

>> Les Banques Centrales en renfort de l'économie mondiale

Jean-Baptiste NEYRET, Consultant confirmé
Caroline VERSIGNY, Manager

Jean-Claude Trichet citait récemment à l'occasion des « 5^e rencontres de l'entreprise européenne » ces mots de Jean Monnet « Renoncer à une entreprise parce qu'elle rencontre trop d'obstacles est souvent une grave erreur : ces obstacles sont au contraire les aspérités auxquelles peut s'attacher l'action ». Aujourd'hui, les Banques Centrales et les gouvernements tirent les leçons de la crise économique et financière qui n'épargne aucun des grands pays industrialisés. Dans ce contexte, il est temps de faire le point sur les principaux leviers mis en œuvre par les Banques Centrales pour sortir l'économie mondiale de la turbulence.

>> Années 1990 : la naissance d'une crise

La crise financière a pris racine dans les années 1990 à la suite de la hausse de la demande des produits financiers générant le développement de nouvelles pratiques de financement : la titrisation des actifs. Cette technique permettait de transformer des prêts bilatéraux en instruments de crédit négociables mais induisait également que des établissements non bancaires puissent vendre des crédits, ou les faire figurer hors bilan après qu'ils aient été accordés. Ce modèle a naturellement poussé les prêteurs à un relâchement des normes de souscription et de surveillance des prêts – ce qui est à l'origine de la crise financière dite des « subprimes » en 2007.

A partir de mi-2007, la crise financière s'est propagée à l'activité économique au travers de trois canaux :

- > Forte baisse du patrimoine des ménages (les incitant à restreindre leurs dépenses),
- > Restriction de l'accès au crédit pour restaurer le ratio de solvabilité des banques (freinant l'investissement des entreprises et des ménages),
- > Hausse du coût du financement des banques (renchérissement du coût du crédit bancaire, augmentation des primes de risques exigées par les investisseurs pour souscrire aux émissions obligataires des entreprises, revalorisation du coût des fonds propres du fait de la baisse des bourses,...).

S'est alors enclenché un mécanisme de « contagion » accompagné d'une crise de confiance. Les Banques Centrales ont réagi et rempli leur rôle de stabilisateur de l'économie par le biais des différents canaux de transmission conventionnels et non conventionnels de la politique monétaire.

Seuls les canaux non conventionnels seront évoqués ici.

>> Canal de transmission non conventionnel

Bien que souvent confondues à tort, les politiques monétaires non conventionnelles se distinguent cependant des politiques monétaires quantitatives, dans le cadre des opérations de Banque Centrale :

- > La politique monétaire quantitative a un objectif de croissance de la base monétaire (liquidité, monnaie de Banque Centrale).
- > La politique non conventionnelle consiste à changer le canal de transmission de la politique monétaire. Au lieu d'injecter des liquidités dans les bilans des banques, elle les introduit dans le bilan des établissements non bancaires (par des entreprises par exemple). Ceci peut prendre la forme :
 - D'achats de titres émis par les établissements non bancaires,
 - De garanties données par la Banque Centrale sur des titres émis par le secteur privé, ce qui accroît le bilan et le hors bilan de la Banque Centrale.

Tableau synthétique de l'action des banques centrales sur la liquidité

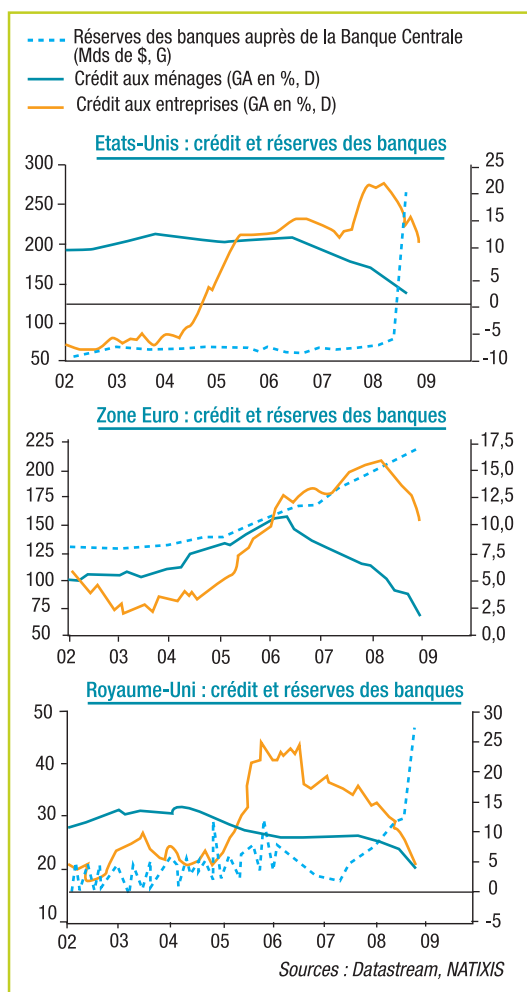
	Australie	Canada	Zone Euro	Japon	Suisse	Royaume - Uni	Etats - Unis
Opérations exceptionnelles de réglage fin	●	●	●	●	●	●	●
Opérations exceptionnelles à long terme	●	●	●	●	●	●	●
Allocations expansives	●	●	●		●	●	
Modification du système de constitution de réserves	●	●				●	●
Modification du système de facilité permanente			●			●	●
Élargissement du collatéral éligible	●	●	●		●	●	●
Élargissement du nombre de contreparties éligibles			●			●	●
Augmentation des volumes de prêt de titres d'Etat						●	●

Source : Banque de France

En résumé, le canal de transmission non conventionnel consiste à « contourner » directement les banques pour financer l'économie, alors que le canal de transmission normal de la politique monétaire (s'il s'agit d'une expansion monétaire) permet d'accroître la liquidité des banques en vue d'augmenter l'offre de crédit.

Ainsi, l'intérêt des politiques monétaires non conventionnelles est de :

- > Leur redonner une efficacité en prêtant directement aux agents économiques privés quand le canal de transmission traditionnel ne fonctionne plus. En effet, dans une crise bancaire et financière, les banques ne transmettent plus les impulsions de la politique monétaire et accumulent des réserves excédentaires inutiles.



- > Permettre aux Banques Centrales de contrôler l'usage de la liquidité, en créant de la liquidité contre l'achat d'actifs qui servent de financement au secteur privé (au lieu d'injecter aveuglément de la liquidité dans l'économie), elles évitent de financer des bulles spéculatives de prix d'actifs.

>> Panorama international des mesures non conventionnelles

Actuellement, la hausse de la base monétaire aux Etats-Unis et au Royaume-Uni découle du canal non conventionnel, alors que celle de la zone Euro provient du canal normal. Cette différence s'explique par une intermédiation plus

prononcée de l'économie de la zone Euro et un système financier centré sur les banques, alors que le système américain s'appuie essentiellement sur le marché.

Après avoir réagi de manière standard, en baissant les taux, la FED⁽¹⁾, la BOE⁽²⁾ et la BoJ⁽³⁾ ont franchi plus rapidement que la zone Euro le pas des mesures « non conventionnelles ». La stratégie de ces Banques Centrales a consisté dans un premier temps à assouplir leur politique monétaire jusqu'à entrer en mode ZIRP⁽⁴⁾ (ou politique à taux zéro), puis dans un deuxième temps, le taux zéro n'ayant pas suffi, à se doter d'outils non conventionnels de stimulation monétaire :

- > **L'assouplissement quantitatif (direct) - quantitative easing**
Rachat ferme par la Banque Centrale, de titres de dettes détenues dans le bilan de sociétés privées, générant ainsi une émission de monnaie centrale et de facto des injections de liquidité dans le système bancaire. La contrepartie est une prise de risque pour la Banque Centrale.
- > **L'assouplissement du crédit (direct) - credit easing**
Engagement de la Banque Centrale d'acheter du papier commercial et des obligations d'entreprises afin de faciliter leur financement. Ceci répond directement à l'instabilité ou la contraction des volumes de crédits disponibles à travers des circuits non bancaires d'intermédiation.

>> Impacts de la crise sur le bilan des banques

Deux facteurs multiplicateurs ont aggravé la détérioration des bilans des banques commerciales :

- > **Les normes comptables dites de « juste valeur »** : elles ont exacerbé l'ampleur de la crise en obligeant les banques à évaluer la valeur de leurs actifs selon les prix du marché, les forçant à imputer des pertes sans cesse plus importantes dans leurs comptes, au fur et à mesure de la baisse des marchés financiers et immobiliers.
- > **Les critères dits de « Bâle »** : selon lesquels les banques sont tenues de respecter des ratios dits « prudentiels » (ou ratios de solvabilité), dont le poids est d'autant plus fort que le risque est élevé.

A partir de l'été 2007, les banques ont été contraintes de :

- > Passer chaque trimestre dans leurs comptes des dépréciations d'actifs liées à des créances hypothécaires à risque disséminées dans leur bilan par le mécanisme de la titrisation. Selon le FMI, jusqu'en janvier 2009, environ 792 milliards de dollars de dévalorisations ont été enregistrés par les établissements bancaires dans le monde.
- > Réintégrer dans leur propre bilan des actifs « risqués » suite à leur perte de valeur - actifs détenus jusqu'à l'éclatement de la crise par des sociétés intermédiaires « véhicules spéciaux » dans le but de contourner les ratios réglementaires de solvabilité bancaire.

Ces exigences ont pu être atténuées grâce aux mesures non conventionnelles des Banques Centrales : l'élargissement très significatif de la liste des actifs éligibles admis en garantie a incité les banques à consentir de nouveaux crédits aux entreprises ou à renouveler les prêts arrivant à échéance.

(1) FED : Federal Reserve System – Banque Centrale des Etats-Unis - (2) BOE : Bank of England – Banque Centrale du Royaume-Uni - (3) BoJ : Bank of Japan – Banque Centrale du Japon - (4) ZIRP : zero interest-rate policy – politique monétaire à taux zéro.

Paradoxe : Le bilan des banques a non seulement bénéficié des mesures non conventionnelles, mais aussi de la dégradation de la qualité de crédit. En effet, celle-ci se traduit aujourd'hui par un profit comptable (5 milliards pour la Deutsche Bank et HSBC), qui s'explique par la « réévaluation de la dette propre » : lorsqu'elle est à la juste valeur, toute augmentation de la prime de risque associée à l'émetteur a pour effet de réduire la valeur de son passif, ce qui dope d'autant son résultat.

>> Stress Tests

Depuis la contraction de la crise des subprimes et sa transformation en crise de liquidité, les « stress tests » des banques font référence. Les textes prudentiels de Bâle 2 recommandaient depuis quelques années la mise en place de scénarii de stress (historiques, hypothétiques et adverses).

Les tests actuels n'ont pas permis de déceler les risques sur les subprimes ni les effets de contagion au système bancaire. Désormais, les stress tests évalueront la solidité du bilan des banques et leur capacité à résister à un éventuel prolongement et/ou une détérioration importante de la crise. Le principe repose sur l'évaluation du niveau de solvabilité des banques au regard de ces scénarii de stress.

Un des indicateurs (le *Tier One ratio* par exemple) met en rapport le niveau d'encours de la banque avec la somme du capital social, des reports à nouveau, des réserves, des résultats non encore distribués ou des intérêts minoritaires.

Les évaluations mises en place en 2008 dans les stress tests ont conduit les banques à déployer des coussins de sécurité sous forme d'actifs liquides (ou *liquidity buffer*) qu'elles peuvent très rapidement convertir en cash. La capacité de résistance d'une banque face à un choix de liquidité peut ainsi dépendre en grande partie de la taille et du degré de convertibilité en cash de ce coussin d'actifs liquides.

Les nouveaux stress tests demandés récemment par la FED aux banques américaines ont déjà permis de rassurer les marchés financiers sur la stabilité du système bancaire américain. De son côté, l'Europe a également décidé de s'engager sur la voie des « stress tests »⁽⁶⁾ afin de stopper les différentes polémiques de la part du FMI ou du comité de Bâle sur la solidité financière des banques européennes.

>> Sortie de crise – Restructuration bancaire & régulation

A l'origine de la crise se trouvent des produits financiers sophistiqués développés sans évaluation ou contrôle satisfaisant.

- > La régulation financière a en effet présenté d'importantes lacunes dans l'appréciation des risques exfiltrés hors du bilan des banques via la titrisation et les produits dérivés.
- > Un manque de coordination a été constaté aux niveaux international et national, notamment aux Etats-Unis, où la régulation est partagée entre de nombreux acteurs (FED, SEC⁽⁸⁾ ; institutions spécialisées dans le contrôle des agences hypothécaires Fannie Mae et Freddie Mac...).

Certains états ont déjà entamé une restructuration profonde de la supervision de leur système financier.

Au **Royaume-Uni**, le parti conservateur (tories) prône la disparition de la division tripartite (FSA⁽⁷⁾, Trésor, Banque d'Angleterre) pour la supervision du système financier, division au cœur selon lui de la crise actuelle.

- > La FSA serait abolie et une partie de ses pouvoirs serait réattribuée à une agence de protection des consommateurs, nouvellement créée,
- > La Banque d'Angleterre se verrait confier la responsabilité d'une stabilité macro-prudentielle ainsi que d'un droit de supervision sur l'ensemble des établissements financiers,
- > Un comité de politique financière – *Financial Policy Committee* – serait créé, qui coexisterait avec l'actuel comité de politique monétaire.

Aux **Etats-Unis**, la réforme Obama, qui passe par un renforcement des pouvoirs de la Réserve Fédérale, ressemble dans ses grandes lignes au projet des tories. La FED devrait en effet se voir confier une mission de « régulateur systématique » et un pouvoir de supervision des banques.

En **France**, les autorités de tutelle des institutions bancaires et de l'assurance (respectivement, la Commission Bancaire et l'ACAM⁽⁸⁾) prévoient de fusionner en 2009. Suite à un rapport de l'inspection des finances, l'AMF pourrait voir ses pouvoirs étendus. Au-delà de sa mission de surveillance de la transparence des marchés, le rapport estime qu'il conviendrait de confier à l'AMF le soin de superviser le respect des conditions de commercialisation de l'ensemble des produits financiers. Dans ce cadre, les services dédiés à cette activité dans les autres autorités seraient transférés chez elle.

Face à la crise de liquidité et de crédit bancaire, les politiques monétaires non conventionnelles ont permis aux Banques Centrales d'injecter (en dehors des mécanismes de transmission de la politique monétaire), des liquidités dans les comptes des établissements non bancaires au moyen de prêts directs (ou de garanties) accordés aux emprunteurs du secteur privé. Ces politiques ne sont cependant pas sans danger :

- > **Dangers microéconomiques** liés à la gestion du risque par les Banques Centrales
Exemple : si les primes de risques à payer par les emprunteurs sont trop basses, il apparaîtra des pertes liées aux défauts dans les comptes des Banques Centrales, situation inédite.
- > **Dangers macroéconomiques** liés à la nature du rationnement du crédit
Exemple : si c'est la demande de crédit des ménages et des entreprises qui recule et non pas l'offre, alors les Banques Centrales ne peuvent satisfaire aucun besoin de financement.

Récemment, les signes de recul de la demande de crédit se sont multipliés, ce qui pourrait rendre également inefficaces les politiques non conventionnelles. Reste donc à inventer d'autres canaux de transmission de la politique monétaire ●

(5) Cf. article page 5 de cette lettre « Les banques ont-elles raison de stresser ? » - (6) SEC : Securities and Exchange Commission : agence de régulation des marchés financiers américains - (7) FSA : Financial Services Authority : Autorité de surveillance des établissements financiers de Grande-Bretagne - (8) ACAM : Autorité de Contrôle des Assurances et des Mutuelles.