



BCEAO

BANQUE CENTRALE DES ETATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

LES PRECIS DU COFEB

N°001 / 2013

**DE LA CRISE DES CREDITS SUBPRIMES A
LA CRISE FINANCIERE INTERNATIONALE :
Origines, développement et implications**

Ousmane SAMBA MAMADOU

Avril 2013



BCEAO
BANQUE CENTRALE DES ÉTATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

Direction Générale des Ressources Humaines et de la Formation
Centre Ouest Africain de Formation et d'Etudes Bancaires (COFEB)

LES PRECIS DU COFEB

N°001 / 2013

DE LA CRISE DES CREDITS SUBPRIMES A LA CRISE FINANCIERE INTERNATIONALE : Origines, développement et implications

Ousmane SAMBA MAMADOU

Directeur du COFEB

Avril 2013

Table des matières

PREAMBULE.....	7
Introduction.....	9
I. Crédits "subprime" : définition et caractéristiques.....	10
1.1. Définition des crédits "subprimes".....	9
1.2. Caractéristiques des crédits subprimes.....	10
II. Développement des crédits subprimes, innovations financières et titrisation.....	11
2.1. Titrisation des crédits subprimes : des ABS aux CDO.....	11
2.1.1. Principes et mécanismes de la titrisation	11
2.1.2. Définition des ABS.....	12
2.1.3. Définition et fonctionnement des CDO.....	13
2.2. La garantie des titres CDO : les CDS et le rehaussement des crédits	15
2.2.1. Sécurisation des CDO par la couverture directe des titres : les CDS.....	15
2.2.2. Sécurisation des CDO en garantissant les actifs sous-jacents : rehaussement de crédits.....	15
III. La crise des subprimes : une crise de confiance.....	17
3.1. Genèse de la crise : origines et expansion.....	17
3.2. De la crise des subprimes à la crise financière.....	18
IV. Les responsabilités de la crise.....	19
4.1. Le rôle des banques dans la crise des subprimes : titrisation, arbitrage réglementaire et crise de confiance.....	19
4.2. Rôle des traders et des innovations technologiques.....	21
4.3. Rôle des rehausseurs de crédit (monolines ou monoliners).....	21
4.4. Rôle des Agences de notation.....	21
4.5. La responsabilité des Autorités monétaires américaines	22
V. Encadrement des activités bancaires et des agences de notation.....	22
5.1. Le retour à la Glass Steagle Act.....	22
5.2. Réforme de la politique des bonus.....	22

5.3. Encadrement des activités des Agences de notation.....	23
VI. Les implications de la crise pour la conduite de la politique monétaire.....	23
6.1. Le suivi des prix des actifs.....	23
6.2. La prise en compte de la stabilité financière dans les objectifs de la politique monétaire.....	24
6.3. Amélioration de l'efficacité et de l'efficience du rôle de prêteur en dernier ressort.....	24
VII. Vers un changement du paradigme en matière de supervision micro-prudentielle.....	26
7.1. Renforcement de la surveillance des acteurs de la finance.....	26
7.2. Introduction de deux (2) nouvelles normes relatives aux risques d'illiquidité (Bâle-3).....	27
7.3. Durcissement des exigences en matière de fonds propres dans le cadre des accords de Bâle.....	30
VIII. Vers une nouvelle architecture de la surveillance macroprudentielle.....	30
8.1. Définition des normes macroprudentielles.....	31
8.2. La surveillance macroprudentielle dans la zone Euro.....	31
8.3. La supervision macroprudentielle aux Etats-Unis : la loi Dodd-Franck ou la Wall Street Reform and Consumer Protection Act.....	33
8.3.1. La prévention du risque systémique : le FSOC et l'OFR.....	33
8.3.2. La limitation des activités spéculatives des institutions financières : la réaffirmation de la règle Volcker.....	33
8.3.3. La résolution des crises financières : vers l'abandon du principe de "Too Big To Fail"	34
8.3.4. La régulation des marchés dérivés.....	34
8.4. La coordination et l'amélioration de la gouvernance financière à l'échelle mondiale.....	35
8.4.1. Renforcer la coordination mondiale des superviseurs nationaux pour un meilleur contrôle des entités systémiques transfrontalières.	36
8.4.2. Mettre en place un système mondial de surveillance macroprudentielle autour du FMI et de la BRI.....	36
Conclusion.....	37
Références bibliographiques.....	38

Les avis exprimés dans ce document n'engagent
que la responsabilité de son auteur et ne reflètent nullement
ceux de la BCEAO.

PREAMBULE

Dans la droite ligne de sa mission de formation permanente et de renforcement des capacités de ses agents, la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) a institué un mécanisme d'information du public sur les questions économiques et financières.

C'est dans ce cadre que le Centre Ouest Africain de Formation et d'Etudes Bancaires (COFEB) a initié cette série intitulée *«Les Précis du COFEB»*.

L'objectif principal visé par la BCEAO consiste à vulgariser la connaissance économique à destination non seulement de l'ensemble de son personnel mais aussi d'un public plus vaste, composé de spécialistes et profanes du domaine concerné.

Il s'agit de documents synthétiques élaborés sur une thématique donnée dans un but pédagogique et didactique, afin de permettre aux lecteurs non avertis de se faire une idée du thème traité et aux lecteurs spécialistes de se rappeler des notions de base qu'ils ont déjà connues dans le cadre de leur formation initiale.

Les thèmes traités sont divers et couvrent non seulement les fondamentaux économiques et financiers mais aussi des questions d'actualité dont l'intérêt est avéré et dont les tenants et les aboutissants méritent d'être résumés dans un document de vulgarisation pour permettre aux lecteurs de s'imprégner de la culture économique et financière qui leur est nécessaire dans le cadre de l'exercice efficace de leurs activités de tous les jours.

Le présent opuscule constitue le deuxième (2^e) numéro de la série. Traitant de la «crise des subprimes», ce numéro se propose d'expliquer les mécanismes par lesquels la titrisation de ces crédits, au début des années 2000, a jeté les bases d'une crise financière sans précédent à partir de 2007. Dans cette perspective, il passe en revue :

- la définition des crédits subprimes et leurs principales caractéristiques ;
- les innovations financières qui ont été développées autour de ces actifs «toxiques», en mettant un accent particulier sur les mécanismes de titrisation et les produits qui en ont découlé (ABS, CDO, CDS, etc.);
- la genèse de la crise qui a débuté aux Etats-Unis et le processus de sa propagation au niveau international ;
- la responsabilité des différents acteurs (les banques, les autorités monétaires, les agences de notation, etc..) ;
- les implications de cette crise sur la conduite de la politique monétaire et sur la supervision du secteur financier (micro et macroprudentielle) notamment à travers les décisions du G20 et les accords de Bâle-3.

Ecrit dans un langage qui se veut simple, ce document est destiné à apporter un éclairage à tous ceux qui désirent élargir leurs connaissances sur la crise des subprimes et sur ses implications en termes de conduite de politique monétaire et de supervision bancaire et financière dans le monde.

Introduction

Depuis 2007, le monde connaît une crise financière sans précédent dont les multiples facettes ont dérouté les analyses et les prévisions des experts : celle dite des crédits subprimes.

Née aux Etats-Unis, cette crise s'est rapidement mondialisée. De bancaire, elle est devenue financière puis, progressivement, économique et sociale. Son ampleur, sa brutalité et son incidence ont surpris et continuent de susciter des interrogations et des débats. Cette crise a touché le cœur du système financier mondial, l'économie américaine, notamment à travers le socle sur lequel repose sa crédibilité : la confiance des acteurs des marchés financiers.

Elle a remis en cause les paradigmes dominants dans le domaine de la finance et attiré l'attention des uns et des autres sur les défaillances des systèmes de supervision financière et bancaire, en vigueur dans les pays occidentaux. Elle a mis en exergue la nécessité, pour les Banques Centrales, de mieux apprécier la relation étroite qui existe entre la stabilité monétaire (des prix) et la stabilité financière.

Le présent document propose, à titre didactique, une analyse synthétique de cette crise que certains comparent, de par ses répercussions, à celle de 1929¹. Après une définition des crédits dits "subprimes" qui furent à la base de la crise (section I), il analyse comment ces crédits se sont développés aux Etats-Unis (section II) avant de passer en revue les mécanismes par lesquels les innovations financières, qui ont soutenu ce développement, ainsi que la politique monétaire des Etats-Unis, ont conduit à la survenance de la crise financière (section III). La quatrième section présente les différents niveaux de responsabilité tandis que les sections V à VIII sont consacrées aux leçons qui en sont tirées.

I. CRÉDITS "SUBPRIMES" : DÉFINITION ET CARACTÉRISTIQUES

Les crédits subprimes ont été à l'origine de la crise financière intervenue, en 2007, aux Etats-Unis. En effet, c'est la titrisation massive de ces crédits qui a favorisé la propagation de la crise au niveau international. Mais qu'est-ce qu'un crédit subprime et quelles sont ses caractéristiques ?

1.1. Définition des crédits "subprimes"

Développés par les banques américaines au cours des années 2000, les crédits "subprimes" sont des prêts bancaires classés à risque élevé eu égard à leur forte probabilité de défaut de paiement. Ils s'opposent aux crédits dits "prime" auxquels les marchés attribuent les meilleures notations en liaison avec la certitude de leur remboursement.

Aux Etats-Unis, les banques ont coutume de recourir aux services des agences de notation («credit bureaux») pour évaluer la qualité et le risque de leur clientèle. Ces agences utilisent des informations

¹ - La crise ou le krach de 1929 avait commencé à la Bourse de New York le dernier jeudi d'octobre 1929 (le jeudi noir). Cette crise a entraîné la faillite de plusieurs entreprises américaines avec, comme conséquence, le développement du chômage. Elle a marqué le début de la grande dépression et justifié l'intervention de l'Etat dans l'activité économique pour distribuer des revenus, relancer la croissance et lutter contre le chômage.

individuelles sur les clients² pour les noter sur une échelle de scores allant de 300 à 850 (système de credit scoring). Les clients les plus sûrs, classés "prime", ont les scores les plus élevés (supérieurs à 620), tandis que la catégorie "subprime" correspond aux emprunteurs dont le score est inférieur à cette note³.

Pour couvrir les risques qu'elles encourent à travers les crédits subprimes, les banques appliquent des taux d'intérêt spécifiques (les subprime lending rates) qui sont plus élevés que ceux des crédits prime (prime lending rates)⁴. Outre la prime de risque qu'ils intègrent, ces taux d'intérêt sont généralement variables et indexés sur certains taux de référence (taux directeurs des Banques Centrales ou le Libor).

Au total, contrairement aux crédits "primes" qui sont accordés aux clients présentant toutes les garanties de fiabilité et les meilleures capacités de remboursement, les crédits subprimes sont des actifs à risque, mal notés par les agences de notation (avec un score inférieur à 620) et dont les taux d'intérêt sont variables. Ces prêts sont généralement accordés aux ménages à revenus modestes avec, pour seules garanties, les titres fonciers des logements acquis grâce au prêt.

1.2. Caractéristiques des crédits subprimes

La première caractéristique des crédits subprimes est de reposer sur des critères d'attribution moins rigoureux que les autres prêts bancaires. En effet, ils ont été accordés à des :

- ménages n'ayant pas accès aux financements classiques (prime market), faute de moyens. Certains parlent de prêts "No Doc" c'est-à-dire pour lesquels aucun document de garantie n'est exigible ;
- familles à revenus insuffisants et/ou instables, qui ont connu par le passé des défauts de paiement. Pour se couvrir, les banques prennent comme gage le logement, objet du prêt, qui est saisi puis revendu par le créancier, en cas de défaut. Georges SOROS les qualifie de prêts "NINJA" (No Income, No Job, no Asset)⁵ ;
- clients ne présentant pas toutes les garanties nécessaires et suffisantes pour bénéficier des taux préférentiels (taux de base bancaire).

Les crédits subprimes présentent d'autres caractéristiques :

- leurs taux d'intérêt sont généralement variables et fluctuants. On parle de «teaser rates» c'est-à-dire des taux «accrocheurs» de bienvenue qui sont faibles durant la première année et croissent au fur et à mesure que les valeurs d'indexation (les taux directeurs des Banques Centrales) augmentent ;

2 - Des données sur l'âge des clients, les caractéristiques socioprofessionnelles (emploi, chômage), le revenu, la situation familiale, la totalité des crédits reçus du secteur bancaire, les découverts utilisés, l'historique des incidents de paiement, etc.

3 - Il existe une catégorie de crédits de qualité intermédiaire dénommée «Alt-A» ou «Mid-prime credits».

4 - En effet, lorsqu'une agence de notation ou un credit bureau déclare un client comme étant à risque, la banque peut lui refuser le crédit tout comme elle peut, en toute connaissance de cause, décider de lui accorder le prêt mais en exigeant un taux d'intérêt plus élevé pour compenser le risque qu'elle encourt (prime de risque). C'était le cas des crédits subprimes.

5 - Des ménages sans revenu, sans travail et sans actifs.

- ce sont des crédits dits «rechargeables» car la capacité d'endettement de l'emprunteur est revue à la hausse au fur et à mesure que son bien immobilier (hypothéqué) prend de la valeur, ce qui l'autorise à se ré-endetter⁶. Ils procèdent ainsi d'une stratégie délibérée de certaines banques américaines qui ont décidé d'accorder des prêts-logement avec hypothèque, en faisant le pari de la hausse continue du prix de l'immobilier.

II. DEVELOPPEMENT DES CREDITS SUBPRIMES, INNOVATIONS FINANCIERES ET TITRISATION

De 2001 à 2004, le taux d'intérêt moyen appliqué par les banques américaines a baissé de 9,4% à 6,7%. Les faibles taux d'intérêt de départ et la souplesse de leurs conditions d'attribution ont favorisé le développement des crédits subprimes aux Etats-Unis. Le caractère rechargeable de ces crédits a accentué davantage le phénomène, à telle enseigne qu'entre 2001 et 2006, l'encours des crédits subprimes a été multiplié par sept (7), en passant de 94 à 685 milliards de dollars (Artus et al., 2008).

Cependant, les règles prudentielles exigent que toute augmentation du volume de crédits soit couverte, au niveau de la banque concernée, par des fonds propres supplémentaires, c'est-à-dire des ressources stables suffisantes pour éviter tout risque d'incapacité de remboursement des déposants en cas d'afflux de ces derniers vers leur banque. Ce risque est d'autant plus élevé que la qualité des crédits octroyés laisse à désirer. Pour contourner cette exigence de renforcement des fonds propres, les banques américaines ont eu recours à un subterfuge qui leur a permis de sortir les montants de ces crédits risqués de leurs bilans : la titrisation.

2.1. Titrisation des crédits subprimes : des ABS aux CDO

Deux types de titres ont été développés par les banques américaines à partir des crédits subprimes. Il s'agit des Assets Backed Securites (ABS) et des Collateralized Debt Obligations (CDO). Mais avant de revenir sur ces titres, il convient de présenter brièvement les principes et mécanismes de leur émission.

2.1.1. Principes et mécanismes de la titrisation

La titrisation est une technique consistant à transformer des actifs relativement peu liquides (comme par exemple les crédits), en valeurs mobilières ou titres facilement négociables c'est-à-dire cessibles sur les marchés financiers⁷.

6 - Ce processus a été favorisé par le principe de la comptabilisation à la juste valeur (ou valeur de marché) adopté par les banques au cours des dernières années.

7 - Les premières opérations de titrisation remontent au début des années 70 aux Etats-Unis. Elles avaient été organisées autour de trois Agences spécialisées bénéficiant de la garantie de l'Etat (les Government sponsored agencies), à savoir la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) et la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae). Cependant, il a fallu attendre la fin des années 80 pour que ces opérations se développent.

Les actifs ainsi titrisés sont qualifiés d'actifs "sous-jacents" des titres qui leur sont adossés. Les banques utilisent principalement leur portefeuille de crédits comme actifs sous-jacents des titres qu'elles émettent.

Le mécanisme de la titrisation des crédits repose sur le schéma suivant :

- au départ, la banque crée une société intermédiaire ad hoc⁸ appelée "Spécial Purpose Vehicle" (SPV) ou "Special Investment Vehicles" (SIV), à laquelle elle cède son portefeuille de crédits. Ces crédits deviennent alors les actifs de la société ad hoc ;
- ces crédits sont regroupés par paquet (de 1000, 3000, 6000, etc.) pour constituer des lots de portefeuilles qui serviront de contreparties (sous-jacents) aux titres émis. Ces titres sont appelées Assets-Backed-Securities (ABS) c'est-à-dire adossées à un lot d'actifs. Les titres émis en contrepartie des actifs sous-jacents sont alors inscrits au Passif du SPV ;
- les titres émis sont vendus à des investisseurs qui percevront, en contrepartie, les revenus issus des crédits sous-jacents c'est-à-dire les intérêts, plus le principal.

Au total, la titrisation consiste à structurer des portefeuilles d'actifs en titres afin de transférer ces créances ainsi que les risques qui s'y rattachent à des investisseurs désireux de placer leur épargne.

Encadré N°1

La titrisation présente un intérêt évident pour les banques puisqu'elle leur permet notamment :

- de transférer leur excès de risque de crédit à des investisseurs, de la même manière que les particuliers transfèrent le risque de sinistre aux compagnies d'assurance ;
- de se débarrasser des risques portés par les crédits subprimes ou de les diversifier en les transférant aux autres investisseurs. Ainsi, la titrisation facilite la redistribution de ce risque au sein ou en dehors de la sphère bancaire et financière ;
- d'exploiter des opportunités d'arbitrage ;
- de sortir de leur bilan les créances risquées ou de qualité douteuse, pour les mettre dans une autre structure dénommée Special Purpose Vehicle, afin d'éviter la constitution des provisions requises par la réglementation prudentielle.

2.1.2. Définition des ABS

La première émission d'ABS, dans sa forme moderne, remonte à 1985. Un Asset-Backed Security (ABS) est un titre de créance adossé à un lot (ou portefeuille) d'actifs. Ces actifs sont représentés par des créances de natures diverses comme, par exemple, des prêts immobiliers, des crédits automobiles ou les recettes attendues de certains produits (films, loterie nationale, etc.).

Les ABS dérivés des crédits hypothécaires au sens large sont dénommés mortgage backed securities (MBS). Ceux qui sont adossés aux crédits hypothécaires qualifiés de subprimes sont appelés Subprime Residential Mortgage Backed Securities.

8 - Une société ad hoc est une société créée dans un but bien précis et qui n'existe que pour la réalisation de cet objectif. On parle aussi de Trust, de Conduits ou encore de Fonds Commun de Créances (FCC).

La valeur des titres ABS dépend des revenus générés par les actifs auxquels ils sont adossés. Ainsi, les titres dérivés des crédits subprimes seront d'autant plus recherchés que les intérêts générés par ces prêts sont élevés.

Dans le même ordre d'idées, les risques auxquels les crédits subprimes sont exposés se reflètent sur les titres qui en sont dérivés. C'est pour se couvrir contre ces risques que les CDO ont été développés.

2.1.3. Définition et fonctionnement des CDO

Les CDO ont vu le jour vers la fin des années 1990 et se sont développés relativement vite depuis cette date. Ce sont des produits structurés créés sur mesure par les banques et qui sont principalement cédés de gré à gré. Ainsi, les CDO ne sont guère échangés sur le marché secondaire mais principalement sur les marchés primaires.

A la différence des ABS qui sont adossés uniquement sur un portefeuille relativement homogène d'actifs, les CDO sont des titres adossés non seulement à des actifs tels que les crédits hypothécaires mais aussi à des obligations ou dettes d'entreprises et à toutes sortes de produits dérivés dont les ABS.

En effet, les ABS étant, de par leurs sous-jacents, des titres relativement risqués, leurs émetteurs cherchent à se couvrir en les mélangeant à des obligations moins exposées pour obtenir des Collateralised Debt Obligations (CDO)⁹.

Ainsi, un CDO est une obligation sécurisée c'est-à-dire bénéficiant de la garantie d'un ensemble d'actifs (généralement des crédits bancaires, des obligations, des CDS) ; d'où le qualificatif anglais de "Collateralized".

Sur la base des risques identifiés, plusieurs tranches de CDO, de "seniorité" différente, sont distinguées auxquelles les investisseurs peuvent souscrire séparément. Selon le degré du risque auquel l'investisseur décide de s'exposer, trois tranches de CDO sont distinguées :

- la « tranche equity » est la plus risquée en ce sens qu'elle regroupe les titres qui absorbent l'essentiel du risque attaché au portefeuille d'actifs titrisés (avec un rendement non défini ex ante mais une espérance de gains très élevée). Ainsi, en cas de défaut de paiement, les détenteurs de ces titres seront les premiers à supporter le risque (sur le principal et les intérêts). Cette tranche est généralement acquise par des hedge funds¹⁰ ou par les gestionnaires de CDO et ne fait pas l'objet de notation ;
- la « tranche mezzanine » correspond à un niveau de risque intermédiaire. Ces titres sont généralement acquis par des gestionnaires d'actifs ou par des investisseurs pour compte propre. Leurs notations varient entre BB et BBB ;

9 - Un CDO regroupe en général des ABS, des obligations ou d'autres CDO. Dans ce dernier cas, on parle de CDO carré ou square CDO (CDO²) qui sont des CDO de CDO ou de CDO³ qui sont des CDO de CDO². Les CDO peuvent être émis sous forme d'obligations (ce sont les « Collateralized Bond Obligation ») ou de prêts bancaires (on parle alors de « Collateralised Loan Obligation »).

10 - Un hedge funds (fonds de couverture, fonds spéculatif ou fonds de placement) est un regroupement privé d'investisseurs ou d'épargnants qui décident de mettre en commun (mutualiser) leurs ressources financières dans le but de rechercher les meilleurs placements. Le hedge fund est confié à un gérant qui perçoit des commissions en fonction de sa performance en termes de rendement.

- les « tranches senior et super-senior » sont les moins risquées et le plus protégées. Ces titres intéressent surtout les assureurs ou les rehausseurs de crédits (monolines). Les tranches seniors sont notées A ou AA tandis que les super senior sont classés AAA.

En fonction de son aversion pour le risque ou tout simplement des contraintes réglementaires auxquelles il doit faire face, un investisseur choisira alors d'investir dans l'une ou l'autre de ces tranches. Les acquéreurs de la tranche Equity obtiennent un coupon plus élevé (Libor + un spread). Le spread sera d'autant plus élevé que le degré de séniorité de la tranche est faible. Les investisseurs détenant la tranche Senior sont payés avant ceux de la Mezzanine, eux-mêmes remboursés avant ceux de la tranche Equity.

Encadré N° 2 : Exemple d'investissement dans un CDO synthétique de 100 millions de FCFA managé par une banque notée AAA

Maturité : 5 ans

portefeuille de crédits Europe et Amérique du Nord

Rating moyen A3/Baa1

Tranche Senior (AAA/Aaa, notée par des agences) : Euribor3M+90 bps

Tranche Mezzanine (AA/Aa2, notée par des agences) : Euribor3M +175 bps

Tranche Equity : Euribor3M + 250 bps

Subordinations :

- ✓ 0-4% pour la tranche Equity
- ✓ 4%-9% pour la tranche Mezzanine
- ✓ 9%-100% pour la AAA tranche Senior

S'il n'y a pas de pertes jusqu'à maturité, les différents investisseurs recevront trimestriellement Euribor3M + spread, ainsi que le principal correspondant à leur tranche à maturité.

Si à maturité les pertes dans le portefeuille sont inférieures à 4 millions d'euros, seule la tranche Equity est affectée. Si les pertes sont comprises entre 4 et 9 millions, les investisseurs de la tranche Equity ne reçoivent pas leur principal en retour, tandis que ceux de la tranche mezzanine reçoivent 9 millions défalqués du montant des pertes. Si la perte est supérieure à 9 millions, les investisseurs de la tranche Mezzanine ne reçoivent pas le principal en retour et les investisseurs de la tranche Senior reçoivent le différentiel entre 100 millions et le montant des pertes.

Source : Exemple tiré et adapté de www.next-finance.net, «comment marchent les CDO?», Août 2008

Il existe plusieurs catégories de CDO dont l'émission obéit à des rationalités différentes de la part des émetteurs. En effet, selon l'objectif visé par ces émetteurs, on distingue :

- les CDO de bilan, qui sont émis en vue de se conformer à la réglementation, notamment pour permettre à la banque émettrice de libérer ses fonds propres ;
- les CDO d'arbitrage qui sont développés dans un but purement spéculatif, les banques émettrices cherchant à tirer le maximum de profit de leurs portefeuilles ;

La distinction peut aussi se faire selon la nature statique ou dynamique du portefeuille. Ainsi :

- si le portefeuille de référence est prédéfini et ne change pas, on parlera de CDO statique ;
- sinon, on parle de CDO managé. Dans ce cas, un gérant est désigné qui a la possibilité d'effectuer un certain nombre de transactions sur le portefeuille de référence et qui est rémunéré sous forme de commission.

De même, les CDO peuvent être soit cash, soit exotiques ou synthétiques, en fonction du type des actifs qui constituent le portefeuille :

- pour les CDO cash, le SPV investit directement sur des produits du type obligations, crédits bancaires ou sur des ABS ;
- pour les CDO synthétiques, le SPV ne s'expose pas directement mais essaie avant tout de transférer le risque en acquérant des instruments de couverture de CDO (produits dérivés) de type Credit Default Swaps (CDS).

Ainsi, les « cash CDO » investissent directement dans des portefeuilles de crédit, alors que les « synthetic CDO » s'y exposent via des Credit Default Swaps (CDS).

2.2. La garantie des titres CDO : les CDS et le rehaussement des crédits

Une fois les titres émis, les banques ont cherché les moyens de les rendre encore plus attractifs pour mieux les placer sur les marchés. A cet égard, deux systèmes de couverture ont été développés pour renforcer la sécurité des titres et pour rassurer les investisseurs : les Credit Default Swaps (CDS) et le rehaussement des crédits.

2.2.1. Sécurisation des CDO par la couverture directe des titres : les CDS

Les Credit Default Swaps (CDS) sont des contrats de gré à gré permettant de couvrir un CDO contre le risque d'une perte de valeur moyennant le paiement d'une prime de risque appelée "spread du CDS". Cette prime est assise sur la valeur des actifs auxquels le CDO est adossé.

C'est une forme de titrisation synthétique, car elle se fait par le biais de dérivés de crédits. Ainsi, plutôt que d'émettre directement des obligations de type CDO, le SPV s'engage dans des contrats de couverture (CDS) en investissant par exemple dans un collatéral de type obligation notée AA qui lui assure un remboursement minimum sans risque (par exemple le taux Libor).

2.2.2. Sécurisation des CDO en garantissant les actifs sous-jacents : rehaussement de crédits

Le rehaussement de crédits est une opération de garantie par laquelle un établissement spécialisé, appelé rehausseur de crédits (monoline ou monoliners), s'engage à couvrir un organisme qui émet des titres sur les marchés financiers. Il le fait en assurant la valeur des actifs sous-jacents (les crédits).

Cette procédure permet à certains émetteurs de titres, a priori peu crédibles, de lever des capitaux (ressources) à des coûts comparables à ceux que paieraient des émetteurs dont la signature est bien appréciée par les Agences de notation. Ainsi, un émetteur de titres qui ne peut par lui-même obtenir une bonne notation, en raison de sa faible performance ou des risques liés à ses actifs sous-jacents, peut demander à des organismes dotés d'une signature de meilleure qualité (généralement notés AAA) de rehausser ses actifs, c'est-à-dire de se porter garants de leur qualité sur les marchés financiers.

Encadré N° 3 : Le métier du rehaussement de crédit aux États-Unis

Les rehausseurs de crédits sont des établissements financiers spécialisés dans les activités de garanties au profit des organismes publics ou privés émetteurs des titres. Ils se limitent généralement à un seul domaine, ce qui explique leur dénomination anglaise de "monoliner".

Les Monolines (ou Monoliners) jouent donc le rôle de compagnies d'assurance en s'engageant, de manière irrévocable, à rembourser à première demande, en cas de défaut de paiement, les crédits qu'elles ont acceptés de rehausser.

L'activité de rehaussement de crédit s'est développée aux États-Unis initialement en faveur des municipalités américaines qui émettaient des obligations (les municipal bonds). Lorsque ces collectivités lèvent des ressources sur les marchés financiers, elles utilisent les services des rehausseurs de crédits pour améliorer la qualité de leurs titres, l'objectif étant de bénéficier de taux d'intérêt soutenables.

Par la suite, ces rehausseurs de crédits se sont de plus en plus intéressés aux produits financiers structurés (obligations hypothécaires, CDO, etc.). Malheureusement, ces derniers se sont révélés nettement plus risqués que les obligations classiques des collectivités locales comme l'a démontré la crise des subprimes de 2007.

A travers cette garantie, l'opération de rehaussement permet aux titres émis de bénéficier de taux d'intérêt relativement faibles. Les titres dérivés, qui sont désormais perçus comme très sûrs et qui bénéficient de la notation AAA sont, à leur tour, placés auprès du grand public et du système bancaire, à travers des SICAV monétaires.

Au total, les innovations financières observées au cours des dernières années ont reposé en grande partie sur les crédits subprimes avec des recherches de couvertures en cascade. La question est maintenant de savoir pourquoi la crise des subprimes était-elle survenue alors que les possibilités de garantie étaient offertes aux banques émettrices des titres. La réponse se trouve dans la rupture de confiance au sein du système bancaire.

III. LA CRISE DES SUBPRIMES : UNE CRISE DE CONFIANCE

Les crédits subprimes ont connu une forte expansion entre 2004 et 2007. Durant cette période, les titres dérivés de ces crédits, à savoir les ABS et les CDO, se sont également développés à un rythme phénoménal. C'est cette double dynamique d'accumulation et de titrisation des crédits subprimes qui a conduit à la crise financière intervenue à partir de 2007.

3.1. Genèse de la crise : origines et expansion

Les origines de la crise des subprimes remontent au début des années 2000, à la suite de la crise du secteur de l'internet consécutive à l'éclatement de la bulle internet sur le Nasdaq et des attentats du 11 septembre 2001. Afin d'éviter la récession qui menaçait alors l'économie américaine, les Autorités monétaires des Etats-Unis (la FED) avaient décidé d'adopter une politique de relance fondée sur une injection massive de liquidités et la baisse des taux d'intérêt.

C'est ainsi que le taux directeur de la FED a chuté de 6% en 2001 à 1% en 2004. En réaction à cette politique de relance et profitant de l'explosion du marché de l'immobilier, les banques ont prêté massivement aux ménages à revenus modestes pour leur permettre d'accéder aux logements.

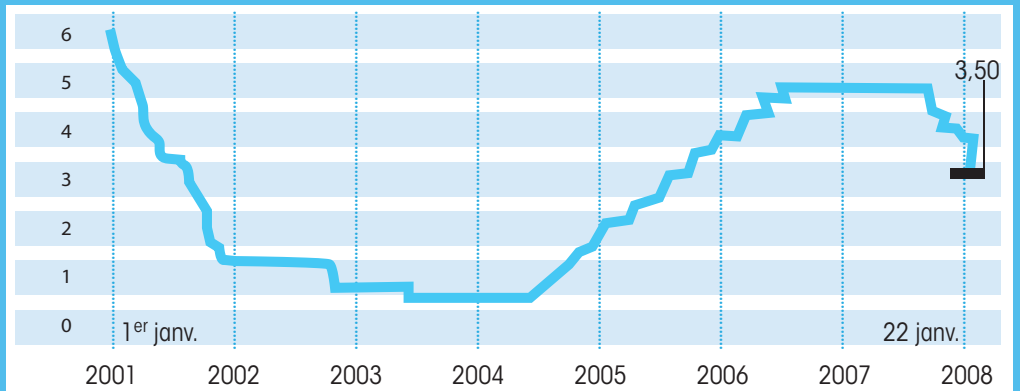
A partir de 2004, l'économie américaine a retrouvé sa vigueur, mais l'inflation devenait une préoccupation. La FED décide alors d'adopter une politique restrictive en augmentant à plusieurs reprises son taux directeur. En effet, entre 2005 et 2006, après 17 augmentations successives, ce taux est repassé de 1% à 5,25%.

Ces augmentations brutales du taux directeur de la FED ont eu des répercussions sur les coûts des crédits subprimes (immobiliers) dont le niveau y était indexé. L'alourdissement des services de la dette qui en a découlé a mis la plupart des ménages pauvres dans l'incapacité d'honorer leurs engagements. En effet, ceux-ci devaient affecter plus de deux tiers (68%) de leurs revenus au remboursement de leurs prêts immobiliers.

Le nombre de défauts de paiement s'est accentué aux Etats-Unis. Le taux de dégradation du portefeuille des banques américaines a atteint 15% dès 2007, contre à peine 5% trois ans plus tôt.

Parallèlement, sur le marché immobilier, les prix se sont mis à chuter de manière significative en liaison avec la baisse de la demande de logements amorcée à partir du dernier trimestre 2006. Ce processus était aggravé par l'augmentation de l'offre des biens immobiliers consécutive à la multiplication des saisies de logements pour défaut de paiement. En effet, d'après la FED de Boston, 20 % des crédits subprimes accordés aux États-Unis se sont conclus par la saisie des logements acquis. Selon certaines estimations, près d'un million de familles américaines auraient perdu leur logement dès fin août 2007.

LE TAUX DIRECTEUR DE LA FED EN %



Source : La Tribune du 23-01-2008

Au total, la crise a éclaté en août 2007 sur le marché immobilier américain avec :

- une augmentation significative des services de la dette supportés par les ménages américains les plus démunis, en liaison avec la hausse des taux directeurs auxquels les coûts des crédits subprimes étaient indexés ;
- une augmentation substantielle du nombre des défauts de remboursement, avec un taux de créances irrécouvrables qui a triplé entre 2004 et 2007 ;
- la saisie d'un grand nombre de logements hypothéqués en vue de leur revente sur le marché immobilier ;
- la chute des prix des biens immobiliers dont l'offre a dépassé de loin la demande. En effet, le prix des logements a baissé en moyenne de 7,7% en 2007 dans les plus grandes villes américaines, les baisses dépassant 10% dans certaines contrées. Bien souvent, les logements saisis étaient revendus au tiers de leurs prix d'avant la crise.

En fin de compte, plus de trois millions de ménages américains auraient été touchés par cette crise. La valeur des logements acquis étant tombée en dessous de celle des crédits qu'elles étaient supposées garantir, les banques ne pouvaient plus compter sur la revente des maisons saisies pour garantir le recouvrement de leurs créances. La crise des subprimes devint ainsi une crise bancaire.

3.2. De la crise des subprimes à la crise financière

Aux faillites personnelles des ménages débiteurs s'est ajoutée celle des acteurs du système bancaire. L'accumulation des créances douteuses a fini par atteindre des sommes colossales déclenchant ainsi un cercle vicieux d'enlisement de la crise.

En quelques semaines, la crise des prêts « subprime » s'est transformée en une crise globale du crédit, puis en une crise de confiance au sein du système bancaire américain et, enfin en une crise de liquidité lorsque les banques, incapables de déterminer avec précision quelles sont celles parmi elles qui détiennent ces crédits « toxiques », ont refusé de se prêter des fonds sur le marché interbancaire. Les ruées bancaires qui en ont résulté ont accru les besoins de liquidité des banques dans un contexte où les prêts interbancaires se font de plus en plus rares.

Les difficultés des banques ont affecté les marchés financiers national et international. Le premier effet direct de la crise a été la perte de confiance globale au sein du système¹¹ en liaison avec les innovations financières et la croissance non maîtrisée de la titrisation.

La crise s'est propagée dans le secteur financier par l'intermédiaire des titres dérivés des crédits « subprimes » (ABS, CDO). A partir de février 2007, les échanges de ces titres ont connu un net recul, en liaison avec l'augmentation du nombre de défauts de remboursement des crédits immobiliers auxquels ces titres étaient adossés. En effet, n'ayant plus confiance dans ces actifs devenus toxiques, les investisseurs se sont reportés sur des instruments jugés plus sûrs. La chute de la demande des titres a aggravé les problèmes de liquidité des banques.

Des Etats-Unis, le problème de confiance s'est progressivement propagé dans les autres pays occidentaux à travers les marchés boursiers. Au troisième trimestre 2007, les cours boursiers des établissements sur lesquels pèsent des soupçons de détention des titres dits toxiques ont commencé à chuter. Cette baisse s'est poursuivie en 2008 lorsqu'il est apparu que beaucoup de banques n'avaient plus assez de réserves pour faire face à leurs besoins de liquidité.

Ainsi, en quinze mois, la crise de liquidité a conduit à une crise de solvabilité puis à une crise financière internationale. Quels en sont alors les principaux responsables ?

IV. LES RESPONSABILITÉS DE LA CRISE

Dans l'analyse des causes de la crise, les responsabilités ont été identifiées à plusieurs niveaux : le système de titrisation, l'échec du rehaussement des crédits, les méthodes des agences de notation et la politique monétaire des Etats-Unis.

4.1. Le rôle des banques dans la crise des subprimes : titrisation, arbitrage réglementaire et crise de confiance

En 2006, les crédits subprimes représentaient entre 20 et 24% des crédits immobiliers aux Etats-Unis. Environ 75% de ces crédits ont été titrisés avant le déclenchement de la crise. La stratégie de titrisation massive des crédits subprimes a joué un rôle non négligeable dans le processus ayant conduit à la crise financière de 2007. La responsabilité du système bancaire a été mise en évidence à travers :

¹¹ - Les soupçons de fausses déclarations de résultats ou de sous-évaluation des pertes réelles se sont amplifiés. Plusieurs grands patrons de banques, tels ceux de Merrill Lynch et de Citigroup ont dû présenter leur démission.

- *le modèle "Originate and distribute"* par lequel les banques créent un portefeuille de crédits dont elle se débarrassent par la suite en les titrisant et en cédant ces titres à des structures ad hoc pour les sortir de leurs bilans ;
- *l'effet de levier* : par le mécanisme "originate and distribute", la titrisation a permis aux banques d'accroître considérablement leurs capacités d'octroi de crédits, en leur fournissant des ressources supplémentaires pour entretenir le processus d'expansion des crédits. En effet, l'effet de levier permet aux banques et aux hedge funds de prendre des positions de plus en plus importantes pour un investissement initial modeste ;
- *l'accélérateur financier* : la hausse des prix des biens immobiliers, sur lesquels étaient gagés les prêts, a favorisé l'expansion des crédits logements. Cet effet d'accélérateur a pu être amplifié par l'adoption des normes internationales IAS/IFRS qui préconisent la comptabilisation des actifs du bilan à leur valeur du marché, considérée comme la juste valeur (fair value) ;
- *l'arbitrage réglementaire* : en titrisant leurs crédits, les banques ont réussi à sortir les actifs toxiques de leurs bilans et à transférer les risques à des structures qui échappent au contrôle des Autorités de régulation bancaire. Ce faisant, les banques opèrent un arbitrage réglementaire qui leur permet de réduire le niveau des fonds propres que la loi leur impose de constituer au regard de la taille de leurs engagements¹²;
- *la dé-responsabilisation du secteur bancaire* : la facilité de transfert des risques et de contournement des règles prudentielles qu'offre la titrisation a encouragé les banques à une prise excessive de risque et à prêter une moindre attention à l'évaluation de la solvabilité de leurs clients ;
- *l'opacité des procédures de titrisation* : la titrisation met en jeu une multitude d'acteurs pour des opérations de plus en plus complexes. Les produits dérivés étaient émis et cédés aux investisseurs nationaux et internationaux sans que ceux-ci aient une réelle connaissance de la qualité des titres acquis¹³ ;
- *la crise de confiance et de liquidité* : du fait de l'opacité du système de titrisation, il était impossible de savoir avec précision quelles étaient les banques les plus exposées, encore moins l'ampleur des montants en jeu. Dès lors, les banques ont cessé de se prêter de l'argent entre elles¹⁴.

12 - Techniquement, à l'issue de la titrisation, le risque de crédit porté par l'actif est traité comme un risque de marché et, par conséquent, cesse de figurer dans le portefeuille bancaire (« banking book ») pour être comptabilisé dans un portefeuille de négociation (« trading book »). Or les exigences de fonds propres sont plus faibles pour le risque de marché que pour les risques de crédit. Ainsi, si d'un point de vue microéconomique et réglementaire, la titrisation permet de réduire le risque, celui-ci demeure identique d'un point de vue macro-économique.

13 - Les banques se sont engagées dans le développement des produits dérivés sans avoir pris les précautions nécessaires notamment en termes de constitution de fonds propres suffisants, de mise en place des procédures de contrôle pour la maîtrise de ces produits et de recrutement des ressources humaines adéquates.

14 - Les risques qu'entraîne la titrisation pour ceux qui y ont recours ont été sous-estimés. Si bien que les banques se sont très vite trouvées dans l'incapacité d'obtenir la liquidité dont elles avaient besoin lorsque les titres se sont révélés « toxiques ». C'est ce qui a condamné la Northern Rock, dont le modèle économique reposait sur cette technique.

4.2. Rôle des traders et des innovations technologiques

Le progrès des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC) a permis aux acteurs des marchés financiers de disposer d'une capacité de stockage de données financières de plus en plus importantes, d'une puissance de calcul accrue et de modèles mathématiques sophistiqués sur la finance de marché. La confiance aveugle aux modèles et aux systèmes de calcul, au détriment des jugements humains et dans l'ignorance totale de l'évolution du contexte et de la conjoncture, a accru la prise de risques de la part des traders.

4.3. Rôle des rehausseurs de crédit (monolines ou monoliners)

Lorsque la crise a éclaté, les Agences de notation, convaincues que les pertes sur les titres adossés aux crédits subprimes pourraient être transférées aux organismes qui ont rehaussé ces crédits, avaient décidé de mettre sous surveillance les rehausseurs les plus exposés. Cette décision a accru la méfiance du marché à l'égard de ces établissements et obligé du même coup les banques détentrices des titres adossés aux crédits subprimes (ABS, CDO) à constituer des provisions conséquentes. C'est ainsi que la crise s'est propagée sur toute la chaîne du financement.

4.4. Rôle des Agences de notation

L'asymétrie d'information sur le marché du crédit, l'opacité des procédures de titrisation et la mondialisation ont permis à la notation d'occuper une place de plus en plus grande aux yeux des acteurs de la finance. Cependant, la crise de 2007 a révélé l'inefficacité de ces agences dont certains attribuent la contre-performance aux modèles qu'elles utilisent.

En effet, ces modèles sont plus adaptés à l'évaluation des obligations d'entreprise qu'à la notation des titres adossés aux crédits subprimes¹⁵. Or, les agences se sont contentées d'appliquer les mêmes modèles pour évaluer et noter les titres de nature différente, notamment ceux adossés aux crédits subprimes.

En outre, la création relativement récente de ces titres ne permet pas aux agences de notation de disposer de données historiques suffisantes pour estimer avec précision les probabilités des défauts de paiement.

Ainsi, une des conséquences de la crise des subprimes a été son impact sur la crédibilité des Agences de notation¹⁶. En effet, alors que les prémisses de la crise étaient déjà perceptibles en 2006, ces agences avaient maintenu les notes qu'elles avaient attribuées aux titres adossés sur les crédits subprimes, sous-estimant ainsi les risques y afférents. Il a fallu attendre le troisième trimestre de 2007 pour qu'elles commencent à dégrader brusquement la notation de ces actifs, accélérant du même coup, l'instabilité sur les marchés et, partant, la survenance de la crise des subprimes.

¹⁵ - Ces agences ont acquis une longue expérience (plus d'un siècle) dans la valorisation des obligations d'entreprise.

¹⁶ - Les agences de notation les plus connues sont la Standard & Poor's, Moody's, Fitch ou encore Dominion. Ces agences évaluent les titres émis par les banques, les entreprises, les investisseurs et les gouvernements, notamment en appréciant les risques associés à ces titres émis ainsi que la solvabilité de l'émetteur.

4.5. La responsabilité des Autorités monétaires américaines

Certains économistes ont mis en exergue la responsabilité de la FED dans l'avènement de la crise des subprimes¹⁷, notamment en raison de la politique monétaire laxiste des Autorités monétaires américaines au début des années 2000 et du retournement brusque des conditions monétaires à partir de 2004. La hausse brutale du taux directeur, intervenue entre 2004 et 2007, après plusieurs années de taux faibles, a été le déclencheur de la crise des subprimes en entraînant l'augmentation automatique des coûts des crédits indexés sur le taux directeur de la Banque Centrale.

Par ailleurs, la crise financière de 2007 a révélé une insuffisance notable de la politique monétaire mise en œuvre dans les pays occidentaux aux cours des trente dernières années : la négligence de l'objectif de stabilité financière.

Au total, les responsabilités de la crise des subprimes sont partagées entre les différents acteurs. Cette crise financière a inspiré de nouvelles réflexions sur les voies et moyens de renforcer non seulement la supervision du système financier mais aussi la conduite de la politique monétaire.

V. ENCADREMENT DES ACTIVITÉS BANCAIRES ET DES AGENCES DE NOTATION

5.1. Le retour à la Glass Steagle Act

Adoptée en 1933, au sortir de la crise financière de 1929, la Glass Steagle Act distinguait les banques de dépôts des banques d'affaires et délimitait clairement le champ d'activité de chaque catégorie d'établissement. En 1999, cette loi a été abandonnée au profit du Financial Services Modernization Act (le Gramm-Leach-Bliley Act) qui a consacré, notamment, le principe de banque universelle.

Pour certains économistes, c'est ce mouvement vers les banques universelles qui aurait encouragé les innovations financières et accéléré la crise des subprimes. Par conséquent, ils plaident pour un retour à l'esprit de la Glass Steagle Act, c'est-à-dire la réhabilitation de l'intermédiation financière à l'ancienne, afin que les banques reviennent à leurs métiers de base, à savoir la collecte des dépôts et l'octroi des crédits.

5.2. Réforme de la politique des bonus

Poussés par l'exigence de la rentabilité, les dirigeants des banques ont dévié de leurs métiers de base (la distribution des crédits) pour se consacrer de plus en plus aux activités de marché. C'est dans cet esprit qu'une part de plus en plus importante des fonds propres des banques est gérée par les traders qui devraient les placer pour améliorer les résultats de leurs établissements.

17 - Dans un livre qu'elle avait écrit en collaboration avec Milton Friedman, «A Monetary History of the United States, 1867-1960», publié en 1963, Anna Schwartz, dénonçait déjà le rôle de la politique monétaire américaine dans la crise économique qu'ont connue les Etats-Unis à la suite du krach boursier d'octobre 1929. En janvier 2008 (Cf. The Telegraph du 13 janvier 2008), elle soutenait que la FED aurait également une part de responsabilité dans la crise des subprimes.

En contrepartie, ils étaient rémunérés par des bonus proportionnels aux gains réalisés sans être forcément pénalisés en cas de perte. Progressivement, le poids des bonus a dépassé celui des salaires fixes dans les budgets des banques d'affaires.

Cette politique a eu pour effet d'inciter les traders à une prise de risques excessive et à privilégier une logique de court terme. Dès lors, certains experts pensent que ces bonus pourraient être assis sur les résultats obtenus et les pertes réalisées par les traders sur une période de plusieurs années. En effet, Stiglitz (2008) propose que les bonus soient gelés pendant une période de 10 ans à l'issue de laquelle les pertes viendraient en déduction des gains réalisés par les traders.

5.3. Encadrement des activités des Agences de notation

Le nombre réduit de ces agences les place dans une situation d'oligopole. A titre illustratif, le revenu total des trois principales agences de notation du monde a doublé en passant de 3 à 6 milliards de dollars, entre 2002 et 2007.

En outre, ces agences sont critiquées en raison du conflit d'intérêt qu'elles n'ont pas su résoudre en étant à la fois conseillères des banques moyennant rémunération et notateurs des titres que celles-ci émettent. Dès lors, des doutes raisonnables subsistent quant à l'objectivité de leur notation.

Cette situation a amené certains économistes à suggérer une réglementation plus stricte des agences de notation qui consisterait :

- soit à les nationaliser pour créer des Agences de notation publiques nationales ou régionales ;
- soit à ouvrir totalement le secteur à la concurrence pour obliger ces institutions à améliorer leurs modèles et leur efficacité au risque de se voir sanctionner par la loi du marché¹⁸ ;
- en tout état de cause, à interdire tout conflit d'intérêt, consistant en l'exercice conjoint d'activités de conseil aux banques et de notation des titres que ces dernières émettent.

VI. LES IMPLICATIONS DE LA CRISE POUR LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

6.1. Le suivi des prix des actifs

Les Autorités monétaires focalisent généralement leur attention sur le niveau général des prix. Elles considèrent que l'évolution des prix des actifs, parce qu'elle reflète la dynamique de la demande des agents, va de pair avec l'inflation anticipée sur les marchés des biens et services. Par conséquent, dès lors que les Banques Centrales disposent d'une stratégie rigoureuse de maîtrise de l'inflation, le suivi spécifique des prix des actifs n'est pas nécessaire.

¹⁸ - Il convient de signaler qu'en 2006, les Etats-Unis avaient adopté une loi de réforme des agences de notation de crédit (Credit Agency Reform Act). Cette loi, mise en œuvre depuis 2007 par le gendarme de la Bourse américaine, la Securities and Exchange Commission (SEC), vise à promouvoir la concurrence en encourageant l'entrée de nouveaux acteurs dans le secteur.

C'est ainsi que la relative stabilité du niveau général des prix, observée au cours de la période qui a précédé la crise, n'a pas permis aux Autorités monétaires d'appréhender correctement les risques liés à l'expansion des crédits subprimes qui étaient, pourtant, déjà perceptibles à travers la hausse des prix des biens immobiliers.

En mettant clairement en évidence le lien étroit qui existe entre la dynamique des marchés des actifs et la sphère réelle de l'économie, la crise des subprimes et les effets néfastes des bulles immobilières qui en ont résulté ont permis de prendre conscience de l'importance du suivi et de la maîtrise des prix de ces actifs dans la conduite de la politique monétaire.

6.2. La prise en compte de la stabilité financière dans les objectifs de la politique monétaire

Durant la période dite de la grande modération qui a précédé la crise, les Banques centrales ont mis en avant la recherche de la stabilité monétaire, à travers l'objectif de stabilité des prix et le ciblage de l'inflation. La stabilité financière, c'est-à-dire la préservation de la solidité du système financier, semblait ainsi reléguée au second plan au motif qu'elle devrait être normalement assurée dès lors que l'inflation est modérée dans le pays considéré.

La crise de 2007 a montré qu'il n'en est rien puisqu'elle est intervenue en dépit de la relative stabilité des prix observée au cours de la période. C'est pourquoi la politique monétaire doit également accorder une attention particulière à la recherche de la stabilité financière.

6.3. Amélioration de l'efficacité et de l'efficience du rôle de prêteur en dernier ressort

Lorsque des banques d'importance systémique se trouvent en difficulté à la suite d'une crise financière, les Banques Centrales, jouant leur rôle de prêteur en dernier ressort, ont généralement tendance à organiser leur sauvetage, en utilisant les ressources publiques pour leur apporter la liquidité dont elles ont besoin (bail out), plutôt que d'opter pour la liquidation directe telle que prévue par les dispositions de la loi sur les faillites. C'est le principe de "Too Big to Fail" selon lequel certaines banques sont tellement grande que leur faillite peut avoir des conséquences sur tout le système. Dans ce cadre, les Banques centrales disposent de trois instruments d'intervention :

- l'augmentation des montants, de la durée et des fréquences de refinancement en faveur des banques en difficulté¹⁹ ;
- l'assouplissement des procédures de refinancement, notamment celles relatives aux garanties exigées (méthodes non conventionnelles)²⁰ ;
- la baisse de taux directeurs²¹.

19 - Dans certains pays, la durée est passée d'une semaine en moyenne à 3 voire, 6 mois.

20 - La liste des titres admis en support de refinancement ainsi que celle des acteurs éligibles font généralement l'objet de publication officielle. Avec la crise financière, une mesure non conventionnelle a consisté à élargir cette liste pour y intégrer des organismes qui étaient, en temps normal, exclus du marché monétaire. C'est ce qu'a fait la Fed lorsqu'elle a ouvert ses guichets aux banques d'investissement.

21 - Ce fut le cas le 08 octobre 2008, lorsque la FED, la BCE, la Banque d'Angleterre et celles du Canada, de la Suède et de la Suisse, avaient décidé de baisser de 50 points de base (0,5%) leurs taux directeurs.

Encadré N°4

La notion de prêteur en dernier ressort remonte aux économistes néoclassiques (Thornton (1802) et Bagehot (1873)). Elle a été développée pour justifier une intervention massive en faveur des banques en difficulté lorsque le système bancaire connaît une insuffisance de liquidité globale qui risque d'entraîner la faillite généralisée du secteur.

Selon ces deux auteurs, la Banque Centrale devrait fournir de la liquidité aux banques en difficultés temporaires de trésorerie (illiquides) mais qui demeurent solvables. Ce refinancement doit être garanti par des titres apportés par la banque commerciale (preuve de sa solvabilité). Il doit se faire dans un délai très bref, pour un montant sans limite a priori, sous forme de prêt à court terme.

La Banque Centrale devrait à cet égard appliquer un taux de pénalité afin d'éviter le risque d'aléa moral qui consiste, pour les banques, à ne fournir aucun effort dès lors qu'elles savent que l'institut d'émission est disposé à leur venir en aide en cas de difficulté.

Dans les faits, cependant, force est de constater que les préceptes de Thornton et Bagehot ne sont guère systématiquement suivis par les Autorités monétaires.

Durant la crise de 2007, une triple mutation de la fonction de prêteur en dernier ressort a été observée :

- **dans sa philosophie** : le paradigme de base, qui consistait à ne fournir de la liquidité qu'aux banques solvables et à liquider les institutions insolubles, a été supplanté par le principe "Too Big To Fail" selon lequel les Autorités ont l'obligation de sauver de la faillite toutes les institutions de grande taille, y compris celles qui ne sont pas solvables afin d'éviter une crise systémique ;
- **dans la répartition des rôles** : un partage de responsabilité a été observé entre les Gouvernements, qui interviennent dans des opérations de recapitalisation des banques et les Banques centrales qui fournissent la liquidité nécessaire au système bancaire suivant des méthodes non conventionnelles ;
- **dans le choix des modes d'intervention** dont la gamme s'est diversifiée :
 - ✓ pour les États, les outils vont des apports en capital, à la fourniture de garanties, en passant par la création de structures de défaisance (ou bad banks) pour gérer les actifs toxiques,
 - ✓ pour les Banques centrales, les opérations vont jusqu'à la fourniture illimitée de la liquidité sur une plus longue période et aux achats de titres souverains.

Cette mutation de la fonction de prêteur en dernier ressort a eu plusieurs conséquences, à savoir :

- l'aléa moral qui consiste, pour les grandes banques, à prendre des risques excessifs du seul fait que leur taille leur garantit le soutien inconditionnel des Autorités ;
- les coûts élevés de l'intervention pour la collectivité²². En effet, l'intervention des Autorités au motif du "Too Big To Fail" risque de couvrir la mauvaise gestion des grandes institutions au détriment des deniers publics.

22 - Selon la Commission Européenne, les aides accordées au secteur financier de la zone ont atteint 4.100 milliards €, dont 2.000 ont été utilisés en 2008 et 2009. Le FMI chiffre à 1.000 milliards €, soit 8 % du PIB de l'Union européenne, les pertes subies par les banques européennes entre 2007 et 2010.

Dès lors, il est apparu nécessaire de mieux encadrer le recours au prêteur en dernier ressort. Ce qui fut pris en compte dans le cadre de la supervision micro et macroprudentielle.

VII. VERS UN CHANGEMENT DU PARADIGME EN MATIERE DE SUPERVISION MICRO-PRUDENTIELLE

La crise des subprimes a remis en question l'efficacité du système de supervision en vigueur dans les pays développés et montré que le seul respect des normes prudentielles classiques ne met nullement les banques à l'abri d'une crise. C'est fort de ce constat que les spécialistes et les régulateurs ont commencé à réfléchir sur une autre manière de superviser le système bancaire et financier.

7.1. Renforcement de la surveillance des acteurs de la finance

La réglementation prudentielle contraint chaque banque à détenir un montant de fonds propres en adéquation avec les risques auxquels elle s'expose de par les actifs qu'elle détient. Pour déterminer ce montant, des coefficients de pondération sont affectés aux différentes catégories d'actifs composant le portefeuille de la banque (ratio Cooke et ratio McDonough).

La crise de 2007 a mis à rude épreuve l'efficacité d'un tel dispositif. La principale raison vient de ce que la régulation prudentielle ne s'appliquait pas aux institutions non bancaires. En effet, les fonds d'investissement, les SPV et les SIV ne sont, ni assujettis au respect des normes en matière de fonds propres, ni soumis aux exigences de publication d'information (reporting) et de transparence qui s'imposent aux banques. Cette situation a été exploitée par les banques qui ont titrisé leurs crédits pour transférer une partie de leurs risques aux SIV et SPV²³.

Pour décourager de tels comportements et inciter les banques à évaluer et vérifier constamment la qualité des actifs sous-jacents aux produits dérivés, la surveillance des véhicules financiers doit être renforcée et leurs produits mieux régulés. A cet égard, certains économistes ont préconisé :

- l'extension du champ du contrôle prudentiel aux fonds d'investissement exerçant certaines fonctions de banque ;
- la délégation, dans certains cas, aux banques commerciales, de la surveillance des activités de leurs véhicules financiers, pour un suivi et une évaluation plus rigoureuse des risques portés par ces véhicules ;
- l'adoption de dispositions obligeant les banques à réintégrer dans leurs propres bilans les activités de leurs SIV. A cet égard, René Ricol (2008) suggère que les banques conservent au moins 20% des encours titrisés dans leurs bilans ;
- l'application des exigences de fonds propres plus strictes pour les émetteurs des produits dérivés afin de limiter les effets pervers des innovations financières. Ce qui implique le retour à l'esprit des premiers accords de Bâle (Bâle-1) ;
- l'incitation des acteurs à recourir aux marchés organisés des titres, plutôt qu'aux opérations de gré à gré²⁴.

23 - Ces organismes, tout comme les services off-shore (les paradis fiscaux) et les produits dérivés non régulés, ont pris de l'importance au cours des dernières années, mettant ainsi en péril le système financier mondial. Le cas le plus fréquent est le développement des marchés de gré à gré qui échappent, par définition, à tout contrôle.

24 - En effet, ces marchés encouragent la standardisation des instruments et la transparence, à travers les chambres de compensation qui exigent des participants la constitution des dépôts de garantie et des fonds propres adéquats.

7.2. Introduction de deux (2) nouvelles normes relatives aux risques d'illiquidité (Bâle-3)

Durant la période précédant la crise de 2007, l'ampleur du risque d'illiquidité a été sous-estimée par les dirigeants des banques occidentales, ces derniers étant convaincus de la disponibilité des ressources sur le marché interbancaire²⁵.

En réalité, même les accords de Bâle 2 avaient relativement négligé le risque d'illiquidité en se focalisant principalement sur les exigences de fonds propres. Du coup, les Autorités de régulation nationales n'ont pas accordé à la liquidité toute l'importance qu'elle mérite dans le cadre de leurs activités de supervision²⁶.

C'est pourquoi, dès 2008, tirant les leçons de la crise, le Comité de Bâle a publié, à l'intention des banques et des autorités de régulation, un document intitulé "*les principes d'une saine gestion et de surveillance du risque de liquidité*". Parallèlement, les Ministres des Finances et les Gouverneurs des Banques Centrales du G20 ont reconnu, dès septembre 2009, la nécessité d'adopter de nouvelles normes de liquidité, en particulier pour les banques de dimension internationale.

L'objectif recherché était d'imposer au système bancaire de conserver une partie de ses investissements ou placements sous forme d'actifs liquides, facilement cessibles sur les marchés financiers en cas de besoin de trésorerie²⁷.

C'est ainsi que, dans le cadre des accords de Bâle-3, deux (2) nouveaux ratios de liquidité ont été définis, à savoir le ratio de liquidité à court terme et celui à long terme.

Le ratio de liquidité à court terme (Liquidity Coverage Ratio) mesure le rapport entre, d'une part, l'encours des actifs liquides dits de haute qualité et non grevés détenus par la banque (mobilisables en moins d'un mois)²⁸ et, d'autre part, les sorties prévisibles sur la courte période (par exemple les demandes de retrait sur le mois) y compris les engagements hors bilan (les garanties et cautions données par la banque).

Ce ratio, qui devrait permettre aux établissements de crédit de disposer de ressources liquides de haute qualité suffisantes pour faire face à des sorties de trésorerie cumulatives sur une durée de 30 jours, a été fixé à 100% au minimum à l'échéance 2015, dans le cadre de Bâle-3²⁹, soit :

Encours d'actifs liquides de haute qualité non grevés	X 100 ≥ 100 %
Total des sorties nettes de trésorerie sur 30 jours calendrier	

25 - En réalité, le problème n'était pas imputable à une insuffisance de liquidité au sein du système mais plutôt à l'absence d'information et à l'incertitude qui ont poussé les banques à cesser de se faire confiance.

26 - Les exigences réglementaires en matière de liquidité varient d'un pays à l'autre et ne prennent pas suffisamment en compte l'évolution croissante de la liquidité de marché.

27 - Toutefois, la détention d'actifs liquides risque d'accroître les coûts des services bancaires.

28 - Un actif ou un titre est dit «liquide de haute qualité» s'il est aisément et immédiatement cessible sur le marché financier en ne perdant guère de sa valeur c'est-à-dire avec une très faible décote dans la pire des situations (période de fortes tensions sur les marchés). Un actif est dit non grevé lorsqu'il n'est pas engagé ou immobilisé comme garantie, sureté ou pour rehausser un crédit. Toutefois, les actifs liquides de haute qualité qui sont déposés comme garanties à la Banque Centrale ou dans un organisme public, mais qui demeurent non utilisés, peuvent être inclus dans l'encours d'actifs liquides non grevés.

29 - Le ratio de couverture des besoins de liquidité à court terme pourrait aussi être déterminé à partir des résultats d'un stress test (exercice de simulation) consistant à estimer le niveau auquel la banque éviterait de tomber dans une situation de crise de liquidité d'une durée de 30 jours (incapacité à rembourser les crédits et retrait des dépôts).

Ces actifs liquides de haute qualité sont composés notamment des encaisses, des dépôts à la Banque Centrale et des titres d'Etat.

Quant aux sorties de trésoreries nettes, elles sont calculées par la différence entre les entrées de ressources anticipées durant les 30 prochains jours calendaires et les sorties estimées sur la même période. Cette variable couvre notamment les retraits des dépôts, les produits et charges des actifs venant à échéances, etc..

Le ratio de liquidité de long terme ou ratio structurel (Net Stable Funding Ratio) est défini par le rapport entre les financements stables disponibles ou ressources stables (fonds propres de base et complémentaires, dépôts à terme, titres de dette..) et les financements stables exigés ou emplois à moyen et long terme (crédits à moyen et long terme, créances en souffrance, titres de placement, immobilisations financières,...). Ce ratio, normé à 100%, a pour but de s'assurer que les actifs à long terme soient financés par un montant minimum de passifs stables. Autrement dit, il vise à dissuader les banques à octroyer des crédit de long terme sur la base des ressources de court terme.

Ainsi :

$\frac{\text{Montant de financements (ressources) stables disponibles}}{\text{Montant de financements stables exigés (emplois à moyen et long terme)}} \times 100 \geq 100 \%$
--

Le financement stable disponible représente des ressources stables et fiables sur une durée d'un (1) an. Toutefois, il convient de signaler qu'il n'est pas tenu compte du recours prolongé aux facilités de la Banque Centrale.

Initialement, les dates d'entrée en vigueur de ces normes était le 1er janvier 2015 pour le ratio de liquidité de court terme et le 1er janvier 2018 pour la norme de liquidité de long terme. Cependant, ces normes ont été très mal accueillies et sévèrement critiquées par les acteurs du système bancaire des pays occidentaux qui les ont jugées trop strictes et de nature à décourager le financement des économies.

En effet :

- s'agissant de la décision de retenir principalement les titres d'Etat comme actifs liquides à conserver, la crise de la dette souveraine a montré que certaines obligations d'Etat peuvent se révéler très peu liquides car difficiles à céder ;
- de même, le fait d'immobiliser des actifs pour constituer un coussin de sécurité risque de décourager l'offre de crédits aux agents économique et, partant, constituer un frein à la reprise économique ;
- en outre, la Commission Européenne avait, parallèlement, demandé aux banques européennes secourues au début de la crise de rembourser, avant 2015, les prêts que la BCE leur avait accordés en 2008. Dans ces conditions, l'échéance de 2015 pour le ratio de liquidité de court terme apparaît difficile à respecter.

Encadré N°5 : Le concept de liquidité

La liquidité est un concept difficile à appréhender qui repose essentiellement sur la confiance entre les acteurs, sur la transparence et la traçabilité des risques, sur la capacité des acteurs à évaluer ces risques ainsi que sur la crédibilité des pouvoirs publics, en particulier les Banques centrales, dans leur rôle de prêteur en dernier ressort.

Trois grandes définitions de la liquidité sont couramment utilisées dans la littérature (Cf. « La liquidité en période de turbulences financières », Banque de France, Revue de la stabilité financière, n° 11, Février 2008) :

- la liquidité d'un produit financier, qui reflète la facilité avec laquelle il peut être échangé contre du numéraire sans perdre de sa valeur ;
- la liquidité de marché, qui désigne la capacité du marché à absorber des transactions sur un volume donné d'actifs ou de titres sans que cela affecte leurs cours ;
- la liquidité monétaire, qui se rapporte à la quantité d'actifs totalement liquides circulant dans l'économie. Elle est généralement mesurée par un agrégat monétaire plus ou moins large, ou par le rapport de cette valeur au PIB nominal.

D'autres concepts de la liquidité sont :

- la liquidité de financement, qui désigne la facilité avec laquelle les agents économiques peuvent obtenir un financement externe ;
- la liquidité de bilan des entreprises du secteur non financier, qui correspond au montant des actifs liquides figurant à l'actif ;
- la liquidité bancaire, qui reflète la capacité d'une banque à honorer ses engagements immédiats.

Tous ces concepts sont distincts les uns des autres. Ils sont également étroitement liés avec une plus ou moins grande complexité.

Face à ces critiques, et dans un souci de préservation de la croissance économique, le Comité de Bâle a décidé, le 6 janvier 2013, de repousser l'échéance de quatre (4) années (2019) pour le respect du ratio de liquidité de court terme. Désormais, la norme exigée aux banques en 2015 n'est que de 60% et elle devrait augmenter de 10 points de pourcentage tous les ans pour atteindre le niveau de 100% en 2019. Toutefois, la date initiale d'entrée en vigueur de la norme de liquidité de long terme (2018) a été maintenue en attendant les études et évaluations en cours sur cet indicateur.

En outre, le comité de Bâle a décidé d'élargir la liste des actifs considérés comme liquides (réserves de liquidité) pour intégrer les obligations d'entreprises notées au minimum BBB-, les emprunts hypothécaires titrisés, notamment les RMBS, dont la note est supérieure à AA ainsi que certaines actions. Cependant, du fait du faible degré de liquidité de ces actifs, ceux-ci ne devraient pas, après décote, représenter plus de 15 % du total des actifs éligibles de la banque.

7.3. Durcissement des exigences en matière de fonds propres dans le cadre des accords de Bâle

Dès les premiers moments de la crise des subprimes, les accords de Bâle 2, entrés en vigueur en 2008, avaient introduit des dispositions permettant de corriger certaines insuffisances de la réglementation, notamment au niveau de la détermination des fonds propres³⁰. Ces accords prévoient notamment :

- l'extension et la redéfinition des risques à couvrir ;
- l'introduction d'un nouvel outil, le ratio de levier, dont la détermination est indépendante de la pondération des risques mais qui permet de prendre en compte les opérations hors-bilan. En effet, ce ratio est mesuré par le rapport entre les fonds propres de base ou noyau dur (Tier 1) et l'actif total de la banque (y compris certains engagements hors bilan). Cet instrument, destiné à décourager les prises de risque excessives par les banques, limite le risque total de ces dernières (leur actif) à 33 fois le noyau dur de leurs fonds propres (Tier 1).

Dans le même ordre d'idées, pour renforcer la solvabilité des banques à travers leurs fonds propres, réduire la volatilité des résultats bancaires et décourager l'expansion des crédits dans les périodes de vaches grasses, Michel Aglietta (2008) a suggéré de leur imposer la constitution de "provisions ex-ante". Ces provisions seraient calculées sur la base des recettes anticipées (par exemple sur toute la durée de leur cycle de production).

Avec Bâle-3, une innovation a été introduite à travers «un volant de fonds propres contra-cyclique» qui consiste à exiger aux banques d'augmenter le niveau de leurs fonds propres durant les périodes d'expansion économique afin d'atténuer les risques de crise systémique. Ainsi, dans chaque pays, les Autorités nationales peuvent désormais accroître le niveau des fonds propres requis selon leur appréciation du risque lié à la dynamique des crédits.

Au total, Bâle-3 a mis en évidence non seulement l'importance de la solidité individuelle de chaque banque, mais aussi la nécessité d'adopter une démarche globale (macroprudentielle) de manière à renforcer la résilience des marchés et du système dans son ensemble.

VIII. Vers une nouvelle architecture de la surveillance macro-prudentielle

Depuis la crise des subprimes, la politique prudentielle est appréhendée de manière holistique, comme un ensemble à plusieurs étages inter-reliés :

- *en amont de la crise*, des actions préventives sont nécessaires, à travers la mise en place d'un système d'alerte précoce. Cela implique non seulement la définition de normes spécifiques aux banques de grande taille, mais aussi la création d'observatoires du risque systémique et le durcissement des règles prudentielles³¹ ;

30 - Pour évaluer ces risques, les banques sont appelées à utiliser des modèles de portefeuille ou à défaut, faire appel à la notations de leurs titres.

31 - Le projet de passage à Bâle-3 fait partie de cette dynamique.

- *pendant la crise*, la gestion de celle-ci doit faire intervenir plusieurs acteurs, notamment la Banque Centrale et les Etats en tant que prêteurs en dernier ressort, sans pour autant négliger l'importance de la micro-supervision pour la gestion des situations individuelles par des moyens non conventionnels ;
- *en aval de la crise*, il importe d'adopter des politiques de soutien aux banques d'importance systémique en préservant au maximum les ressources de la collectivité.

Les réformes engagées par le G20 et le Conseil de Stabilité Financière s'inspirent de cette démarche.

8.1. Définition des normes macroprudentielles

Outre le renforcement du cadre actuel de régulation micro-prudentielle (le ratio de fonds propres), les accords de Bâle-3, qui entreront progressivement en vigueur selon un calendrier allant de 2013 à 2019, prévoient une dimension macroprudentielle. Ce dispositif, qui concerne les institutions de grande taille, vise à limiter l'aléa moral et le risque systémique ainsi que les coûts de la faillite éventuelle de ces institutions pour la collectivité. Dans cette optique, le calcul des fonds propres requis intègre :

- un volant contra-cyclique dont l'objectif est d'atténuer les prises excessives de risque : selon l'appréciation des régulateurs, entre 0% et 2,5 % des engagements des banques doivent être couverts par les fonds propres ;
- une exigence supplémentaire de constitution de fonds propres (noyau dur ou Tiers 1) pour les banques systémiques : entre 1 % et 2,5 %, voire même 3,5 % des engagements.

Au total, pour les banques de taille systémique, la réforme devrait se traduire par un doublement des exigences de fonds propres qui passeraient alors de 8 % à 15,5 % voire même 16,5 % de leurs engagements.

8.2. La surveillance macroprudentielle dans la zone Euro

Tirant les leçons de la crise, l'Union Européenne a entrepris, dès 2008, la refonte de son cadre de régulation et de supervision des activités financières. C'est dans cet esprit qu'un rapport a été élaboré par un groupe d'experts présidé par Jacques de La Rosière (ancien Directeur Général du FMI).

Adoptée en octobre 2010, la réforme européenne de la supervision financière devait s'achever à la fin de l'année 2012. Elle repose sur la création de deux (2) instances régionales, à savoir :

- **une instance de surveillance macroprudentielle dénommée "Conseil Européen du Risque Systémique" (CERS)**, chargée de la prévention des risques systémiques. Cet organe collecte les informations nécessaires, identifie les risques, émet des signaux d'alerte précoces et recommande les mesures idoines. Regroupant l'ensemble des Banques centrales de l'Union, ce Conseil fonctionne comme un cellule de veille qui pourrait remonter ses notifications et recommandations jusqu'au niveau du Conseil des Ministres ;

- **une instance de coordination des organes nationaux de surveillance micro-prudentiel, le "Système Européen de Supervision Financière" (SESF)**, issue de la transformation des trois Comités sectoriels de contrôleurs existant au niveau européen (les comités de niveau 3 du processus de Lamfalussy)³², en trois Autorités dotées de compétences réglementaires dans trois branches distincts à savoir les banques, les assurances-pensions et les valeurs mobilières (bourse). Ces nouvelles Autorités européennes ont notamment pour tâche, avec des moyens et des pouvoirs renforcés :
 - ✓ d'harmoniser les principes et les pratiques en matière de supervision entre les différents organismes nationaux de régulation, afin de développer une culture commune au sein de la zone ;
 - ✓ d'agréer et de superviser les institutions financières de dimension européenne et les agences de notation ;
 - ✓ de renforcer la coordination entre les organes nationaux en matière de supervision des entreprises transfrontalières³³ et de gestion des crises.

Encadré N°6 : Les deux niveaux de surveillance (micro et macro prudentielle) dans l'UE

Le Conseil Européen du Risque Systémique (CERS) est présidé par le Président de la BCE. Les 14 membres de son Comité Directeur comptent 7 représentants de la BCE et les présidents des trois Autorités micro-prudentielles. Le Conseil Général inclut, en sus, les gouverneurs des 27 banques centrales nationales de l'Union. Par ailleurs, le CERS travaille avec les moyens de la BCE, qui, en assurant son secrétariat, lui fournit un support « analytique, statistique, logistique et administratif ».

Cet organe, dépourvu de pouvoirs contraignants, ne dispose pas non plus de la personnalité juridique. Sa forte dépendance vis-à-vis de la BCE et du SEBC en a fait un organe consultatif, notamment entre, d'une part, la BCE et le SEBC et, d'autre part, les Autorités de micro-supervision.

Les trois Autorités composant le Système Européen de Supervision Financière (SESF) sont opérationnelles depuis le début de l'année 2011. Ces nouvelles instances (l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers) sont notamment composées des 27 responsables des autorités publiques nationales compétentes dans le secteur concerné.

Ces trois Autorités de supervision micro-prudentielle sont en réalité la transformation des trois Comités des contrôleurs créés il y a une dizaine d'années. En effet, à la suite du rapport Lamfalussy de 2001, trois Comités de contrôleurs ont été institués pour améliorer la législation européenne et la surveillance. Avant leur transformation en Autorités, les Comités sectoriels de contrôleurs jouaient plutôt un rôle de médiateur informel. Ils étaient purement consultatifs. Plusieurs tentatives de renforcement de ces Comités ont été faites pour leur permettre d'accomplir efficacement leurs missions. A cet égard, des moyens un peu plus contraignants leur ont été fournis - tels que le principe de "comply or explain" (se conformer ou s'expliquer) permettant de faire injonction à une institution ou une Autorité de se justifier lorsqu'elle se dérobe par rapport à une prescription.

32 - Les trois (3) comités de niveau 3 de Lamfalussy sont : le Comité Européen des Contrôleurs Bancaires (CEBS), le Comité Européen des Contrôleurs des Assurances et des Pensions Professionnelles (CEIOPS) et le Comité Européen des Régulateurs des Marchés des Valeurs mobilières (CESR). Ces Comités étaient purement consultatifs.

33 - Les entreprises transfrontalières sont celles qui exercent dans plusieurs pays, tels que les grands groupes bancaires transnationaux, et dont la surveillance implique les organes de supervision du pays d'origine et ceux des pays d'accueil. Pour améliorer la coordination entre ces superviseurs, l'Union Européenne est en train de généraliser la mise en place de collèges qui regroupent, grande banque par grande banque, l'ensemble des superviseurs impliqués, en vue de réguler de manière harmonieuse ce genre d'établissements.

8.3. La supervision macroprudentielle aux Etats-Unis : la loi Dodd-Frank ou la Wall Street Reform and Consumer Protection Act

La crise des subprimes a conduit les Autorités américaines à prendre une série de mesures destinées à préserver la stabilité financière, à travers une loi dénommée Dodd-Frank³⁴.

Signée le 21 juillet 2010 par le Président Barack Obama, cette loi de régulation financière traite de la prévention du risque systémique, de la limitation des activités spéculatives, du principe de «Too Big To Fail» et de la régulation des marchés dérivés.

8.3.1. La prévention du risque systémique : le FSOC et l'OFR

Comme dans le cas de l'UE, la loi Dodd-Frank a prévu la création d'un organe de surveillance de la stabilité financière, dénommé le **Financial Stability Oversight Council (FSOC)**. Il s'agit d'une structure indépendante, placée sous la responsabilité du Secrétaire du Trésor Américain, qui poursuit deux (2) principaux objectifs :

- prévenir le risque systémique à travers un système d'alerte précoce. A cet égard, le FSOC analyse le comportement des principaux acteurs sur les marchés financiers et identifie les risques potentiels sur la stabilité financière ;
- prendre les dispositions idoines pour juguler, à temps, les menaces identifiées. Ainsi, le FSOC soumet ses avis au Congrès et à la FED pour leur permettre de prendre les mesures préventives qui s'imposent. En outre, il dispose de pouvoirs lui permettant, à la majorité des 2/3 des votes, de demander à la FED la mise sous surveillance rapprochée de toute institution financière jugée à risque. Lorsque la situation l'exige, il peut également lui demander de renforcer ses règles et normes prudentielles.

Le FSOC est assisté par un organe technique dénommé "**Office of Financial Research (OFR)**" qui collecte les informations nécessaires et apprécie la profondeur du risque systémique. A la demande du FSOC, cet organisme peut également inspecter ou auditer les institutions financières bancaires et non bancaires.

8.3.2. La limitation des activités spéculatives des institutions financières : la réaffirmation de la règle Volcker

L'un des objectifs de la loi Dodd-Frank est d'interdire aux institutions financières d'engager leurs ressources (dépôts de la clientèle et concours reçus de la Banque Centrale) dans des opérations spéculatives pour leur propre compte. Ce principe, déjà connu sous le nom de "règle Volcker" (ancien Gouverneur de la FED), impose aux banques de séparer leurs activités dites de trading sur fonds propres de celles relevant de banque de dépôt ou de banque d'affaires. On parle de trading pour compte propre lorsqu'une banque s'engage dans des opérations de hedge fund (opérations de gestion d'actifs et de négoce des produits structurés et de dérivés) qui sont normalement prohibées pour les banques de dépôt, afin de protéger les ressources des déposants³⁵.

34 - La loi Dodd-Frank tient son nom de ses deux inspirateurs, à savoir le député Barney Frank et le sénateur Chris Dodd, Président du Comité du Sénat américain sur les secteurs bancaire et immobilier et les affaires urbaines. La mise en œuvre effective de cette loi devrait nécessiter, selon les experts, environ 533 décrets d'application, une soixantaine d'enquêtes et environ une centaine de rapports, sur la période allant de 2010 à 2014.

35 - Toutefois, il est extrêmement difficile de distinguer les opérations pour compte propre, essentiellement spéculatives, des transactions de teneur de marché effectuées pour le compte de la clientèle et dans laquelle le trader fournit un service de commercial.

Après la crise des subprimes, et surtout depuis le scandale des CDO « Abacus » de la banque Goldman Sachs³⁶, la règle Volcker a été élargie pour introduire des dispositions limitant l'importance des investissements spéculatifs dans les actifs des banques (amendement Merkley-Levin)³⁷. Ainsi, afin d'éviter aux banques une crise de liquidité en cas d'effondrement des fonds spéculatifs, la loi Dodd-Frank limite :

- d'une part, le niveau de la participation des banques et organismes d'assurance dans le capital des fonds de pension ou des fonds de capital-investissement (capital-risque) : cette prise de participation ne devrait pas dépasser 3% ;
- d'autre part, le montant total qu'une banque est autorisée à investir dans ces fonds, en exigeant que celui-ci soit plafonné à une certaine proportion de ses actifs liquides.

8.3.3. La résolution des crises financières : vers l'abandon du principe de "Too Big To Fail"

Pour limiter les effets pervers du "Too Big To Fail", la loi Dodd-Frank a introduit des dispositions obligeant les actionnaires de ces banques à contribuer aux efforts de redressement de leurs établissements, notamment sous forme d'apports en capital. Ainsi, les coûts de la résolution des crises sont transférés aux actionnaires des banques plutôt qu'aux Autorités publiques et aux contribuables³⁸.

8.3.4. La régulation des marchés dérivés

La crise financière a mis en évidence que les produits dérivés peuvent avoir des effets pervers systémiques, en liaison avec le déficit de transparence qui caractérise leurs opérations. Dès lors, il est apparu important de renforcer non seulement le contrôle des hedge funds mais aussi la surveillance des produits dérivés.

C'est dans cet esprit que la loi Dodd-Frank a préconisé l'élargissement du champ de supervision de la Banque Centrale pour y inclure toutes les institutions financières non bancaires exerçant les activités de banque³⁹. A cet égard, elle a renforcé la régulation des fonds de placement :

- en modifiant le cadre réglementaire régissant l'exercice de la profession dans les fonds de placement : désormais, même la profession de conseiller en placement est soumise à la procédure d'agrément ;

36 - En effet, au mépris de toute déontologie, la banque Goldman Sachs avait poussé ses clients à investir dans les titres dits « CDO Abacus » alors même qu'elle avait parié sur la baisse de la valeur de ceux-ci, jouant ainsi un double jeu pour gagner de l'argent sur ces placements pour compte propre.

37 - Cette nouvelle règle est le fruit d'un compromis entre ceux qui réclamaient la séparation stricte entre banque de dépôt et banque d'investissement (le retour à l'esprit du Glass-Steagall Act) et ceux qui considéraient qu'un tel revirement risquerait d'affecter la compétitivité des banques américaines par rapport aux établissements de crédit européens qui jouissent du statut de banque universelle. En effet, face à la crise des subprimes, une des solutions préconisées était le retour à l'esprit de la Glass-Steagall Act. Mais cette option a été écartée au motif que les grandes banques européennes, qui se sont révélées plus compétitives que les établissements américains, étaient toutes des banques universelles.

38 - En outre, cette loi oblige les responsables des banques à proposer à l'avance, leurs plans de liquidation en cas de faillite (le «leaving will»).

39 - Cette option implique la révision des statuts mêmes de la FED (le Federal Reserve Act de 1913).

- en imposant à ces fonds des obligations de reporting aux autorités de régulation : sur leur taille, l'effet de levier, les lignes de crédit, la structure de leur capital (concentration des actionnaires), les montants des investissements réalisés dans les différentes classes d'actifs et selon la répartition géographique.

La loi Dodd-Frank a également permis des avancées notables dans la régulation des produits dérivés à travers :

- des dispositions consacrées aux conditions d'accès aux marchés qui renforcent les exigences en capital et en dépôts de garantie (appels de marge) pour les établissements impliqués dans les opérations sur produits dérivés ;
- des mesures visant à réduire les risques inhérents aux produits échangés de gré à gré⁴⁰,
 - ✓ en incitant les opérateurs à recourir aux modes de règlement centralisés (chambres de compensation) à l'image de ce qui se fait déjà sur les marchés des matières premières. En effet, le recours aux contreparties centrales permet de réduire le risque de contagion financière en cas de crise⁴¹ ;
 - ✓ en imposant, parallèlement, certaines conditions aux chambres de compensation, notamment en termes de solidité et de gouvernance ;
 - ✓ en exigeant à tout émetteur de produits tels que les CDO de retenir (provisionner pour) au moins 5% du risque de crédit lié aux actifs auxquels ces titres sont adossés ; c'est la règle dite du "skin in the game" ;
- le renforcement de la transparence sur les marchés des dérivés à travers un reporting régulier auprès des autorités de régulation et du public (le marché)⁴².

8.4. La coordination et l'amélioration de la gouvernance financière à l'échelle mondiale

Les réflexions internationales sur l'amélioration du fonctionnement des marchés financiers et la réduction des risques systémiques sont menées dans le cadre du «Forum sur la Stabilité Financière» (FSF) qui rassemble les Banques Centrales, les Superviseurs des grandes places financières et diverses organisations financières internationales tel que le FMI et l'OCDE⁴³.

A l'issue de la réunion du G20 d'avril 2009, le FSF a été transformé en un «Conseil de Stabilité Financière» (CSF). Cette réunion a reconnu la nécessité de renforcer le rôle du FMI dans le système de surveillance de la stabilité financière mondiale. Toutefois, l'idée initiale de faire du Fonds une sorte de Banque Centrale mondiale dans le cadre d'une refonte du système de Bretton Woods, a été progressivement remplacée par celle d'en faire une sorte de coordonnateur du système de régulation mondiale dans le but :

40 - Les produits dérivés vendus de gré à gré, appelés Over The Counter (OTC), constituent la majeure partie des opérations sur les marchés dérivés.

41 - La loi Dodd-Frank Act vise à obliger 60 % des produits dérivés OTC à rentrer dans ce régime.

42 - C'est ainsi par exemple que la loi Dodd-Frank rend notamment obligatoire la publication des données sur les opérations de swap. A cet égard, la loi exige aux opérateurs de créer une nouvelle entité, le Swap Data Repository (SDR) ou «référentiel central» qui sera chargé de collecter et de diffuser les informations, notamment sur la liquidité, le volume des transactions et le management du risque.

43 - Le Forum de stabilité financière (FSF) a été créé en 1999 à l'initiative des Ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G7, à la suite des perturbations financières survenues en 1997 et 1998 (crise asiatique). Depuis lors, le FSF a été élargi à plusieurs autres pays (Australie, Pays-Bas, Hong-Kong, Singapour, Suisse). En mars 2009, il a décidé d'intégrer en son sein des représentants de l'ensemble des pays du G20. Il comporte également des représentants de plusieurs institutions internationales telles que le FMI, la BCE, l'OCDE, la Banque Mondiale, le Comité de Bâle, l'IASB. Son secrétariat est assuré au sein de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) de Bâle.

- au plan micro-prudentiel, de renforcer la coordination des organismes nationaux de supervision autour du FMI ;
- au plan macroprudentiel, de créer un observatoire mondial du risque systémique, autour du FMI et de la Banque des Règlements Internationaux (BRI).

8.4.1. Renforcer la coordination mondiale des superviseurs nationaux pour un meilleur contrôle des entités systémiques transfrontalières

Avant la crise, les pays occidentaux abordaient les questions des règles financières de manière très disparate. Le système financier mondial était fragmenté et non harmonisé, favorisant ainsi les comportements dangereux dans certaines zones ainsi que l'arbitrage réglementaire, notamment la migration d'un certain nombre d'institutions financières ou de leurs activités vers des centres plus accommodants en matière de surveillance.

Il est alors apparu indispensable d'améliorer la coordination entre les superviseurs nationaux, en particulier pour les grands groupes bancaires transnationaux ou transfrontaliers.

Pour renforcer la surveillance sous l'angle de l'application des règles prudentielles, le FMI pourrait également être d'une grande utilité en surveillant la mise en œuvre des recommandations formulées par les organes nationaux de supervision.

8.4.2. Mettre en place un système mondial de surveillance macroprudentielle autour du FMI

La surveillance macroprudentielle pourrait être renforcée au plan mondial, à travers la mise en place de cellules de veille qui seront à l'affût des comportements anormaux, des abus d'effets de levier et des risques inhérents à certaines procédures de titrisation engagées par les institutions financières. Il s'agirait de créer un cadre mondial autour duquel les organes régionaux de contrôle ou de veille systémique se retrouvent pour comparer leurs observations et conforter leurs avis.

Le FMI pourrait jouer un rôle déterminant dans ce processus notamment à travers une de ses instances, le Comité financier, qui se réunit régulièrement sur les questions liées à la stabilité financière dans le monde. Ce Comité deviendrait ainsi un véritable Conseil de veille systémique disposant de réels pouvoirs de décision.

A terme, un mécanisme permettant de rendre les régulateurs nationaux responsables (accountability) vis-à-vis d'un organe de dimension mondiale, tel que le FMI, pourrait être créé.

Conclusion

Le développement et la complexification des produits dérivés est partie intégrante du mouvement irréversible de la déréglementation des marchés financiers dans le monde. Les avantages des innovations financières ne font guère de doute, notamment en termes de réduction des coûts de transaction, de distribution et diversification des risques, de souplesse et d'efficacité des marchés.

Toutefois, la crise des subprimes a montré que les innovations financières peuvent être porteuses de risques et engendrer une crise systémique alors même que les outils traditionnels de suivi des risques financiers font apparaître une situation des plus normales. Cette crise a inspiré les réflexions en vue de la révision du cadre de conduite de la politique monétaire afin d'associer de manière optimale la poursuite de l'objectif de stabilité des prix et la recherche de la stabilité financière.

Par ailleurs, la crise des subprimes invite à l'adoption d'une nouvelle vision de la supervision bancaire et financière qui implique, d'une part, la réforme du dispositif microprudentiel et, d'autre part, l'élargissement du champ de la supervision aux marchés des produits dérivés, dans une démarche macroprudentielle. A cet égard, les réflexions menées aux Etats-Unis, en Europe et dans le cadre du G20, ont conduit à l'adoption de réformes d'envergure.

Cependant, quelques différences philosophiques méritent d'être soulignées entre l'approche américaine et la réforme proposées par l'Union Européenne. La réforme européenne semble avoir mis l'accent sur les accords de Bâle-3 en se focalisant notamment sur les méthodes de pondération des risques, sur le contrôle des hedge funds, sur l'encadrement des agences de notation et sur la taxation du système bancaire pour financer la crise. Quant aux Autorités américaines, elles ont privilégié, entre autres, la normalisation de l'effet de levier, la limitation du trading pour compte propre par les banques (la règle Volcker) et le transfert des coûts de la crise aux actionnaires des banques en difficulté.

Cependant, les nouvelles règles prudentielles, notamment celles définies dans le cadre des accords de Bâle-3, suscitent un certain nombre d'interrogations. En effet, quelle pourrait être l'efficacité réelle des surcharges en termes d'exigence de fonds propres imposées aux banques d'importance systémique ? Ne risquent-elles pas de durcir davantage les conditions de financement des économies en décourageant l'offre des crédits, en augmentant leurs coûts ou en incitant les banques à discriminer au détriment des Petites et Moyennes Entreprises (PME) ?

Dès lors, une vigilance s'impose pour que toutes ces mesures inspirées par la crise des subprimes ne soient porteuses des germes d'une récession économique permanente dans le monde.

Références bibliographiques

- ADRIAN Tobias et SONG SHIN Hyun (2008) « Liquidité et contagion financière », Revue de la Stabilité Financière, N° 2, Spécial Liquidité, février 2008.
- AGLIETTA Michel (2008) « Comprendre la crise du crédit structuré », Lettre du CEPI, février 2008.
- AGLIETTA Michel (2008) « La crise », édition Michalon, 2008.
- ARNAUD Thierry (2008), « Les rehausseurs de crédit, acteurs de poids dans la crise du subprime », AGEFI, 31 janvier 2008.
- ARTUS Patrick, BETBEZE Jean-Paul, DE BOISSIEU Christian et CAPELLE-BLANCARD Gunther (2008), « La crise des subprimes », Rapport du Conseil d'Analyse Economique, CAE N°78, La Documentation Française, 2008.
- BAGEHOT Walter, Lombard Street : A Description of the Money Market (1873), London ; reprinted Wiley, New York 1999.
- Basel Committee on Banking Supervision (2013), « Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools », January 2013.
- Banque de France (2008), « Vue d'ensemble : la liquidité en période de turbulence », Revue de la Stabilité Financière, N° 11, février 2008.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010), « Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité », .
- CONT Rama (2007) « La notation de crédit des produits structurés », octobre 2007.
- COUSSERAN Olivier et RAHMOUNI Imène (2005), « Le marché des CDO, Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », Revue de la Stabilité Financière, N°6, juin 2005.
- CROUHY Michel et TURNBULL Stuart M. (2008) "The Subprime credit crisis of 2007", The Journal of Derivatives, March 2008.
- DE LAROSIERE Jacques et al.. (2009), Rapport sur la supervision financière en Europe, Commission de l'Union Européenne, Bruxelles, 25 février 2009.
- EICHENGREEN Barry (2008) « Dix questions à propos de la crise des prêts subprimes », Revue de la Stabilité Financière, N° 11, février 2008.
- LACOSTE Olivier (2009), Comprendre les crises financières, Editions Eyrolles Pratique, 2009.
- LAMFALUSSY Alexandre et al.. (2008), Rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, Conseil ECOFIN, Bruxelles, 15 février 2001,
- REINHART Carmen M. et ROGOFF Kenneth S. (2008) "Is the 2007 U. S sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison", January 2008.

RICOL René, **Rapport sur la Crise financière**, Présidence de la République Françaises, Sept. 2008

SOROS Georges, **La vérité sur la crise financière**, 2008.

SCHWARTZ Anna (2009), « Origins of the financial crisis of 2008 », **Cato Journal**, Vol. 29, N°1, Winter 2009.

SORMAN Guy (2009), « Monetarism défiant : legendary economist Anna Swchwartz says the Feds have misjudged the financial crisis », **City Journal**, Spring 2009.

STIGLITZ Joseph (2008), **Un autre monde : contre le fanatisme du marché** ; édition le livre de poche 2008.

THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (2008) "The role of credit rating agencies in structured finance", March 2008.

THORNTON Henry, **An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain**, 1802.

TIROLE Jean (2008), « Déficits de liquidité : fondements théoriques », **Revue de la Stabilité Financière**, n° 2, Spécial Liquidité, février 2008.

www.next-finance.net (2008), «Comment marchent les CDO?», Août 2008.

ACHEVÉ D'IMPRIMER SUR LES PRESSES
DE L'IMPRIMERIE DE LA BCEAO
Mai 2013



BCEAO
BANQUE CENTRALE DES ÉTATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

Avenue Abdoulaye Fadiga
BP 3108 - Dakar - Sénégal
www.bceao.int