Ils prévoient que le 31 décembre 2010 au plus tard, le niveau de garantie pour l'ensemble des dépôts d'un même déposant sera fixé à 100 000 euros.
9 octobre	La BCE réduit le corridor constitué par les taux des facilités permanentes de 200 à 100 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement : le taux de la facilité de prêt marginal est ramené de 100 à 50 points de base au-dessus du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, soit à 4,25 %, et le taux de la facilité de dépôt sera porté de 100 à 50 points de base en dessous du taux des opérations principales de refinancement, soit à 3,25 %.
10 octobre	Le G7 adopte un plan d'action international qui vise à assurer la viabilité du système financier, éviter la faillite des institutions financières importantes, garantir l'accès à la liquidité, recapitaliser les institutions financières publiques, restaurer la confiance des épargnants par des garanties publiques sur les dépôts et soutenir le marché des financements hypothécaires en lançant des travaux de réflexion sur les thèmes de la valorisation, la transparence et les règles comptables.
12 octobre	À l'initiative du président Nicolas Sarkozy, adoption à Paris du plan anti-crise européen autour de l'action des États selon plusieurs axes : protéger les épargnants, assurer le financement de l'économie et éviter la faillite d'institutions financières systémiques.

.../...

2008	
13 octobre	Le gouvernement français annonce son « Plan pour assurer le financement de l'économie et restaurer la confiance ». Les TAF de la BCE sont désormais adjudgées sans limite de montant et à taux fixe. La mesure est également mise en œuvre par la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse. Les lignes de <i>swaps</i> octroyées par la Fed à ces banques centrales sont dès lors illimitées.
15 octobre	La BCE élargit son système de garantie (titres de dette négociables en devises, certificats de dépôts, dette subordonnée bénéficiant d'une garantie, prêts syndiqués sous droit anglais) et revoit à la baisse la notation minimale pour l'éligibilité des titres à BBB- contre A- auparavant. La Banque nationale suisse et la BCE annoncent des mesures conjointes pour accroître les liquidités en francs suisses.
16 octobre	La BCE conclut un accord avec la Banque nationale de Hongrie qui permet à cette dernière d'emprunter jusqu'à 5 milliards d'euros pour soutenir ses opérations. Les autorités suisses annoncent un plan de sauvetage d'UBS, qui allie recapitalisation par l'État (à hauteur de 5 milliards de dollars) et création par la Banque nationale suisse d'une structure de défaillance des actifs toxiques.
17 octobre	Christine Lagarde, ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, installe le conseil d'administration de la Société de financement de l'économie française (SFEF).
20 octobre	Le gouvernement français annonce qu'il est prêt à souscrire pour un montant de 10,5 milliards d'euros à des émissions de titres subordonnés émis par les six principaux groupes bancaires français : Banques populaires, BNP Paribas, Caisses d'Épargne, Crédit agricole, Crédit mutuel et Société générale.
23 octobre	Le président Nicolas Sarkozy annonce la tenue de la réunion du G20, ainsi que la mise à disposition de 26 milliards d'euros de prêts pour assurer le financement des PME françaises, et la nomination de René Ricol au poste de médiateur national du crédit.
28 et 29 octobre	Octroi par la Fed de nouvelles lignes de <i>swaps</i> à quatre banques centrales de pays émergents (Mexique, Brésil, Corée du Sud et Singapour). La Fed abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 1 %. Le FMI annonce une facilité de prêt à court terme pour les pays en voie de développement.
31 octobre	La Banque du Japon abaisse son taux directeur de 0,2 %, le ramenant à 0,3 %.
4 novembre	La SFEF annonce une première émission obligataire sur les marchés, émission bénéficiant d'une garantie autonome d'une maturité de 3 ans.
6 novembre	La BCE abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 3,25 %. La Banque d'Angleterre baisse son taux directeur de 1,50 %, le ramenant à 3 %.
9 novembre	Les autorités chinoises annoncent un plan de soutien de 4 000 milliards de yuans (environ 470 milliards d'euros).
15 novembre	Le G20 publie un communiqué dans lequel il confirme l'intention de ses membres (y compris donc les grands pays émergents) d'agir rapidement afin de répondre au ralentissement économique mondial et fixe une feuille de route afin de tirer les leçons de la crise financière.
20 novembre	Le président Nicolas Sarkozy annonce la création du Fonds stratégique d'investissement (FSI), destiné à renforcer les fonds propres et à stabiliser le capital des entreprises françaises.
23 novembre	Le président élu Barack Obama annonce un plan de relance américain qu'il s'engage à mettre en œuvre dès son investiture le 20 janvier. Le plan pourrait approcher les 1 000 milliards de dollars. Le gouvernement américain garantit 306 milliards de dollars de dettes de Citigroup et injecte 20 milliards de dollars dans son capital.
25 novembre	La Fed lance un programme de prêts aux investisseurs, destiné à relancer le crédit à la consommation via la titrisation. Dénommé <i>Term asset-backed securities loan facility</i> (TALF), il est doté dans un premier temps, de 200 milliards de dollars, budget qui pourra au besoin être porté à 1 000 milliards de dollars. Le collatéral éligible inclut les RMBS, CMBS et autres ABS.

.../...

2008

2 décembre	Un plan de relance européen de 200 milliards d'euros (1,5 % du PIB) est approuvé par les chefs d'États européens.
4 décembre	Le président Nicolas Sarkozy annonce un plan de relance de l'économie française de 26 milliards d'euros. La BCE abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 2,50 %. La Banque d'Angleterre abaisse son taux directeur de 1 %, à 2 %.
10 décembre	Le Congrès et la Maison Blanche concluent un accord de principe sur un plan de sauvetage des constructeurs automobiles, qui se chiffre à 13,4 milliards de dollars.
11 décembre	Une fraude estimée à 50 milliards de dollars, montée par le fonds d'investissement de Bernard Madoff, est mise à jour. L'Autorité des marchés financiers (AMF) estime à environ 500 millions d'euros l'exposition des OPCVM français ayant investi dans des OPCVM de droit irlandais et luxembourgeois touchés par la fraude Madoff.
16 décembre	La Fed abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 1 %, le ramenant dans une marge de fluctuation allant de 0 à 0,25 %.
19 décembre	La Banque du Japon abaisse son taux directeur de 0,20 %, le ramenant à 0,10 %.
29 décembre	Après lui avoir accordé un prêt, mi-décembre, de 13,4 milliards de dollars sur 3 mois, le Trésor américain renfloue GMAC (branche financière de la General Motors) à hauteur de 5 milliards de dollars.

2009

5 janvier	La Fed lance un plan de soutien à l'immobilier avec le rachat des créances hypothécaires destiné à relancer le marché du logement.
7 janvier	Le président Nicolas Sarkozy annonce une deuxième vague d'émissions de fonds propres pour les banques françaises, après la première levée de fonds effectuée en décembre (pour un montant de 10,5 milliards d'euros).
8 janvier	Le gouvernement allemand annonce la nationalisation partielle de Commerzbank. Concrètement, le fonds public d'aide au secteur bancaire (SoFFin), créé en octobre, va mettre près de 10 milliards d'euros supplémentaires à disposition de Commerzbank. L'État va acheter 295 millions d'actions nouvelles ordinaires et injecter 8,2 milliards d'euros supplémentaires. Il en devient le premier actionnaire. Moody's abaisse d'un cran la note de crédit émetteur et celle de la dette senior de Bank of America. La Banque d'Angleterre abaisse son taux directeur de 0,5 point, à 1,5 %, son plus bas niveau historique en 315 ans. En France, l'Assemblée nationale adopte le plan de relance.
13 janvier	Deuxième plan de soutien allemand à l'économie, de 50 milliards d'euros. Il comporte des mesures d'allègement de la fiscalité, de baisse des cotisations sociales, d'aides à l'investissement, de prime exceptionnelle de 100 euros par enfant et d'aide au secteur automobile.
14 janvier	Deutsche Bank annonce une perte de 4,8 milliards d'euros sur le quatrième trimestre, ce qui porte le résultat annuel 2008 à - 3,9 milliards. Le gouvernement britannique annonce un plan de garanties de 20 milliards de livres de prêts à court terme contractés par des petites et moyennes entreprises afin d'encourager les banques à les financer. Il met en place une garantie spéciale de 1 milliard de livres pour les prêts à long terme contractés par des petites entreprises.
15 janvier	La BCE réduit son taux directeur de 50 points de base, à 2 %. Le taux de la facilité de prêt marginal est porté de 50 à 100 points de base au-dessus du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, à 3 %, et le taux de la facilité de dépôt est abaissé de 50 à 100 points de base en dessous du taux des opérations principales de refinancement, à 1 %. Le corridor constitué par les taux des facilités permanentes est ainsi rétabli à 200 points de base.
16 janvier	Citigroup publie une perte nette de 8,29 milliards de dollars au quatrième trimestre 2008. Le gouvernement américain garantit 118 milliards de dollars de dette de Bank of America et injecte 20 milliards de dollars dans le capital de Bank of America.

.../...

2009	
19 janvier	En France, présentation du rapport Deletré qui préconise le rapprochement de la Commission bancaire et de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles. Royal Bank of Scotland (RBS) annonce des pertes anticipées qui pourraient atteindre 28 milliards de livres. La participation publique dans cette banque passe de 58 % à 70 %. Le Premier ministre britannique annonce un nouveau train de mesures en direction des banques.
20 janvier	Dans le cadre des états généraux de l'automobile, le gouvernement français propose 5 à 6 milliards d'euros pour aider Renault et PSA. Hypo Real Estate, déjà sauvée de la faillite par l'État allemand, annonce qu'elle va recevoir une nouvelle garantie publique de 12 milliards d'euros portant au total l'aide de l'État à 42 milliards d'euros. Les autorités <i>antitrust</i> américaines ont autorisé la vente par Dexia de sa filiale Financial Security Assurance (FSA).
26 janvier	Le gouvernement français annonce le déblocage de 5 milliards d'euros pour soutenir Airbus <i>via</i> la SFEF. BNPP dégage un bénéfice de 3 milliards d'euros en 2008 et une perte de 1,4 milliard d'euros au quatrième trimestre 2008. Le Premier ministre islandais annonce la démission de son gouvernement sous la pression de la population qui le juge responsable de l'effondrement de l'économie.
29 janvier	La Chambre des représentants adopte les mesures de relance proposées par le gouvernement américain (819 milliards de dollars).
5 février	La Banque d'Angleterre abaisse son taux directeur d'un demi-point, à 1 %. Un « Madoff » japonais, Kazutsugi Nami, est arrêté pour fraude, la pyramide lui ayant permis de collecter entre 1 et 2 milliards d'euros. Aux États-Unis, la rémunération annuelle des dirigeants d'entreprise qui bénéficient d'une aide publique devrait être plafonnée à 500 000 dollars.
11 février	UBS et Crédit suisse annoncent des pertes historiques pour 2008, de, respectivement, 13,3 milliards et 5,5 milliards d'euros.
12 février	En Belgique, KBC accuse une perte nette de 2,5 milliards d'euros pour l'exercice 2008. Hypo Real Estate Holding fait savoir que le SoFFin augmente de 10 milliards d'euros la garantie qu'il lui apporte. Ainsi, les garanties reçues par Hypo Real Estate de la part de l'État allemand atteignent 52 milliards.
13 février	Le Congrès américain adopte le plan de relance de l'économie de 787 milliards de dollars (5,5 % du PIB). HBOS annonce une perte de 12,4 milliards d'euros en 2008. Début des achats de <i>commercial paper</i> (CP) par la Banque d'Angleterre sur les marchés primaire et secondaire. Le Parlement allemand adopte le plan de relance de l'économie de 50 milliards d'euros.
18 février	Annonce du plan de soutien au marché immobilier américain. D'un montant global de 275 milliards de dollars, il vise à aider sept à neuf millions de foyers. Le plan prévoit de consacrer 75 milliards à un fonds de stabilisation qui aidera au refinancement des prêts de quatre à cinq millions de « propriétaires immobiliers responsables ».
26 février	Publication du <i>Rapport Larosière</i> sur la supervision bancaire. La Commission européenne publie des règles (<i>guidelines</i>) sur le traitement des actifs toxiques. En France, Natixis annonce une perte de 2,8 milliards d'euros en 2008. La fusion Caisses d'Épargne et Banques populaires est officialisée. RBS publie une perte de 24,1 milliards de livres en 2008, la plus élevée jamais subie par une entreprise britannique. Elle assure pour 325 milliards de livres d'actifs risqués auprès de l'État. Fannie Mae annonce une perte nette de 59 milliards de dollars pour 2008, essentiellement due à des éléments exceptionnels au second semestre, et réclame au Trésor américain une aide de 15,2 milliards pour couvrir son déficit.

.../...

2009	
3 mars	AIG annonce une perte historique pour une entreprise américaine de 99,3 milliards de dollars pour l'exercice 2008. Le Trésor américain injecte 30 milliards de dollars et organise sa restructuration (deuxième plan de sauvetage).
5 mars	La Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre réduisent leur taux directeur d'un demi-point à, respectivement, 1,50 % et 0,50 %. La Banque d'Angleterre lance un programme de 100 milliards de dollars destiné à des achats fermes, sur une période de 3 mois, d'actifs du secteur privé et d'obligations d'État.
6 mars	Fortis holding, BNPP et la Société fédérale de participations et d'investissement sont parvenus à un accord qui devra être soumis à l'approbation des actionnaires lors des prochaines assemblées générales.
8 mars	Nationalisation de Lloyds Banking à hauteur de 65 %. C'est la quatrième banque nationalisée au Royaume-Uni, après Northern Rock, Bradford & Bingley et RBS.
11 mars	Freddie Mac publie une perte nette annuelle de 50,1 milliards de dollars.
13 mars	Aux États-Unis, extension du <i>Temporary Liquidity Guarantee Program</i> (TLGP) : les émissions pourront être effectuées jusqu'au 31 octobre 2009 et seront garanties jusqu'au 31 décembre 2012.
17 mars	AIG rend publiques les contreparties bénéficiaires de versements, rendus possibles grâce au renflouement public entre le 16 septembre et le 31 décembre 2008 : Goldman Sachs (12,9 milliards de dollars), la Société générale (11,9), Deutsche Bank (11,8), Barclays (7), Merrill Lynch (6,8), BNPP (4,9), Calyon (2,3).
18 mars	La Fed annonce un assouplissement quantitatif sans précédent. Elle va acheter jusqu'à 300 milliards de dollars de bons du Trésor à long terme au cours des six prochains mois. Instantanément, le taux des obligations à dix ans chute, passant de 3 % à 2,5 %. Le plan comprend également 750 milliards supplémentaires consacrés à l'acquisition d'obligations adossées à des crédits immobiliers – portant le total de ces rachats à 1 250 milliards. La banque centrale américaine entend enfin consacrer jusqu'à 100 milliards supplémentaires au rachat de la dette de Fannie Mae et Freddie Mac. La Banque du Japon dévoile un plan de soutien aux banques de 10 milliards de dollars qui prendra la forme de prêts subordonnés aux grandes banques commerciales.
23 mars	Présentation d'un plan, le <i>Public Private Investment Program</i> , pour les créances douteuses des banques : une entité autonome recueillera l'intégralité des actifs toxiques et sera adossée à la Fed et au FDIC (organisme de garantie des déposants). Le dispositif est doté, dans un premier temps, de 500 milliards de dollars et pourra atteindre 1 000 milliards de dollars. Le FMI prévoit une croissance mondiale de 0,5 % à 1 % en 2009, ce qui serait la plus forte contraction du PIB mondial en 60 ans.
28 mars	L'État allemand engage le processus de nationalisation d'Hypo Real Estate.
29 mars	Pour la première fois depuis le début de la crise, la Banque d'Espagne et le gouvernement espagnol doivent sauver un établissement financier, la Caisse d'Épargne de Castille.
2 avril	La BCE abaisse son taux directeur de 25 points de base, à 1,25 %. La réunion du G20 se conclut par plusieurs dispositions sur la régulation et les moyens des organisations multilatérales : annonce d'un programme global de 1 100 milliards de dollars destiné à restaurer la croissance, les échanges et l'emploi à l'échelle mondiale ; le FMI voit ses ressources triplées.
6 avril	Nouveau plan de relance japonais de 90 milliards de dollars.
13 avril	Aux États-Unis, Goldman Sachs engrange un bénéfice net de 1,81 milliard de dollars au premier trimestre. Wells Fargo publie par anticipation un résultat net de l'ordre de 3 milliards de dollars au premier trimestre 2009.
28 avril	Les actionnaires belges de Fortis acceptent, à près de 73 %, la reprise par BNPP ; accord également des actionnaires néerlandais (le 29 avril) à 77 %. BNP Paribas va ainsi acquérir la banque belge pour 8,25 milliards d'euros.
29 avril	La Commission européenne présente une proposition de directive sur les <i>hedge funds</i> .
30 avril	D'après le rapport du FMI consacré à la stabilité financière, les banques européennes (hors Royaume-Uni) devraient supporter un volume potentiel de dépréciations d'actifs de 1 100 milliards de dollars, supérieur à celui de leurs homologues américaines (1 050 milliards de dollars).

.../...

2009	
7 mai	<p>Société générale enregistre une perte nette de 278 millions d'euros au premier trimestre.</p> <p>La BCE abaisse de 25 points de base son taux directeur à 1 %. Le corridor constitué par les taux des facilités permanentes est réduit à 150 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Le taux de la facilité de dépôt est ramené à 0,25 % et le taux de la facilité de prêt marginal est fixé à 1,75 %. La BCE décide d'allonger la durée des prêts accordés aux banques. Elle lance un programme d'achat de <i>covered bonds</i> pour un montant de 60 milliards d'euros (soit 4 % de l'encours, de l'ordre de 1 500 milliards) et crée une nouvelle facilité de refinancement de maturité 1 an à un taux initial de 1 %.</p> <p>Le Parlement européen adopte la réforme de la directive « CRD » (Directive Bâle II), qui prévoit notamment que les banques devront conserver dans leur bilan 5 % des produits structurés dont elles sont à l'origine, à compter du 31 mars 2010.</p> <p>Augmentation de 50 milliards de livres du programme d'achats d'actifs de la Banque d'Angleterre, porté à 125 milliards de livres.</p> <p>Le SoFFin annonce que l'État va nationaliser Hypo Real Estate après avoir porté sa participation à 47,31 %, utilisant celle-ci pour imposer une augmentation de capital de la banque.</p> <p>Le Trésor américain et la Fed publient les résultats des tests de résistance. Neuf banques ont été jugées suffisamment capitalisées pour traverser sans encombre la crise économique, même en cas de dégradation supplémentaire de la conjoncture. Les besoins en capitaux supplémentaires de dix des dix-neuf plus grandes banques du pays s'élèvent à 75 milliards de dollars. Sur la période 2009-2010, la Fed estime que les banques pourraient avoir à faire face à 600 milliards de dollars de pertes sur crédit, mais que ces pertes seraient en partie absorbées par la génération de résultats opérationnels positifs sur la période.</p>
8 mai	<p>Commerzbank publie une perte nette de 861 millions d'euros au premier trimestre 2009.</p> <p>Royal Bank of Scotland, propriété à 70 % de l'État, annonce une perte nette de 857 millions de livres au premier trimestre 2009.</p>
18 mai	<p>Aux États-Unis, le <i>Financial Accounting Standards Board</i> (FASB) adopte deux nouvelles règles comptables visant à contraindre les établissements financiers à enregistrer davantage d'actifs hors-bilan dans leurs comptes. Elles entreront en application début 2010.</p>
19 mai	<p>La Fed annonce l'inclusion au sein du programme TALF des CMBS de haute qualité (AAA) émis avant le 1^{er} janvier. Jusqu'ici, seuls les nouveaux CMBS avaient été admis. La Fed entend ainsi améliorer la liquidité des CMBS en aidant des acquéreurs potentiels à les financer.</p>
20 mai	<p>La faillite de Bank United FSB, en Floride, est la plus importante enregistrée aux États-Unis depuis le début de l'année et la 34^e de l'année, contre 25 au total en 2008.</p>
27 mai	<p>La Commission européenne présente des propositions pour renforcer et regrouper la supervision financière en Europe, et tirer les leçons de la crise. S'appuyant sur le <i>Rapport Larosière</i>, la Commission suggère la création d'un « comité européen du risque systémique », chargé de la surveillance macroprudentielle.</p>
1 ^{er} juin	<p>General Motors demande au Tribunal des faillites de New York sa mise sous chapitre 11. Après lui avoir accordé 19,4 milliards de dollars de financements publics depuis décembre, le Trésor accorde une rallonge de 30,1 milliards de dollars. À l'issue de la procédure, le Trésor deviendra le principal actionnaire de GM (à 60 %).</p>
4 juin	<p>La BCE donne les détails de son plan d'achat de <i>covered bonds</i>, annoncé le 7 mai.</p>
8 juin	<p>Citigroup entame une opération de conversion d'actions préférentielles en actions ordinaires pour 58 milliards de dollars, suivant une procédure au terme de laquelle l'État pourrait détenir 34 % du capital. D'après l'OCDE, le déclin des économies les plus importantes s'atténue.</p>
9 juin	<p>L'<i>International Accounting Standards Board</i> (IASB) accélère le processus de refonte de la norme IAS 39 en vue d'une application dans les comptes des banques et des compagnies d'assurances à fin 2009.</p> <p>Le Trésor américain autorise dix des plus grandes banques du pays à rembourser au total jusqu'à 68 milliards de dollars d'aides reçues de l'État depuis l'automne, dans le cadre de son plan de stabilisation du système financier.</p>

.../...

2009	
17 juin	JP Morgan et Morgan Stanley annoncent avoir remboursé au Trésor leurs aides publiques respectives de 25 milliards de dollars et 10 milliards de dollars. US Bancorp et BB&T ont pour leur part remboursé une partie des aides publiques. Sont attendus les remboursements d'American Express et de Goldman Sachs. Le président Barack Obama appelle à une « nouvelle fondation » de la réglementation financière américaine.
25 juin	La Fed étend jusqu'en février 2010 (au lieu d'octobre 2009) un certain nombre de ses procédures d'apports de liquidité ainsi que certaines lignes de <i>swaps</i> avec d'autres banques centrales. La BCE alloue 442 milliards d'euros au taux de 1 % aux banques européennes <i>via</i> sa première opération de refinancement à plus long terme (<i>Longer-term refinancing operations – LTRO</i>) de maturité 1 an. 1 121 établissements ont participé à cette opération.
29 juin	Le courtier new-yorkais Bernard Madoff est condamné à une peine d'emprisonnement de 150 ans pour avoir mis en place le plus important schéma de Ponzi de tous les temps. Lancement en Espagne d'un fonds de restructuration pour les banques régionales en difficulté, doté d'une enveloppe de 9 milliards d'euros qui pourra être utilisée pour des injections de capital et un soutien à la consolidation du secteur.
30 juillet	Le FMI annonce qu'il va augmenter ses prêts de 17 milliards de dollars entre juillet 2009 et 2014 et suspend les intérêts dûs pour certains prêts aux pays à faibles revenus. Il prévoit de vendre une partie de ses réserves d'or.
6 août	La Banque d'Angleterre décide d'injecter 50 milliards de livres supplémentaires dans l'économie, dans le cadre de ses mesures non conventionnelles de <i>quantitative easing</i> , ce qui porte le montant engagé à 175 milliards de livres. Les taux directeurs sont en outre inchangés à 0,5 %.
10 août	Au Royaume-Uni, la <i>Financial Services Authority</i> (FSA) va publier un code fixant les obligations des banques en matière de rémunération et de bonus.
26 août	Intervention du président Nicolas Sarkozy pour inviter les banques à respecter les nouvelles règles internationales en matière de rémunération.
15 septembre	Le président de la Fed, Ben Bernanke, déclare que la récession aux États-Unis est probablement terminée. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mervyn King, déclare que l'économie britannique est à nouveau en croissance. Toutefois, la résistance et la soutenabilité de la reprise seraient toujours « fortement incertaines » en raison de l'état du secteur bancaire et du niveau de dette.
24 et 25 septembre	Sommet du G20 à Pittsburgh. Les dirigeants se mettent d'accord sur de nouvelles règles destinées à limiter le risque de crise financière. Le G20 devient officiellement l'enceinte de discussion et de règlement des questions de finance internationale.
1 ^{er} octobre	Dans son rapport consacré à la stabilité financière, le FMI indique que les banques et les institutions financières dans le monde devraient enregistrer 3 400 milliards de dollars de dépréciations au total, contre 4 000 milliards estimés en avril 2009 (pour les seules banques, 1 500 milliards de dépréciations sur les titres et prêts sont encore à passer, sachant qu'elles en ont déjà enregistré 1 300 milliards).
Début octobre	Plusieurs grandes banques françaises annoncent le remboursement des titres souscrits par la Société de prise de participation de l'État (SPPE) dans le cadre du plan de soutien au secteur bancaire.
2 octobre	Publication des résultats du <i>stress test</i> européen portant sur vingt-deux grandes banques.
20 octobre	Le régulateur américain met fin au programme de garantie de dette bancaire TLGP, qui permettait aux banques américaines d'émettre avec la garantie de l'État jusqu'à fin 2012. Les banques pourront continuer à recourir à cette garantie pendant encore 6 mois, à titre de filet de sécurité, mais à un prix supérieur.
22 octobre	La FSA propose d'appliquer une forme de « surcharge » sur le capital aux banques jugées importantes d'un point de vue systémique.
26 octobre	La Commission européenne demande à ING, en contrepartie des aides d'État, de céder toutes ses activités d'assurance et de gestion d'actif à horizon fin 2013 <i>via</i> une combinaison de cessions et d'introductions en bourse (baisse de la taille du bilan de 45 %).
29 octobre	La Fed a achevé son plan de rachat de 300 milliards de dollars d'emprunts d'État américains.

.../...

2009	
2 novembre	La Commission européenne approuve la prorogation jusqu'au 31 octobre 2010 de la garantie octroyée conjointement par la Belgique, la France et le Luxembourg pour couvrir les engagements de Dexia alors que cette garantie était initialement censée courir jusqu'en février 2010. La Commission a considéré que la prolongation de cette mesure est justifiée par la situation financière du groupe et par son importance systémique pour les économies des trois États membres.
5 novembre	Publication de l'arrêté sur les bonus, en France. Les objectifs chiffrés, sont présentés sous forme de normes professionnelles de place, applicables dès l'exercice 2009 pour les rémunérations versées début 2010. Elles déclinent les principes adoptés par le G20 : transmission chaque année d'un rapport à la Commission bancaire sur la politique de rémunération ; interdiction des rémunérations variables garanties sauf en cas d'embauche ; la part différée représentera au moins 50 % des rémunérations variables (et devra être payée à 50 % en titres).
12 novembre	Publication par l'IASB des grandes lignes de l'IFRS 9 qui organise un cadre plus cohérent pour la comptabilité des actifs financiers. Les principaux éléments sont les suivants : <ul style="list-style-type: none"> • si un dérivé est lié à un actif financier, le mode de comptabilité des deux actifs est identique ; • au lieu des quatre classifications de l'IAS 39, désormais il n'y a plus que deux choix : coût amorti ou valeur de marché.
24 novembre	Révélation par la Banque d'Angleterre qu'elle a secrètement fourni, au plus fort de la crise financière (mi-octobre 2008), des prêts d'urgence à RBS et HBOS pour un montant de 61,6 milliards de livres.
25 novembre	Annnonce de la restructuration de la dette de Dubai World (principale entreprise d'État de Dubai) qui déstabilise temporairement les marchés financiers.
16 décembre	Un montant de 96,937 milliards d'euros a été alloué dans le cadre du dernier VLTRO (opération de refinancement à très long terme - 12 mois ou plus) à 12 mois, 224 banques ont soumissionné.
2010	
14 janvier	Le nouveau gouvernement grec, de Georges Papandréou adopte un premier plan d'austérité comprenant notamment certaines mesures importantes concernant la fonction publique (gel des embauches, réduction des primes...). Ce programme vise une réduction du déficit public à 2,8 % du PIB en 2012.
2 février	Le gouvernement grec annonce de nouvelles mesures d'austérité comprenant en particulier une extension du gel des salaires dans la fonction publique aux agents gagnant moins de 2 000 euros par mois.
5 mars	Une troisième vague de mesures d'austérité est annoncée par le gouvernement grec comprenant notamment une hausse de deux points de la TVA et une hausse de certaines taxes en particulier sur l'essence, le tabac et l'alcool.
11 mars	Une seconde grève générale est organisée en Grèce contre les mesures d'austérité annoncées par le Gouvernement. Elle touche les secteurs privé et public.
15 mars	À l'issue d'une réunion de l'Eurogroupe, les ministres des Finances de la zone euro ont annoncé s'être mis d'accord sur un mécanisme permettant à la Grèce de se financer en dehors des marchés si besoin. Aucun détail précis n'est ressorti publiquement de cette réunion.
24 mars	Fitch dégrade la note de la dette portugaise (de AA à AA-).
8 avril	Le président de la Banque centrale européenne, Jean-Claude Trichet, annonce la prolongation jusqu'en 2011 de l'assouplissement des règles en vigueur en matière de garanties applicables aux banques pour le calcul des dépréciations des actifs financiers. La BCE accepte en garantie pour ses opérations notamment des obligations souveraines grecques.
9 avril	Fitch dégrade la note de la dette grecque (de BBB+ à BBB-).
11 avril	Les pays de la zone euro annoncent un accord avec la Commission européenne, la BCE et le FMI sur les contours d'un programme triennal de prêts bilatéraux à la Grèce. Le montant total pourrait atteindre 80 milliards d'euros dont 40 pour l'année 2010. Le ministre des Finances grec déclare ne pas avoir demandé l'activation d'un tel mécanisme.
22 avril	Eurostat révèle que le déficit public grec de 32,34 milliards d'euros est plus élevé que prévu (13,6 % du PIB au lieu de 12,7 %). Moody's dégrade la note de la dette grecque (de A2 à A3).

.../...

2010	
23 avril	La Grèce formule une demande officielle d'aide auprès de l'Union européenne et du FMI, cherchant ainsi à écarter tout risque de liquidité avant le 19 mai, date à laquelle elle doit rembourser une échéance obligataire de 8,5 milliards d'euros.
27 avril	Standard & Poor's dégrade la note de la dette grecque (de BBB+ à BB+). La dette grecque est donc considérée comme spéculative par l'agence (c'est-à-dire <i>non-investment grade</i>). Standard & Poor's dégrade également la note de la dette portugaise (de A+ à A-).
28 avril	Standard & Poor's dégrade la note de la dette espagnole (de AA+ à AA). Le Portugal accélère ses mesures d'austérité pour calmer les marchés.
29 avril	Les agences de notation sont critiquées par Dominique Strauss-Kahn, directeur du FMI, qui déclare qu'il ne faut pas « trop croire les agences » après l'abaissement de la note de l'Espagne par Standard & Poor's, le ministre des Finances allemand et des membres du gouvernement français conseillant de ne pas les prendre « trop au sérieux ».
2 mai	Les ministres des Finances européens annoncent un plan d'aide au profit de la Grèce, dans l'incapacité de refinancer sa dette sur les marchés. En coordination avec le FMI, les pays de la zone euro débloquent une aide sans précédent de 110 milliards d'euros sur trois ans. En particulier, ce plan comprend des mesures spécifiques destinées à soutenir le secteur bancaire grec : injection de liquidités et constitution d'un fonds destiné à garantir les banques nationales. En échange, la Grèce s'est engagée à prendre des mesures d'austérité supplémentaires à celles déjà annoncées pour 2010 (à hauteur de 4,8 milliards d'euros) : le Premier ministre grec annonce un plan de réduction des dépenses publiques de 30 milliards d'euros d'ici à fin 2012, occasionnant, de son propre aveu, de « grands sacrifices ».
3 mai	La BCE annonce qu'elle acceptera les obligations de la dette publique grecque comme collatéral quelle que soit sa note.
5 mai	Une troisième grève générale est organisée en Grèce depuis février.
7 mai	Le Conseil européen valide le plan d'aide à la Grèce d'un montant total de 110 milliards d'euros de prêts sur trois ans, dont 80 milliards incombant aux pays de la zone euro et 30 milliards au FMI.
10 mai	Pour enrayer tout phénomène de contagion à d'autres pays, un plan de stabilisation à hauteur de 750 milliards d'euros est annoncé par l'Union européenne et le FMI. <ul style="list-style-type: none"> • Les autorités européennes vont créer le Fonds européen de stabilité financière (FESF). À l'origine, le FESF ou EFSF (<i>European Financial Stability Fund</i>) a vocation à octroyer des prêts conditionnels à des États de la zone euro rencontrant des difficultés de financement importantes sur les marchés et se financera en émettant des titres obligataires. Le FESF propose une garantie globale à hauteur de 440 milliards d'euros à laquelle les pays de la zone peuvent avoir accès en cas de problème de financement. La part de chaque pays dans le mécanisme est fonction d'un pourcentage qui découle de sa clé au capital de la BCE affectée d'un ajustement. Le FESF est noté AAA par les trois grandes agences de notation. • Le FMI participe à ce plan sous la forme de prêts exceptionnels à hauteur de 250 milliards d'euros. • Une facilité d'extension de la balance des paiements de 60 milliards d'euros est également mise en place. La BCE, face à la menace systémique, annonce qu'elle va racheter des obligations d'État sur les marchés (mise en place du Programme pour les marchés de titres ou <i>Securities Markets Programme</i> — SMP).
12 mai	Le chef du gouvernement José Luis Rodríguez Zapatero a annoncé devant les parlementaires plusieurs mesures d'austérité (pour un montant total de 15 milliards d'euros) dont une baisse des salaires des fonctionnaires et des membres du gouvernement de respectivement 5 % et 15 %. L'objectif défendu par le gouvernement espagnol est de ramener le déficit à 3 % du PIB en 2013.
18 mai	La Grèce reçoit sa première tranche du plan d'aide à hauteur de 14,5 milliards d'euros.
25 mai	Le gouvernement italien dévoile un plan d'austérité d'un montant total de 25 milliards d'euros avec l'objectif de réduire le déficit à 2,7 % du PIB en 2012 contre 5,3 % en 2009.
28 mai	Fitch dégrade la note de la dette espagnole (de AAA à AA+).
7 juin	La loi de finances rectificative pour 2010 fixe à hauteur de 111 milliards d'euros la garantie maximale accordée par la France au FESF.

.../...

2010	
9 juin	Le communiqué du G20 Finances de Busan, en Corée du Sud, réunissant les ministres des Finances et les banques centrales du G20, fait siennes les priorités suivantes : nécessité de mesures d'assainissement des finances publiques dans la durée, renforcement de la coordination des politiques économiques des pays du G20 et réforme du cadre prudentiel des banques. Le président Nicolas Sarkozy et la chancelière Angela Merkel pressent la Commission européenne afin qu'elle propose au plus vite des pistes de travail concernant la réglementation des ventes à découvert et des CDS.
14 juin	Moody's dégrade la note de la dette grecque (de A3 à Ba1). La dette grecque est donc considérée comme spéculative par l'agence (c'est-à-dire <i>non-investment grade</i>).
27 juin	Suite au sommet du G20 de Toronto, un accord est trouvé pour augmenter les ratios de capitaux propres des banques (Bâle III).
6 juillet	En session plénière du Parlement européen à Strasbourg, François Fillon présente des mesures décidées par la France pour réduire le déficit et la dette et pour investir « un argent public rare sur des priorités stratégiques », dans le cadre d'une politique de relance.
7 juillet	Un plan d'austérité est approuvé en conseil des ministres en Allemagne (80 milliards d'euros sur quatre ans).
8 juillet	Une sixième grève générale est organisée en Grèce contre les mesures d'austérité.
12 juillet	La loi Dodd-Frank (<i>Dodd-Frank Act</i>) a été promulguée le 21 juillet 2010 après approbation par les deux chambres du Congrès. Elle cherche à limiter le risque systémique en renforçant la protection des consommateurs et investisseurs et en régulant les différents porteurs de ce risque, acteurs (<i>hedge funds</i> , agences de notation, assurances) comme marchés (dérivés, titrisation).
13 juillet	Moody's dégrade la note de la dette portugaise (de Aa2 à A1).
19 juillet	Standard & Poor's dégrade la note de la dette irlandaise (de Aa1 à Aa2).
23 juillet	Publication des résultats du <i>stress test</i> européen portant sur quatre-vingt-onze banques (contre seulement vingt-deux grandes banques en octobre 2009). Ce test présente des résultats individuels et plus seulement globaux : sept banques ne satisfont pas à ce test dont cinq espagnoles.
4 août	Fin de la ratification des statuts du FESF par l'ensemble des pays de la zone euro.
24 août	Standard & Poor's dégrade la note de la dette irlandaise (de AA à AA-).
12 septembre	Le Comité de Bâle publie le nouveau ratio de solvabilité des banques, fixé à 7 %. Le ratio retenu se décompose entre un ratio « <i>Common Equity</i> » d'au moins 4,5 % auquel s'ajoute un matelas de conservation du capital de 2,5 %.
29 septembre	Le projet de loi de finances pour 2011 est présenté en Conseil des ministres et il prévoit un déficit public de 7,7 % du PIB en 2010, 6 % en 2011, 4,6 % en 2012 et les 3 % réglementaires du Pacte de stabilité et de croissance en 2013. La dette publique doit passer de 82,9 % en 2010 à 87,4 % en 2012 avant d'amorcer sa décroissance.
30 septembre	Le ministre des finances irlandais annonce que le pays va connaître « un bond très important du déficit public en raison du soutien apporté au système bancaire, qui totalisera près de 20 % du PIB ». En conséquence, le déficit du pays, estimé il y a quelques mois à 11,6 %, est prévu pour augmenter à 32 % dans le courant de l'année. Moody's dégrade la note de la dette espagnole (de Aaa à Aa1).
6 octobre	Fitch dégrade la note de la dette irlandaise (de AA- à A+).
28 octobre	Les ministres des Finances de l'Union européenne adoptent une réforme du Pacte de stabilité et de croissance dans le but de renforcer les règles budgétaires et d'éviter de nouvelles crises de la dette souveraine en cas de déficits excessifs. De nouvelles sanctions seront créées mais ne s'appliqueront pas de manière automatique.

.../...

2010	
29 octobre	La réunion des chefs d'État et de gouvernement de l'Union européenne a permis d'élaborer deux pistes distinctes concernant la crise de la dette souveraine en Europe : <ul style="list-style-type: none"> • le traité de Lisbonne pourrait être modifié de manière « limitée » afin d'y inclure un « mécanisme permanent » de financement des États en cas de nouvelle crise. Le FESF n'existe en effet qu'à horizon mi-2013 et n'est conforme au traité que de par son caractère éphémère ; • l'idée d'une participation des créanciers privés des États de la zone en cas de défaut ou de rééchelonnement de dettes d'un pays membre.
11-12 novembre	Sommet du G20 à Séoul (Corée du Sud) pour débattre des déséquilibres économiques mondiaux, des taux de change, de la régulation financière, notamment l'accord Bâle III sur la qualité et la quantité de capital des banques, du refus du protectionnisme et de la représentation des pays émergents au FMI. L'adoption de Bâle III est avalisée.
15 novembre	Eurostat publie de nouvelles statistiques sur l'Union européenne et estime, en particulier, que le déficit public de la Grèce s'élève à 15,4 % du PIB pour 2009.
18 novembre	Suite notamment à la révision par Eurostat des déficits grecs de 2006 à 2009, le gouvernement grec présente un budget 2011 d'austérité avec 17 milliards d'euros d'économies. Le projet de loi définitif présenté au Parlement prévoit un déficit à 7,4 % du PIB, soit 0,2 point de mieux que celui anticipé par l'Union européenne et le FMI mais 0,4 point de plus que ce qui avait été annoncé le mois dernier. L'Irlande évoque pour la première fois la possibilité d'une aide au secteur bancaire irlandais organisé avec l'Union européenne et le FMI.
21 novembre	L'Irlande fait officiellement appel au soutien financier du mécanisme européen de sauvetage conjoint de l'Union européenne et du FMI.
28 novembre	L'Union européenne et le FMI accordent une aide conjointe de soutien à l'Irlande. Un plan de 85 milliards d'euros est élaboré afin d'aider ce pays mis en difficulté du fait de son secteur bancaire. Le FMI y contribuera à hauteur de 22,5 milliards, l'Union européenne à hauteur de 45 milliards tandis que l'Irlande devra puiser à hauteur de 17,5 milliards dans un fonds de retraite national. En échange, l'Irlande s'engage également à opérer une restructuration du secteur bancaire et à mettre en place un plan visant à réduire les déficits budgétaires à hauteur de 15 milliards d'euros en quatre ans.
2 décembre	La BCE annonce la poursuite de ses opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, « la totalité des soumissions étant servie, aussi longtemps que nécessaire ».
9 décembre	Fitch dégrade la note de la dette irlandaise (de A+ à BBB+).
17 décembre	Les dirigeants de l'Union européenne adoptent un texte prévoyant la modification du traité de Lisbonne pour autoriser les pays de la zone euro à installer le Mécanisme européen de stabilité (MES) au-delà de 2013, date d'expiration du FESF. Standard & Poor's dégrade la note de la dette irlandaise (de Aa2 à Baa1).
23 décembre	Fitch dégrade la note de la dette portugaise (de AA- à A+).
2011	
14 janvier	Fitch dégrade la note de la dette grecque (de BBB- à BB+). La dette grecque est donc considérée comme spéculative par l'agence (c'est-à-dire <i>non-investment grade</i>).
25 janvier	La première émission du FESF (de maturité 5 ans), destinée à financer le plan d'aide à l'Irlande a été très largement sursouscrite.
2 février	Standard & Poor's dégrade la note de la dette irlandaise (de AA- à A-).
11 février	Face aux retards pris dans le plan de redressement de l'économie grecque, les représentants de la zone euro et du FMI annoncent le lancement d'un plan massif de privatisations de 50 milliards d'euros d'ici à 2015.
23 février	La Grèce connaît sa huitième journée de grève générale à l'appel des centrales syndicales des secteurs privé et public.
7 mars	Moody's dégrade la note de la dette grecque (de Ba1 à B1).
10 mars	Moody's dégrade la note de la dette espagnole (de Aa1 à Aa2).

.../...

2011	
11 mars	Le Japon est touché par un séisme et un tsunami qui conduisent notamment à la catastrophe nucléaire de Fukushima.
15 mars	Moody's dégrade la note de la dette portugaise (de A1 à A3).
24 mars	Fitch dégrade la note de la dette portugaise (de A+ à A-). Standard & Poor's dégrade également la note de la dette portugaise (de A- à BBB).
25 mars	Le sommet européen avalise l'allongement à sept ans et demi, contre trois ans et demi, du délai de remboursement du prêt de 110 milliards d'euros à la Grèce, qui obtient aussi une baisse des taux d'intérêt, de 5,2 % en moyenne à 4,2 %.
29 mars	Standard & Poor's dégrade la note de la dette grecque (de BB+ à BB-). Standard & Poor's dégrade également la note de la dette portugaise (de BBB à BBB-).
1 ^{er} avril	Standard & Poor's dégrade la note de la dette irlandaise (de A- à BBB+). Fitch dégrade la note de la dette portugaise (de A- à BBB-).
5 avril	Moody's dégrade la note de la dette portugaise (de A3 à Baa1).
7 avril	La BCE annonce une hausse de ses taux directeurs de 0,25 point de base à 1,25 %. Les discussions avancent rapidement entre le Portugal, le FMI et l'Union européenne en vue de la mise en place d'un plan d'aide.
15 avril	Moody's dégrade la note de la dette irlandaise (de Baa1 à Baa3).
18 avril	Standard & Poor's assigne une perspective négative à la dette américaine.
9 mai	Standard & Poor's dégrade la note de la dette grecque (de BB- à B).
16 mai	Réuni en sommet, l'Eurogroupe écarte l'idée d'un second programme d'aide pour couvrir des besoins de financement supplémentaires de la Grèce sur 2012 et 2013 (décision reportée en juin, c'est-à-dire une fois que les résultats de la mission commune UE-FMI en cours auront été publiés). L'idée d'une restructuration de la dette grecque est également exclue. Par ailleurs, les ministres des Finances de la zone euro et de l'ensemble de l'Union européenne ont annoncé un plan d'aide de 78 milliards d'euros pour le Portugal.
20 mai	Fitch dégrade la note de la dette grecque (de BB+ à B+).
1 ^{er} juin	Moody's dégrade la note de la dette grecque (de B1 à Caa1).
7 juin	Le responsable de la division risque souverain de l'agence de notation Moody's déclare qu'il traitera comme défaut de paiement tout projet qui verrait les créanciers privés de la Grèce acquérir de nouveaux titres lorsque les leurs parviendront à maturité.
9 juin	Le gouvernement grec présente un nouveau plan de redressement pluriannuel (2012-2015). Ce plan associe de nombreuses privatisations à un durcissement de la rigueur.
13 juin	Standard & Poor's dégrade la note de la dette grecque (de B à CCC).
15 juin	Le ministre de l'Économie François Baroin rappelle que la France considère que l'association du secteur privé au plan de sauvetage grec se fera uniquement sur la base du volontariat (afin d'éviter un événement de crédit, c'est-à-dire à un défaut de paiement). Moody's publie un communiqué dans lequel l'agence envisage d'abaisser d'un cran la note long terme des banques françaises (BNP Paribas, Société générale et Crédit agricole) du fait de leur exposition à la Grèce.
20 juin	Suite à un sommet de l'Eurogroupe, la décision formelle de verser la prochaine tranche d'aide à la Grèce est reportée à juillet et conditionnée à l'adoption de nouvelles mesures par le Parlement grec.
24 juin	Le Conseil européen constate les efforts réalisés par la Grèce sur l'année écoulée mais souligne l'importance de l'adoption des lois relatives à la stratégie budgétaire et aux privatisations, condition pour réaliser le versement de la prochaine « tranche » et pour définir les principaux paramètres d'un nouveau programme d'aide. Les chefs d'État ou de gouvernement se rallient à l'idée de l'Eurogroupe que tout financement supplémentaire nécessaire inclura une participation volontaire du secteur privé.
25 juin	Le Conseil des gouverneurs des banques centrales et des régulateurs proposent une surcharge systémique, pouvant aller jusqu'à 2,5 % supplémentaires et qui viendra s'ajouter aux 7 % déjà prévus par les normes Bâle III, pour les établissements dits « SIFI » (<i>Systemically Important Financial Institutions</i>).

.../...

2011	
27 juin	La Fédération bancaire française présente un plan proposant la participation des créanciers privés de la Grèce au sauvetage du pays. Ce plan verrait les créanciers privés de la Grèce renouveler 70 % de leur exposition à la dette souveraine d'ici à 2014.
29 juin	Suite aux injonctions de l'Eurogroupe et du Conseil européen, le Parlement grec adopte un nouveau plan de rigueur. Ce plan contient notamment une hausse des prélèvements obligatoires, une réduction des dépenses publiques et des privatisations.
30 juin	Le plan d'assouplissement quantitatif « QE2 » mis en place aux États-Unis prend fin.
2 juillet	L'Eurogroupe prend officiellement la décision de verser la cinquième tranche d'aide à la Grèce. La part européenne s'élève à 8,7 milliards d'euros tandis que la part débloquée par le FMI s'élèvera à 3,3 milliards d'euros.
5 juillet	Moody's dégrade la note de la dette portugaise (de A3 à Baa1). La dette portugaise est donc considérée comme spéculative par l'agence (c'est-à-dire <i>non-investment grade</i>).
7 juillet	Considérant que le risque inflationniste est toujours en hausse, la BCE augmente ses taux de 25 points de base à 1,5 %. Par ailleurs, la BCE confirme sa position sur l'impossibilité d'un défaut, même sélectif, de la Grèce.
12 juillet	Moody's dégrade la note de la dette irlandaise (de Baa1 à Baa3). La dette irlandaise est donc considérée comme spéculative par l'agence (c'est-à-dire <i>non-investment grade</i>).
13 juillet	Fitch dégrade de trois crans la note souveraine de la Grèce (de B+ à CCC) en l'absence d'un nouveau plan d'aide « crédible et financé » de l'UE et du FMI.
15 juillet	L'autorité du contrôle bancaire (EBA) publie les résultats des nouveaux <i>stress tests</i> bancaires européens. Des 90 banques ayant participé à ces tests de résistance, huit banques échouent, affichant un déficit en fonds propres de 2,5 milliards d'euros. En Italie, un plan d'austérité de près de 48 milliards d'euros a été voté de manière définitive par la Chambre des députés.
20 juillet	À la veille d'un sommet européen exceptionnel, l'Europe publie sa transposition des recommandations de Bâle sur le renforcement des contraintes en capital et de liquidité (CRD4). Sur la base de ces nouvelles règles les 8 300 banques européennes auront besoin d'augmenter leurs fonds propres de 460 milliards d'euros d'ici à 2019.
21 juillet	Les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro se sont mis d'accord sur un second plan d'aide à la Grèce. Il prévoit 109 milliards d'euros de fonds publics jusqu'à mi-2014, une participation du secteur privé (les créanciers acceptant une décote de 21 % sur leurs emprunts d'État grecs) ainsi que des rachats de dettes publiques par le FESF. Par ailleurs, les outils de ce fonds sont renforcés : il pourra « agir sur la base de programmes préventifs », participer à la recapitalisation des institutions financières <i>via</i> des prêts au Gouvernement y compris dans les États membres qui ne sont pas sous programme et enfin acheter des titres d'État sur le marché secondaire sur la base d'une analyse de la BCE établissant des conditions de marché exceptionnelles.
25 juillet	Moody's dégrade la note de la dette grecque (de Caa1 à Ca).
27 juillet	Standard & Poor's dégrade la note de la dette grecque (de CCC à CC).
29 juillet	Les chiffres du PIB américain du deuxième trimestre 2011 déçoivent (la croissance ressort à + 1,3 % en rythme annuel contre 1,8 % attendu).
1 ^{er} août	Le président Barack Obama annonce être parvenu à un accord sur le plan budgétaire permettant le vote d'un nouveau plafond de la dette. Cet accord prévoit une hausse de 2 400 milliards de dollars (14 300 milliards actuellement) et une réduction initiale des dépenses de 917 milliards en 10 ans, sans hausse d'impôt. Par ailleurs, une commission spéciale bipartite a été créée afin de trouver 1 500 milliards d'économie supplémentaires avant le 23 novembre.
5 août	L'agence de notation Standard & Poor's dégrade d'un cran, à AA+, la note de la dette américaine pour la première fois de son histoire.
7 août	La BCE annonce mettre de nouveau en œuvre activement son programme pour les marchés de titres c'est-à-dire procéder à des interventions sur les marchés obligataires publics et privés de la zone euro dans le cadre du SMP (à rapprocher des annonces du 10 mai 2010).

.../...

2011	
8 août	Suite à la dégradation de la note de la dette américaine, un certain nombre d'analystes estime que la France pourrait être le prochain pays à perdre sa note AAA.
10 août	Les banques françaises connaissent une journée de forte baisse sur les marchés : la Société générale chute de 20 % en séance sur fond de fausses rumeurs de marché (notamment une émanant d'un journal anglais). Crédit agricole SA et BNP Paribas perdent respectivement 11,81 % et 9,47 %.
12 août	L'Autorité des marchés financiers (AMF) et ses homologues espagnol et italien annoncent une interdiction des ventes à découvert sur les actions de certaines valeurs financières pour une durée limitée. L'Italie adopte un nouveau plan d'austérité.
16 août	Suite à une rencontre bilatérale, le couple franco-allemand confirme son opposition à la création d' <i>Eurobonds</i> et à toute augmentation de la taille du FESF. En revanche, le président Nicolas Sarkozy et la chancelière Angela Merkel annoncent leur volonté d'une refonte du modèle économique et politique européen avec notamment la création d'un gouvernement économique de la zone euro et l'adoption d'une règle d'or budgétaire pour l'ensemble des pays de la zone.
20 août	Le gouvernement espagnol présente de nouvelles mesures d'austérité à hauteur de 5 milliards d'euros (dont notamment une hausse de la TVA sur l'achat de logements neufs et une réforme de l'impôt sur les sociétés). La quatrième économie de la zone euro vise un déficit à 6 % du PIB en 2011, après l'avoir ramené à 9,2 % du PIB en 2010, contre 11,1 % en 2009.
24 août	Moody's dégrade la note de la dette japonaise. Le Japon se voit donc désormais attribuer la note Aa3, qui constitue le plus bas échelon des dettes jugées les plus solvables.
26 août	Lors de son rendez-vous annuel à Jackson Hole, la Fed, par la voix de Ben Bernanke, n'a pas annoncé de nouvel assouplissement monétaire comme certains analystes et intervenants l'attendaient.
27 août	Lors de la conférence de Jackson Hole, Christine Lagarde, directeur du FMI, déclare que les banques européennes ont besoin d'une recapitalisation urgente et qu'elles pourraient avoir besoin de 200 milliards d'euros de fonds propres supplémentaires.
7 septembre	Après l'Allemagne en 2009, l'Espagne est le deuxième pays de la zone euro à inscrire l'équilibre de son budget (la règle d'or) dans sa Constitution.
8 septembre	Le président américain Barack Obama annonce un programme de relance de 447 milliards de dollars qui devrait être accompagné par de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire de la Fed.
9 septembre	Jürgen Stark, chef économiste de la BCE, annonce sa démission surprise.
14 septembre	José Manuel Barroso confirme que la Commission européenne présentera, à l'automne, un livre vert sur les options possibles pour créer des euro-obligations (<i>Eurobonds</i>).
15 septembre	La BCE annonce la réactivation des opérations de prêt en dollar à 3 mois pour faire face aux problèmes de refinancement en dollar de certaines banques européennes. Cette action est concertée avec la Fed, la Banque d'Angleterre (BoE), la Banque du Japon (BoJ) et la Banque nationale suisse (BNS).
19 septembre	Standard & Poor's dégrade la note de la dette italienne (de A+ à A), évoquant un affaiblissement des perspectives de croissance et un niveau plus élevé que prévu de la dette souveraine.
21 septembre	Standard and Poor's dégrade la note de sept banques italiennes (dont Mediobanca, Intesa et Banca IMI) et révisé à la baisse ses perspectives pour huit autres banques du pays. La Fed lance son « opération TWIST » consistant à la vente de 400 milliards de dollars de titres de maturité de court terme et au rachat pour un montant équivalent de titre de maturité longue dans le but de faire baisser les taux d'intérêts à long terme.
23 septembre	Moody's annonce la baisse de deux crans de la note des principales banques grecques, en raison de la perte de valeur récente des obligations de l'État grec détenues par ces établissements.
26 septembre	José Luis Rodríguez Zapatero annonce la convocation d'élections législatives anticipées en Espagne pour le 20 novembre.
29 septembre	Le Bundestag a adopté à une très large majorité le nouvel accord-cadre sur le FESF datant du 21 juillet 2011.
30 septembre	La Banque d'Espagne indique que l'État espagnol a décidé d'injecter 7,5 milliards d'euros de fonds publics dans quatre caisses d'épargne et annonce, dans le même temps, la fin du processus de recapitalisation du secteur financier entamé en 2009.

.../...

2011	
4 octobre	Moody's abaisse de trois crans la note de la dette italienne (de Aa2 à A2).
6 octobre	La Banque d'Angleterre décide d'accroître le montant de ses achats de titres de 75 milliards de livres sterling portant ainsi son programme d'achat de 200 milliards de livres sterling à 275 milliards de livres sterling, soit environ 31 % de l'encours de <i>gilts</i> .
7 octobre	Fitch annonce la dégradation des notes des dettes de l'Italie (de AA- à A+) et de l'Espagne (de AA+ à AA-), évoquant l'aggravation de la crise de la dette dans la zone euro.
13 octobre	Le Parlement slovaque approuve, au terme d'un second vote, le nouvel accord-cadre sur le renforcement des capacités du FESF datant du 21 juillet 2011, ce qui achève le processus de ratification de l'accord par les différents pays. Standard & Poor's annonce la dégradation de la note de la dette espagnole (de AA à AA-). Par ailleurs, Standard & Poor's abaisse d'un cran la note de crédit de dix banques espagnoles, (dont Santander et BBVA). Fitch dégrade la note de six banques espagnoles et de trois banques italiennes (dont Intesa Sanpaolo de AA- à A) dans la foulée de ses décisions du 7 octobre.
14 octobre	Standard & Poor's dégrade la note de long terme de BNP Paribas de AA à AA-. Les notations de BPCE, Crédit agricole, Crédit mutuel et Société générale sont confirmées.
17 octobre	Moody's annonce qu'elle se donne trois mois pour évaluer la perspective de la note de la dette française.
18 octobre	Moody's dégrade la note de la dette espagnole (de Aa2 à A1).
20 octobre	La mission du FMI et des autorités européennes estime que l'Irlande continue à appliquer de façon satisfaisante et « solide » son programme de redressement économique. Ignazio Visco est nommé à la présidence de la Banque d'Italie, à la place de Mario Draghi qui remplace Jean-Claude Trichet à la tête de la BCE.
23 octobre	Réuni en sommet, les dirigeants européens repoussent à un nouveau sommet, prévu le 26 octobre, des décisions sur un renforcement du FESF et une décote plus importante des titres grecs.
26 octobre	Lors d'un sommet européen, les chefs d'État et de gouvernement annoncent que : <ul style="list-style-type: none"> • un accord a été conclu sur l'optimisation des ressources disponibles du FESF, sans accroissement des garanties qui sous-tendent le fonds, pouvant conduire à un effet de levier de 4 ou 5, soit environ 1 000 milliards d'euros (ces chiffres qui ne figurent pas au communiqué ont été annoncés par Herman Van Rompuy). Cet accord présente deux options de base, pouvant être utilisées simultanément, afin de permettre cet effet de levier : <ul style="list-style-type: none"> – un mécanisme de réhaussement de crédit ; – une maximisation des mécanismes de financement du FESF avec la combinaison de ressources publiques et privées par la participation d'institutions et d'investisseurs au financement de véhicules <i>ad hoc</i> ; • un accord a été conclu sur le principe d'une recapitalisation du secteur bancaire européen ; • les créanciers privés de la Grèce acceptent une décote de moitié sur la valeur des titres d'États grecs dont ils disposent ; • l'Italie est mise sous surveillance par les chefs d'État de la zone euro (mais pas l'Espagne).
28 octobre	Standard & Poor's confirme la note « triple A » du FESF suite au sommet européen du 26 octobre 2011.
31 octobre	Georges Papandréou, Premier ministre grec, annonce de manière inopinée la convocation d'un référendum sur le nouveau plan d'assistance à la Grèce.
Début novembre	Standard & Poor's, qui a lancé un processus interne de révision de sa méthodologie pour le secteur bancaire, débute la publication de cette nouvelle méthodologie et annonce l'impact global des changements sur les notes des établissements du secteur : 60 % des notes resteront inchangées, 20 % seront relevées d'un cran, 15 % seront abaissées d'un cran et moins de 5 % seront dégradées d'au moins deux crans. Les notes des trente premières banques mondiales en termes de capitaux <i>tier one</i> devraient être les premières à être publiées, à partir de mi-décembre.
3 novembre	Lors du premier Conseil des gouverneurs depuis que Mario Draghi a accédé à la présidence de la BCE, la BCE annonce une baisse de son principal taux directeur à 1,25 % contre 1,5 % précédemment.

.../...

2011	
3-4 novembre	<p>Sous présidence française, le G20 se réunit à Cannes. Les décisions les plus liées à la crise actuelle concernent :</p> <ul style="list-style-type: none"> • l'augmentation des contributions de certains pays au FMI (au final, le FMI pourrait disposer de 1 050 milliards de dollars de ressources fin 2012) ; • la probable mise en place d'une nouvelle ligne de crédit de court terme, sans conditionnalité, dont le montant ne sera pas limité et adressée à des pays dont les fondamentaux sont sains mais qui sont frappés par un choc systémique ; • la demande formulée au FMI pour une extension de sa surveillance aux flux de capitaux. <p>Par ailleurs, l'Italie a été au centre de toutes les attentions et placée sous la surveillance du FMI. Le pays s'engage notamment à abaisser sa dette à partir de 2012 et à ramener son budget « près de l'équilibre » en 2013.</p>
9 novembre	<p>Georges Papandréou annonce officiellement sa démission du poste de Premier ministre grec. Déclaration rassurante de Jean-Claude Trichet sur la situation portugaise lors d'une conférence de presse conjointe avec le Premier ministre portugais : « Je ne pense pas que le Portugal aura besoin d'une aide allant au-delà de 78 milliards d'euros ».</p>
10 novembre	<p>Standard & Poor's annonce par erreur la perte de la note « AAA » de la France. Suite à cette annonce, le <i>spread</i> entre l'OAT française et le <i>Bund</i> allemand s'est élargi (nouveau record de 167 points de base). La Commission européenne prévoit un déficit public grec à 8,9 % du PIB en 2011 (cible initiale de 7,6 %). Lucas Papademos, ancien vice-président de la BCE, est nommé Premier ministre grec.</p>
11 novembre	<p>Dans un communiqué de presse, la <i>troïka</i> explique qu'une mise en œuvre énergique des mesures d'austérité en Grèce devrait suffire à atteindre les objectifs de déficit en 2012 mais que le pays va manquer ses objectifs pour 2011. Standard & Poor's confirme que la France reste notée « AAA » et annonce que le message envoyé par erreur la veille d'un abaissement de la note de la France résultait d'une erreur technique liée à son évaluation des banques.</p>
12 novembre	<p>Silvio Berlusconi annonce sa démission de son poste de président du Conseil des ministres italien.</p>
13 novembre	<p>Mario Monti, ancien commissaire européen (1994-2004), est chargé de former un nouveau gouvernement en Italie.</p>
14 novembre	<p>Dans une interview accordée à quelques journaux européens, Klaus Regling, directeur du FESF assure que le FESF pourra financer le nouveau plan pour la Grèce et aider l'Italie : « Sur nos 440 milliards d'euros de garanties, nous estimons qu'il nous restera après les programmes portugais, irlandais et grec, entre 250 et 300 milliards d'euros ».</p>
15 novembre	<p>La Commission européenne annonce de nouvelles mesures concernant la notation souveraine par les agences de notation. Entre autres, elle fait des propositions sur le rythme de mise à jour des notes en temps de crise ainsi que sur l'information qui doit être communiquée à l'émetteur souverain. En revanche, la proposition la plus symbolique, la suspension de la notation des souverains en grande difficulté n'a pas été retenue.</p>
16 novembre	<p>La <i>troïka</i> (Commission européenne, BCE, FMI), en mission à Lisbonne depuis le 7 novembre, estime que dans l'ensemble le programme portugais est parti sur de bonnes bases même si elle souligne que l'exécution du budget 2011 a été difficile. Elle reconnaît par ailleurs que le budget portugais 2012 comporte des mesures « audacieuses et bienvenues ».</p>
17 novembre	<p>Mario Monti présente un programme d'austérité et de relance devant la Chambre haute du Parlement, qui vote favorablement le vote de confiance. Suite à ces annonces, Fitch estime que l'Italie dispose d'« une fenêtre d'opportunité pour créer une surprise positive » et pour « faire revenir les taux à un niveau plus soutenable ».</p> <p>Fitch s'inquiète de l'exposition des banques américaines à l'Europe. Selon l'analyse de Fitch : « À moins que la crise de la dette en zone euro ne soit résolue dans les temps et de manière ordonnée, les perspectives générales des banques américaines vont s'assombrir ».</p> <p>Le <i>spread</i> OAT/<i>Bund</i> atteint le seuil des 200 points de base en séance (à 203 points de base), soit un plus haut historique depuis la création de la zone euro, avant de se réduire dans la journée.</p>
20 novembre	<p>Le Parti populaire espagnol obtient une majorité absolue au Congrès des députés. Son leader, futur chef du gouvernement, Mariano Rajoy, a laissé entendre que de nouvelles mesures d'austérité devraient être prises.</p>

.../...

2011	
21 novembre	<p>Moody's s'exprime de nouveau sur la note AAA de la dette française : « Des coûts de financement élevés et persistants pourraient accroître les difficultés que le gouvernement français rencontre, conjuguées à une perspective de croissance qui se détériore, avec des implications de crédit négatives ».</p> <p>La commission spéciale créée aux États-Unis début août, chargée d'examiner les moyens pour réduire le déficit fédéral, a constaté l'échec de sa mission : « Après des mois de travail acharné et de délibérations intenses, nous sommes arrivés aujourd'hui à la conclusion qu'aucun accord bipartisan ne sera en mesure d'être annoncé avant la date limite du comité ».</p> <p>Standard & Poor's confirme la note attribuée à la dette espagnole (AA-), indiquant qu'elle restait menacée d'un abaissement après le changement de majorité parlementaire dimanche.</p>
22 novembre	<p>Le FMI présente une nouvelle facilité en réponse aux pressions croissantes pesant sur le financement de ses membres. Appelée « ligne de précaution et de liquidité », elle se destine à des pays dotés d'économies solides mais qui éprouveraient des difficultés passagères en matière de liquidité en raison de contraintes indépendantes de leur volonté.</p>
23 novembre	<p>La Commission européenne présente un <i>Livre vert sur la faisabilité d'introduire des obligations de stabilité</i> et ouvre de façon institutionnelle le débat sur les <i>Eurobonds</i>. À cette occasion, elle se propose de renforcer son contrôle sur les politiques budgétaires des États membres, le président José Manuel Barroso précisant que « la crise de la dette montre que sans gouvernance plus forte de la zone euro, il sera difficile de continuer d'avoir une monnaie commune ».</p> <p>Selon Fitch, qui publie un rapport sur les finances publiques de la France, « le AAA de la France serait en danger », la principale source d'inquiétude étant que « l'intensification de la crise dans la zone euro génère des charges supplémentaires et pèse sur le budget » d'un pays aux marges de manœuvre budgétaires réduites.</p>
24 novembre	<p>Fitch annonce la dégradation de la note de la dette portugaise (de BBB- à BB+ accompagnée d'une perspective négative). La dette portugaise est donc considérée comme spéculative par l'agence (c'est-à-dire <i>non-investment grade</i>).</p> <p>Le rendement du taux à 10 ans allemand (<i>Bund</i>) passe au-dessus de celui de son équivalent anglais (<i>gilt</i>), l'adjudication allemande ratée de la veille ayant révélé une certaine défiance des marchés envers les titres allemands. C'est une évolution notable au niveau de la hiérarchie des actifs « sans risque » au niveau européen.</p>
25 novembre	<p>Standard & Poor's abaisse la note de la dette belge (AA+ à AA), mentionnant la fragilité du système bancaire belge et l'éventuel soutien supplémentaire que l'État belge devra lui apporter.</p>
27 novembre	<p>Selon Moody's, aucun pays de la zone euro n'est à l'abri d'une dégradation de sa note de crédit : « l'aggravation ininterrompue de la crise de la dette publique et des banques de la zone euro menace la qualité de crédit de tous les pays européens. Alors que la zone euro dans son ensemble possède une force économique et financière énorme, la faiblesse de ses institutions continue d'entraver la résolution de la crise et de peser sur les notes. En l'absence de mesures politiques qui stabiliseraient la situation des marchés à court terme, ou de stabilisation de ces marchés pour toute autre raison, le risque de crédit va continuer de monter ».</p>
28 novembre	<p>Le FMI dément l'existence de discussions avec les autorités italiennes concernant un plan de secours comme évoqué la veille par la presse italienne.</p> <p>L'OCDE revoit à la baisse ses prévisions de croissance pour 2012, seulement 3,4 % au niveau mondial contre 4,6 % précédemment. Dans la zone euro, « principale menace pesant sur l'économie mondiale », la croissance ne sera que de 0,2 % contre 2 % prévu précédemment. Le chef économiste de l'OCDE demande d'ailleurs une augmentation substantielle des capacités du FESF et plus de « latitude pour mobiliser les ressources de la BCE » pour « faire barrage au risque de contagion ».</p> <p>Suite à l'échec de la commission bipartite aux États-Unis, Fitch annonce avoir placé la note de la dette américaine sous perspective négative, menaçant ainsi le pays d'une dégradation si aucun accord « crédible » n'était trouvé dans les deux ans.</p>
29 novembre	<p>L'Italie a dû accepter un rendement record depuis la création de la zone euro de près 8 % pour pouvoir émettre 7,5 milliards d'euros de titres à trois ans.</p> <p>L'EBA reporte la publication du résultat définitif des tests de résistance bancaire basés sur les expositions aux dettes souveraines au 30 septembre mises à leur valeur de marché.</p> <p>En dépit de la nouvelle révision à la baisse de la croissance française pour 2012 par l'OCDE, le gouvernement français écarte l'éventualité d'un troisième plan de rigueur.</p> <p>Suite à l'annonce par le gouvernement britannique d'une hausse des projections d'emprunts publics pour 2012, Fitch avertit qu'« à moins que de nouvelles mesures ne soient adoptées, la capacité des finances publiques britanniques à absorber de nouveaux chocs économiques, tout en conservant la note maximale AAA, a été en grande partie épuisée ».</p>

.../...

2011	
30 novembre	La Fed, la BCE, la BoE, la BoJ et la BNS annoncent la reconduction jusqu'en février 2013 des lignes de <i>swap</i> de change en dollar. Selon la BCE, « le but de ces actions est de soulager les tensions sur les marchés financiers et ainsi de minorer les effets de telles tensions sur la fourniture de crédit aux ménages et entreprises et d'aider ainsi à encourager l'activité économique ».
1 ^{er} décembre	Lors d'un discours à Toulon, le président Nicolas Sarkozy défend à nouveau l'idée d'une convergence accrue avec l'Allemagne et évoque l'idée d'un nouveau traité européen. La Commission européenne annonce la prolongation pour 2012 du cadre européen dédié à la régulation des aides publiques aux banques.
2 décembre	Dans un discours aux députés du Bundestag, la chancelière allemande Angela Merkel affirme que l'Europe est sur le point de mettre en place une union budgétaire. Il s'agira d'« union budgétaire avec des règles strictes, au moins pour la zone euro ». Elle reconnaît également « que les hommes politiques européens ont perdu en crédibilité dans le contexte de la crise de la dette de la zone euro parce qu'ils n'ont pas appliqué les règles du pacte de stabilité » tout en soulignant que « la résolution de la crise de la dette souveraine est un processus qui prendra des années ». Le président de la BCE, Mario Draghi déclare devant le Parlement européen que la BCE se tient prête à agir de manière plus agressive pour lutter contre la crise de la dette si les responsables politiques européens trouvent un accord, au prochain sommet européen, pour des contrôles budgétaires renforcés dans la zone euro.
4 décembre	Le nouveau gouvernement italien de Mario Monti annonce un troisième plan de rigueur pour l'Italie depuis juillet 2011. Les réformes structurelles (report de l'âge de la retraite, hausse de la TVA, coupes dans les dépenses publiques, hausse des impôts) s'accompagneront de dépenses en faveur de la croissance pour environ 10 milliards d'euros.
5 décembre	Le président Nicolas Sarkozy et la chancelière Angela Merkel ont présenté les grands axes du nouveau traité souhaité par le couple franco-allemand, à la suite d'une réunion de travail bilatérale. Ce texte devrait prévoir : <ul style="list-style-type: none"> • des sanctions automatiques en cas d'infraction de la règle des 3 % de déficit maximum par l'un des États membres, • une règle d'or renforcée et harmonisée pour que les budgets des États membres puissent être validés ou invalidés par les juges constitutionnels nationaux, • une mise en place accélérée du Mécanisme européen de stabilité pour mi-2012 ; • des sommets européens mensuels. En revanche, la création d'euro-obligations a été totalement exclue et le couple franco-allemand a affirmé que le secteur privé ne pourra plus être sollicité, comme c'est le cas en Grèce, pour alléger la charge de la dette d'un pays. Le FMI approuve le versement de 2,2 milliards d'euros à la Grèce, la sixième tranche du prêt de 30 milliards d'euros accordé en mai 2010. Le déblocage de cette somme porte le total des versements du FMI à Athènes à 20,3 milliards d'euros. Standard and Poor's accentue ses menaces sur les pays de la zone euro : l'agence place la note de 15 pays de la zone euro sous surveillance avec perspective négative, en raison de l'accroissement des tensions systémiques au cours des dernières semaines. En particulier, l'agence menace de dégrader les six notes AAA de la zone (France, Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Finlande et Luxembourg). S'agissant de la note de la France, elle pourrait même être diminuée de deux crans.
6 décembre	Après la mise sous surveillance négative de 15 pays européens dont l'ensemble des AAA, qui garantissent les obligations du FESF, Standard and Poor's annonce la mise sous surveillance négative de la note long terme du FESF. Le Premier ministre britannique David Cameron indique qu'il ne signera pas un traité contraire aux intérêts britanniques.
7 décembre	Standard & Poor's annonce la mise sous surveillance avec implication négative de la note AAA de l'Union européenne. Par ailleurs, l'agence annonce qu'elle pourrait déclasser la note de plusieurs grands groupes bancaires de la zone euro (dont BNPP, BPCE, Natixis, Commerzbank...). Ces décisions sont à mettre en relation avec celles annoncées le 5 décembre.

.../...

2011

<p>8 décembre</p>	<p>L'EBA estime à 114,7 milliards d'euros les besoins de recapitalisation des banques européennes suite aux <i>stress tests</i> complémentaires menés ces dernières semaines. Les banques françaises représentent une part réduite de ce total (7,3 milliards d'euros).</p> <p>La BCE annonce une nouvelle baisse de taux de 25 points de base de son taux directeur à 1 %. Le corridor est translaté de – 25 points de base, sans modification de sa symétrie par rapport au taux directeur (+/- 75 points de base). Par ailleurs, la BCE annonce une série de nouvelles mesures non conventionnelles :</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2 VLTRO 36 mois seront conduites en lieu et place des VLTRO 12 mois déjà annoncées, en <i>fixed rate full allotment</i>, au taux moyen des MRO sur la période ; • le collatéral éligible aux opérations de la BCE est étendu aux ABS notés A en <i>second best</i> contre AAA jusqu'à présent ; • le ratio de réserve obligatoire passe de 2 % à 1 %, son rôle étant jugé moins important dans un contexte de <i>full allotment</i>, cette baisse vise à faire économiser du collatéral aux banques en difficulté. <p>Mario Draghi a par ailleurs indiqué que les achats du SMP ne sont pas « infinis », et que l'hypothèse d'un prêt de la BCE au FMI pour financer une aide aux pays européens était très compliquée du fait que la BCE n'est pas membre du FMI.</p>
<p>9 décembre</p>	<p>Les chefs d'État et de gouvernement, réunis en sommet les 8 et 9 décembre, sont tombés d'accord sur un certain nombre de mesures visant à renforcer les dispositifs de lutte contre la crise et à ramener la confiance sur les marchés (il faut noter que le Royaume-Uni n'a pas signé cet accord) :</p> <ul style="list-style-type: none"> • inscription d'une règle budgétaire dans les constitutions nationales (appelée « règle d'or » en France) avec un mécanisme de correction automatique ; • ratification anticipée du traité sur le MES afin que le mécanisme entre en vigueur en juillet 2012 ; • décision d'une éventuelle réévaluation du plafond global du FESF/MES lors du Conseil européen de mars 2012 ; • confirmation dans un délai de 10 jours de la mobilisation de ressources supplémentaires pour le FMI d'un montant jusqu'à 200 milliards d'euros, sous la forme de prêts bilatéraux des États membres ; • réaffirmation, s'agissant de l'implication du secteur privé, que les décisions prises le 21 juillet et les 26 et 27 octobre relatives à la dette grecque sont « uniques et exceptionnelles ». <p>Moody's abaisse les notes de long terme des trois grandes banques françaises dans le cadre d'un processus de révision enclenché en juin dernier. « Depuis juin, les conditions de refinancement se sont considérablement détériorées, essentiellement en raison des inquiétudes des investisseurs autour de la crise souveraine en Europe ».</p>
<p>12 décembre</p>	<p>Moody's confirme qu'elle reverra les notes qu'elle attribue aux dettes souveraines des pays de la zone euro et de l'Union européenne lors du premier trimestre 2012 : « L'absence de mesures [prises lors du sommet européen la semaine dernière] pour stabiliser les marchés du crédit à court terme implique que la zone euro, et l'UE dans son ensemble, restent exposées à de futurs chocs et que la cohésion de la zone euro est menacée de manière permanente ».</p> <p>Dans un communiqué, Fitch Ratings souligne que l'absence de solution « globale », issue du sommet européen des 8 et 9 décembre, avait accru la pression à court terme sur les notes souveraines des pays de la zone euro.</p>
<p>15 décembre</p>	<p>Fitch Ratings annonce la dégradation de la note de six grandes banques mondiales : Barclays (désormais notée A), Crédit suisse (A) et Deutsche Bank (A) reculent de deux crans tandis que Bank of America (A), BNP Paribas (A+) et Goldman Sachs (A) descendent d'un cran. En revanche Morgan Stanley (A), Société générale (A+) et UBS (A) voient leur note confirmée. Selon l'agence, « les actions prises sont motivées par l'opinion de Fitch selon laquelle les modèles d'affaires des banques de courtage et universelles sont particulièrement sensibles aux difficultés accrues des marchés financiers » et « ces difficultés résultent à la fois des développements économiques et d'une myriade de changements réglementaires ».</p> <p>Standard & Poor's annonce avoir abaissé les notes de dix établissements bancaires espagnols en raison d'un changement de critères, ajoutant qu'elle continuait d'envisager de les dégrader à nouveau à court terme. D'après l'INSEE, la France rentrerait dans un épisode récessif à partir du quatrième trimestre 2011 : « en France, l'activité se contracterait légèrement au quatrième trimestre 2011 (- 0,2 %) et au premier trimestre 2012 (- 0,1 %) avant de progresser faiblement au deuxième trimestre 2012 (+ 0,1 %) ». Le gouvernement allemand a décidé de réactiver à compter de février ou mars 2012 le fonds public d'aide au secteur bancaire, SoFFin, tout en élargissant ses compétences.</p>

.../...

2011	
16 décembre	<p>Moody's abaisse la note attribuée à la dette de la Belgique de deux crans (à Aa3) invoquant la détérioration des conditions de financement pour les États de la zone euro, les risques pour la croissance de l'économie belge et le coût budgétaire que pourrait avoir le sauvetage de banques, dont Dexia.</p> <p>Fitch Ratings annonce un abaissement de « stable » à « négative » de la perspective de la note française à long terme. « En comparaison à d'autres membres de la zone euro notés AAA, la France est selon le jugement de Fitch la plus exposée à une intensification de la crise » en raison de « son déficit budgétaire structurel plus important et un poids de la dette plus grand ».</p>
19 décembre	<p>Les ministres européens des Finances de l'UE se sont mis d'accord pour fournir 150 milliards d'euros au FMI « sous forme de prêts bilatéraux » afin de le renforcer. Par ailleurs, le président de l'Eurogroupe Jean-Claude Juncker a indiqué : « l'Union européenne apprécierait que les membres du G20 ainsi que d'autres pays membres du FMI financièrement solides soutiennent les efforts visant à préserver la stabilité financière mondiale en contribuant à augmenter les ressources du FMI ».</p>
20 décembre	<p>Fitch Ratings annonce que le risque d'un abaissement de la note du FESF s'est accru : les notes AAA attribuées aux titres émis par le FESF « dépendent beaucoup du fait que la France et l'Allemagne conservent leurs notes AAA », explique l'agence dans un communiqué.</p> <p>La première opération exceptionnelle et historique de refinancement à trois ans de la BCE (cf. décision du 8 décembre 2011) a été largement sollicitée par les banques. Ainsi, la BCE a alloué 489 milliards d'euros à 523 banques. Avant l'opération, les observateurs estimaient plutôt que ce montant serait autour de 300 milliards d'euros.</p>
21 décembre	<p>La Fed publie les règles d'application du <i>Dodd-Frank Act</i> pour les banques de plus de 50 milliards de dollars d'actifs afin d'encadrer très progressivement ces établissements jugés systémiques.</p> <p>Fitch Ratings réaffirme que le niveau élevé de la dette de l'État fédéral américain n'est pas compatible avec le maintien d'une note AAA, ajoutant toutefois qu'un éventuel abaissement ne sera pas décidé avant 2013 (cf. décision du 28 novembre 2011).</p>
2012	
13 janvier	<p>Après avoir placé la France, ainsi que l'ensemble des autres pays de la zone euro dont les 5 souverains notés AAA (Allemagne, Finlande, Pays-Bas, Autriche et Luxembourg), sous surveillance négative le 5 décembre 2011, Standard and Poor's annonce la dégradation de la France et de 8 autres pays de la zone euro le 13 janvier 2012. Tandis que l'Allemagne, la Finlande et le Luxembourg gardent leur AAA, la France et l'Autriche voient leur note passer de AAA à AA+ (une dégradation d'un cran). Malte, la Slovaquie et la Slovénie sont également dégradés d'un cran tandis que Chypre, l'Italie, l'Espagne et le Portugal en perdent deux.</p>
16 janvier	<p>Standard and Poor's abaisse d'un cran la note du FESF, de AAA à AA+. Elle n'exclut pas de la relever si des garanties supplémentaires lui sont accordées, d'après un communiqué. Cette dégradation est une conséquence directe de l'abaissement des notes française et autrichienne, ex-AAA.</p>

Agence de notation

Organisme spécialisé dans l'évaluation de la solvabilité d'émetteurs de titres de dettes, c'est-à-dire de leur capacité à honorer leurs engagements (remboursement du capital et des intérêts dans la période contractuelle).

Bâle I (les Accords de)

Dispositif prudentiel établi en 1988 par le Comité de Bâle, visant à assurer la solvabilité et la stabilité du système bancaire international en fixant une limite minimale et standardisée au niveau international au montant de fonds propres des banques. Il instaure notamment un ratio minimal de fonds propres sur le total des risques portés par la banque qui doit être supérieur à 8 %.

Bâle II (les Accords de)

Dispositif prudentiel destiné à mieux appréhender et limiter les risques des établissements de crédit. Il vise principalement le risque de crédit, les risques de marché et le risque opérationnel des banques. Ces dispositions préparées par le Comité de Bâle ont été reprises en Europe par une directive européenne et s'appliquent en France depuis le 1^{er} janvier 2008.

Bâle III (les Accords de)

Nouvelle évolution des standards prudentiels bancaires qui a intégré les enseignements de la crise financière de 2007-2008. Ils complètent les accords de Bâle II en renforçant la qualité et la quantité de fonds propres minimaux que les établissements doivent détenir. Ils mettent également en œuvre des exigences minimales en termes de gestion du risque de liquidité (ratios quantitatifs), définissent des mesures visant à limiter la procyclicité du système financier (coussins de fonds propres qui varient en fonction du cycle économique) ou encore renforcent les exigences relatives aux établissements considérés comme systémiques.

Banque des règlements internationaux (BRI)

Organisation internationale créée en 1930, chargée de promouvoir la coopération monétaire et financière internationale. Elle joue également le rôle de banque des banques centrales. Son mandat s'articule autour de plusieurs axes : forum de discussion et d'analyse des politiques monétaires des banques centrales, centre de recherche économique et monétaire, première contrepartie des banques centrales dans leurs transactions internationales et agent financier. Elle associe 56 banques centrales dont celles du G10. Plusieurs comités et organisations voués à la stabilité

monétaire et financière ou au système financier international ont été institués en son sein, comme le Comité de Bâle et le *Committee on the Global Financial System* (CGFS), ou y disposent de leur secrétariat.

Chocs de demande et d'offre

Modifications non anticipées de l'environnement économique qui affectent la demande (par exemple, variation de la consommation privée ou des exportations) ou l'offre (par exemple, variation du prix des matières premières) de biens et services. Ces chocs peuvent impacter l'économie de façon temporaire ou durable.

Collatéral

Actif transférable ou garantie apportée, servant de gage au remboursement d'un prêt dans le cas où le bénéficiaire de ce dernier ne pourrait pas satisfaire à ses obligations de paiement.

Comité de Bâle sur la supervision bancaire

Comité rassemblant les banquiers centraux des pays du G20 sous l'égide de la BRI à Bâle. Il est responsable de quatre missions principales : le renforcement de la sécurité et de la fiabilité du système financier, l'établissement de standards minimaux en matière de contrôle prudentiel bancaire, la diffusion et la promotion des meilleures pratiques bancaires et de surveillance et la promotion de la coopération internationale en matière de contrôle prudentiel.

Committee on the Global Financial System (CGFS)

Comité de la BRI, chargé de la surveillance des marchés financiers. Il est composé des gouverneurs des banques centrales d'une vingtaine de pays. Le CGFS doit identifier et évaluer les sources potentielles de tension sur les marchés, comprendre les mécanismes structurels à l'origine de leurs mouvements et promouvoir l'amélioration de leur fonctionnement.

Consolidation budgétaire

Amélioration de l'équilibre budgétaire obtenue grâce à des mesures budgétaires discrétionnaires.

Covered bond (obligation sécurisée)

Obligation dont le remboursement et le paiement des intérêts sont assurés par les flux de revenus d'un portefeuille d'actifs de grande qualité qui sert de garantie, souvent un portefeuille de prêts hypothécaires. L'établissement cédant est souvent gestionnaire du paiement des flux aux investisseurs (obligations foncières en France, *Pfandbriefe* en Allemagne). Ce produit est essentiellement émis par des établissements financiers.

.../...

Credit default swap (CDS)

Contrat financier bilatéral par lequel un acheteur de protection paie périodiquement une prime à un vendeur de protection qui promet de compenser les pertes sur un actif de référence (titre de dette souveraine, d'institution financière ou d'entreprise) en cas d'évènement de crédit (faillite, défaut de paiement, moratoire, restructuration). Il s'agit d'un mécanisme d'assurance contre le risque de crédit.

Deleveraging

Diminution du niveau de « levier d'endettement » des banques, qui peut s'opérer de diverses manières, en particulier par la réduction de la taille du bilan (vente d'actifs, ralentissement de la distribution de nouveaux crédits) et/ou par l'augmentation des fonds propres (recapitalisation, rétention de résultats). Ce processus d'ajustement financier implique souvent des effets négatifs sur l'économie réelle, notamment par le canal de la contraction de l'offre de crédit.

Dépréciation

Constatation comptable d'une moins-value probable sur un actif.

Dérivé de crédit

Produit financier dont le sous-jacent est une créance ou un titre représentatif d'une créance (obligation). Le but du dérivé de crédit est de transférer les risques relatifs au crédit, sans transférer l'actif lui-même dans un but de couverture. Une des formes les plus courantes de dérivé de crédit est le *credit default swap* (CDS).

Dette publique brute

Dette publique dont ne sont déduits ni les avoirs financiers (notamment les participations de l'État dans les entreprises publiques), ni la valeur des autres actifs appartenant à l'État (immeubles, œuvres d'art, etc.).

Dodd-Frank Act

Le « *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* », plus communément appelé « *Dodd-Frank Act* » est la loi de régulation financière américaine adoptée en juillet 2010 en réponse à la crise financière. De portée large, le texte aborde de très nombreux sujets : établissement d'un Conseil de stabilité financière, traitement des institutions systémiques, régulation des activités financières les plus risquées, encadrement des marchés de produits dérivés, renforcement de l'encadrement des pratiques des agences de notation... Les régulateurs américains (*Securities*

and Exchange Commission, Commodity Futures Trading Commission...) travaillent actuellement à l'élaboration de règles techniques précises sur ces différents thèmes.

Effet de levier

L'effet de levier mesure l'effet d'un recours plus ou moins important à l'endettement sur la rentabilité financière, pour une rentabilité économique donnée. En acceptant un recours à l'endettement, les actionnaires d'une entreprise ou d'une institution financière s'attendent à un retour encore plus important en bénéfice en raison du risque supplémentaire pris.

Equity (tranche)

Dans un montage de titrisation, désigne la tranche qui supporte les premières pertes dues à des défauts au sein du portefeuille sous-jacent.

European Banking Authority (EBA)

L'Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority* – EBA) a été créée le 24 novembre 2010, par un règlement européen. Mise en place le 1^{er} janvier 2011 à Londres, elle remplace le Comité européen des contrôleurs bancaires (*Committee of European Banking Supervisors* – CEBS). Cette nouvelle autorité dispose de compétences élargies. Elle est notamment chargée d'harmoniser les règles prudentielles, d'assurer la coordination entre les autorités de supervision nationales et de jouer un rôle de médiation. L'objectif est de mettre en place une supervision à l'échelle européenne sans remettre en cause la compétence des autorités nationales pour la supervision au jour le jour des établissements de crédit.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)

L'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP ou *European Insurance and Occupational Pensions Authority*) a été créée le 24 novembre 2010, par le règlement européen instaurant les trois agences européennes de supervision des secteurs financiers (EBA, ESMA). Elle remplace le *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS). Dans les domaines qu'elle supervise, l'EIOPA est chargée de contribuer à la création de normes et de pratiques en matière de réglementation et de surveillance, de surveiller et d'analyser le marché et les tendances et de favoriser la protection des assurés, des affiliés aux régimes de pension et des bénéficiaires.

.../...

European Securities and Markets Authority (ESMA)

L'Autorité européenne des marchés financiers est une autorité de surveillance européenne indépendante, installée à Paris. À compter du 1^{er} janvier 2011, elle a remplacé le Comité des régulateurs européens (*Committee of European Securities Regulators – CESR*) et s'inscrit dans le cadre du système de surveillance financière européen. Parmi ses prérogatives élargies, l'ESMA est notamment en charge de la supervision des agences de notation en Europe et de l'élaboration des standards techniques pour les réglementations communautaires relatives au fonctionnement des marchés financiers (EMIR, MIFID, Directive Prospectus).

European Systemic Risk Board (ESRB)

Créé par un règlement européen entré en vigueur le 16 décembre 2010, le Comité européen du risque systémique (*European Systemic Risk Board – ESRB*) a tenu sa réunion inaugurale le 20 janvier 2011 à Francfort. Il constitue le pilier macroprudentiel du Système européen de surveillance financière (*European System of Financial Supervision – ESFS*). Il est présidé par le président de la Banque centrale européenne et comprend à la fois les gouverneurs des banques centrales, les superviseurs nationaux et les autorités européennes sectorielles (EBA, ESMA, EIOPA). Le mandat de cette nouvelle institution indépendante est d'évaluer et de prévenir les risques systémiques au sein de l'Union européenne, ce qui se traduit opérationnellement par l'identification, l'évaluation et la priorisation de ces risques, et en cas de risques avérés, par l'émission d'alertes et de recommandations qui peuvent être publics.

Federal Open Market Committee (FOMC)

Le FOMC est un comité du Système fédéral de réserve américain composé de douze membres. Il tient huit réunions par an au cours desquelles sont abordées les conditions économiques et financières, décidées les grandes lignes de la politique monétaire américaine et évalués les risques en termes de stabilité financière et de croissance économique.

Financial Stability Board (FSB)

Le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board – FSB*) a pour mission d'identifier les vulnérabilités du système financier mondial et de développer/mettre en place des principes en matière de régulation et de supervision dans le domaine de la stabilité financière. Il rassemble les gouverneurs, les ministres des finances et les superviseurs des pays du G20. Son objectif premier est donc de coordonner au niveau international

les travaux des autorités financières nationales et des normalisateurs internationaux dans le domaine de la régulation et de la supervision des institutions financières. Créé lors de la réunion du G20 à Londres en avril 2009, le FSB succède au Forum de stabilité financière institué en 1999 à l'initiative du G7.

Hedge funds (fonds de gestion alternative)

Fonds d'investissement à vocation spéculative qui visent un objectif de rendement absolu et qui disposent pour ce faire d'une grande liberté de gestion.

Institutions financières et monétaires (IFM)

Établissements de crédit et institutions financières dont l'activité est de recevoir des dépôts et qui consentent des crédits ou effectuent des placements. Les IFM résidentes en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Liquidité

Pour une banque : capacité à couvrir ses échéances à court terme.

Pour un actif : possibilité de l'acheter ou de le vendre rapidement sur un marché avec une décote limitée.

Marché de gré à gré (“over-the-counter”)

Transactions bilatérales de produits financiers s'effectuant en dehors d'un marché organisé (comme une bourse de valeurs).

Marchés dérivés

Marchés permettant de gérer les risques associés aux fluctuations de cours, de taux ou de change et de prendre des positions importantes à l'achat ou à la vente avec une mise de fonds limitée. Les marchés à terme et les marchés optionnels sont des marchés dérivés (cf. produit dérivé).

Marché monétaire

Marché sur lequel les organismes bancaires et autres intervenants financiers se financent à court terme.

Mark-to-market (valorisation)

Méthode comptable qui valorise un actif à sa valeur de marché, contrairement à la valorisation « au coût historique » selon laquelle l'actif est valorisé au prix observé à la date d'achat, même si sa valeur de marché a évolué entre-temps.

.../...

Notation

Évaluation, par une agence de notation financière (Moody's, Fitch Ratings, Standard & Poor's), du risque de solvabilité financière d'un émetteur (entreprise, État ou autre collectivité publique) ou d'une opération donnée (emprunt obligataire, titrisation, *covered bonds*). La notation a un impact direct sur le coût de levée du capital.

Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

Entité qui gère un portefeuille dont les fonds investis sont placés en valeurs mobilières. Il existe deux grands types d'OPCVM français : les SICAV et les fonds communs de placement.

Pacte de stabilité et de croissance (PSC)

Le Pacte de stabilité et de croissance est l'instrument dont les pays de la zone euro se sont dotés afin de coordonner leurs politiques budgétaires nationales et d'éviter l'apparition de déficits budgétaires excessifs. Il impose aux États de la zone euro d'avoir à terme des budgets proches de l'équilibre ou excédentaires. Le PSC a été adopté au Conseil européen d'Amsterdam en juin 1997. Récemment le PSC a été partiellement réformé : les critères de 3 % du PIB pour le déficit budgétaire annuel et 60 % du PIB pour la dette publique demeurent la référence mais les nouvelles mesures visent à renforcer les dispositions prévues pour en garantir le respect. Elles concernent tant le volet préventif que le volet correctif.

Pays Core

Ce terme désigne les économies perçues par les investisseurs comme les plus solides au sein de la zone euro.

PIB potentiel

Le PIB potentiel est souvent défini comme le niveau maximal du PIB soutenable à long terme, c'est-à-dire compatible avec une absence de tensions inflationnistes sur les marchés des biens et du travail. L'écart entre le PIB observé et le PIB potentiel, encore appelé écart de production (*output gap*), constitue un indicateur synthétique et simple du positionnement de l'économie dans le cycle. Il s'agit également d'un élément déterminant du calcul des soldes budgétaires structurels. Le taux de croissance du PIB potentiel, encore appelé croissance potentielle, sert également pour établir des projections budgétaires à long terme.

Point de base (pb) ou basis point (bp)

Un point de base correspond à un centième de pourcentage soit 0,01 % ou 0,0001.

Produit dérivé

Produit financier dont la valeur dérive de celle d'un sous-jacent. Il existe des produits dérivés d'engagement ferme (change à terme, *swap* de taux ou de change) et des produits dérivés d'engagement conditionnel (options, *warrants*. ..). Ces produits peuvent être classiques (*plain vanilla*) ou plus complexes (exotiques).

Ratios de déficit public et de dette publique

Les ratios de déficit public et de dette publique consistent à exprimer déficit et dette publique en fonction du PIB. Ce sont notamment les deux principaux indicateurs de finances publiques que les États membres de l'Union européenne notifient début mars et début septembre à la Commission européenne.

Short-selling (vente à découvert)

On parle de *short-selling* lorsqu'un vendeur réalise la vente d'un titre qu'il ne possède pas, avec l'intention de l'acheter plus tard afin de pouvoir le fournir à sa contrepartie.

Securities Markets Programme (Programme pour les marchés de titres)

Programme lancé le 10 mai 2010 par l'Eurosystème afin de garantir la profondeur et la liquidité des compartiments de marché qui connaissent des dysfonctionnements et affectent le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Ce programme consiste à intervenir sur le marché secondaire des obligations publiques et privées de la zone euro.

Solde budgétaire

Le solde entre l'ensemble des dépenses et des recettes publiques sur une année donnée. On parle d'excédent lorsque le solde est positif et de déficit lorsqu'il est négatif. Le CAB (*cyclically-adjusted balance*) correspond au solde budgétaire corrigé de l'impact des fluctuations liées au cycle économique, c'est-à-dire corrigé de l'action des stabilisateurs automatiques.

Solde public primaire

Ce solde correspond au solde public hors charge de la dette.

Solvabilité

Capacité d'une entreprise à répondre à tout moment à ses échéances financières, y compris de long terme.

.../...

Soutenabilité des finances publiques

Une politique budgétaire est dite soutenable si elle ne conduit pas à une accumulation de dette qui, sans changement majeur, ne pourrait pas être couverte à l'avenir par des excédents budgétaires. Autrement dit, la soutenabilité des finances publiques revient à satisfaire la contrainte budgétaire intertemporelle du gouvernement impliquant que la valeur actuelle des excédents primaires futurs soit égale au stock de dette publique à recouvrir.

Spread

Écart de rendement entre deux actifs.

Stabilisateurs automatiques

Les fluctuations du solde public résultent mécaniquement de la variation des dépenses publiques et de celle des recettes. Ces variations peuvent intervenir spontanément du fait des effets du cycle économique – on parlera alors de stabilisateurs automatiques – ou être le résultat d'une action volontaire du gouvernement – c'est la politique discrétionnaire. Si les stabilisateurs automatiques agissent, par définition, toujours de façon contracyclique, les mesures discrétionnaires peuvent être mobilisées dans les deux sens, soit en amplifiant l'action des stabilisateurs automatiques, soit en menant une politique procyclique.

Stress test (test de résistance)

Les tests de résistance bancaires (*stress tests* bancaires) sont des tests qui mettent à l'épreuve une banque (ou un ensemble de banques), en la confrontant à un scénario économique extrême bien que réaliste (des hypothèses dégradées du taux de croissance, du taux de chômage, d'inflation sont ainsi cumulées), afin d'évaluer si l'établissement a des réserves en capital suffisantes pour absorber ce choc.

Subprime

Aux États-Unis, les *subprime mortgage* sont des prêts hypothécaires accordés à des ménages dont la solvabilité est faible, à la différence d'un prêt *prime*, c'est-à-dire de première qualité.

Swap

Accord conclu de gré à gré entre deux parties pour l'échange d'actifs ou des revenus d'un actif contre ceux d'un autre, jusqu'à une date donnée. Les deux parties peuvent s'échanger des devises, des taux, etc.

Tier One (ratio)

On appelle *Tier One* la partie des capitaux propres prudentiels d'un établissement financier considérée comme étant la plus solide. En font partie notamment le capital social et la part des résultats mise en réserve. Le ratio rapportant le *Tier One* au total des actifs ajustés du risque est un indicateur de solvabilité utilisé dans les accords prudentiels de Bâle I, Bâle II et Bâle III.

Titres subordonnés

Titres de dettes qui ont une priorité de remboursement plus faible vis-à-vis d'un emprunteur senior.

Value-at-risk (VaR)

La *value-at-risk* est une mesure du risque de marché sur le portefeuille de *trading* d'une banque, exprimée en unité monétaire. Elle permet à l'entité qui la calcule d'évaluer les pertes maximales auxquelles elle pourrait avoir à faire face sur son *trading book* (portefeuille de négociation). Par construction statistique, la VaR est toujours associée à un intervalle de confiance (généralement 95 % ou 99 %) et un horizon de temps, (en pratique 1 jour ou 10 jours, puisque les positions de *trading* concernées par la VaR sont censées se déboucler en quelques jours). Une banque qui publie une *one-day* VaR de 20 millions d'euros à 99 % signifie qu'elle a 1 % de risque que ses pertes journalières dépassent 20 millions d'euros.

Volatilité

La volatilité mesure l'importance des fluctuations du prix d'un actif et donc son risque. Elle correspond à l'écart-type des rentabilités instantanées de l'actif sur une certaine période.

Rédigé sous la direction de : Sylvie Matherat
Laurent Clerc
Philippe Mongars
Direction générale des Opérations

Coordonné par : Clément Bourgey

Avec les contributions de :

Benoît Besson, Clément Bourgey, Carine Bouthevillain, Virginie Coudert, Alexandre Gautier, Mathieu Gex, Natacha Isslame-Rocher, Cédric Jacquat, Camille Lafond, Aliénor Margerit, Yann Marin, Mireille Menny, Caroline Pinto, Luc Riedweg, Marion Sanchez, Priscille Schmitz

Réalisation : *Service des Publications économiques*
Direction de la Communication

**Vos commentaires, observations et questions sont les bienvenus
et peuvent être adressés à Documentsetdebats@banque-france.fr**

La version imprimée de *Documents et débats n° 4* est disponible gratuitement
sur simple demande au service de la Documentation et des Relations avec le public
ainsi qu'à Publications@banque-france.fr

Direction de la Communication
Service de la Documentation et des Relations avec le public
48, rue Croix-des-Petits-Champs
75001 PARIS
Téléphone : 01 42 92 39 08
Télécopie : 01 42 92 39 40

Site Internet : www.banque-france.fr

Directeur de la publication : Armand Pujal



Dépôt légal : mai 2012

« Vous recevez cette publication de la part de la Banque de France parce que vous figurez dans la liste informatique de ses contacts. Vos coordonnées ne sont pas transmises à des tiers. Si vous souhaitez modifier les informations vous concernant ou si vous ne souhaitez plus recevoir cette publication, merci de nous le préciser à tout moment par courrier que vous adresserez à : Banque de France 07-1397 SDPR Pôle Support aux Relations Externes 75049 Paris Cedex 01 ou par courriel à 1044-POLE-COMEX-UT@banque-france.fr ».