

LA FINANCE MONDIALE DANS LA TOURMENTE *

Département analyse et prévision de l'OFCE

L'effondrement du marché immobilier aux États-Unis et les difficultés liées au segment risqué des subprimes a déclenché une nouvelle vague de turbulences financières. La contagion a rapidement gagné l'ensemble des places monétaires et financières, révélant ainsi les risques excessifs pris par de nombreux agents, banques, hedge funds.... Les banques centrales, appelées à la rescousse, sont intervenues afin de garantir la stabilité du système financier. Cette crise témoigne de la forte imbrication des places et des institutions financières. Elle montre également que le financement des positions spéculatives ou non spéculatives repose sur des montages de plus en plus complexes mettant en œuvre des techniques de titrisation et intégrant au sein d'un même produit plusieurs catégories d'actifs.

Dans ces conditions, il est peu aisé de mesurer précisément les positions prises par les différents acteurs, ce qui contribue à la persistance des tensions, notamment sur le marché interbancaire. La situation n'est donc ni apaisée, ni apurée. Les premiers résultats diffusés par les grandes banques indiquent que les pertes sont conséquentes, mais qu'elles pourraient être absorbées par le système. Cependant, ces pertes sont déterminées sur la base des éléments déclencheurs de la crise. La persistance des tensions fait apparaître de nouveaux risques pouvant relancer et approfondir la crise. Si la possibilité d'une contagion à d'autres marchés immobiliers est limitée, les problèmes de financement ont déjà touché d'autres segments de l'activité financière. En outre, le resserrement de facto du coût du crédit pourrait aggraver la situation des banques au-delà de l'impact initial lié au « subprime ». Finalement, cette énième période de troubles sur le marché financier montre à nouveau que le système financier n'est pas infaillible, en dépit des progrès en matière de gestion du risque et de réglementations prudentielles. Les banques centrales sont également un acteur clé pour éviter la propagation de la crise. Pour certains, le remède qu'elles préconisent est la source du mal. Cette mise en accusation est certainement un peu hâtive.

* Ont contribué à cette étude spéciale: Christophe Blot, Sabine Le Bayon, Mathieu Plane, Catherine Mathieu, Christine Riffart.

Cette année, la saison des ouragans s'est déplacée sur un tout autre terrain, plongeant les places financières dans la tourmente. Parties des États-Unis, les turbulences se sont ensuite rapidement propagées à l'ensemble de la planète. Les raisons de la crise sont clairement identifiées: l'effondrement des prix immobiliers dans certaines régions des États-Unis et la hausse des taux d'intérêt intervenue entre la fin de l'année 2004 et 2006. Les charges financières des ménages endettés à taux variable, notamment ceux ayant contractés des emprunts sur le segment *subprime*, ont fortement augmenté ce qui a conduit à une explosion des défauts de paiement. Le flot de mauvaises nouvelles s'est diffusé durant tout l'été : réévaluation par les agences de notation du risque lié aux titres adossés à ces crédits hypothécaires, annonces de pertes ou/et de faillites des banques spécialisées dans le crédit hypothécaire aux États-Unis et des fonds de placement des deux côtés de l'Atlantique qui avaient investi massivement sur ces titres spéculatifs (voir la chronologie en annexe).

La panique a non seulement gagné les bourses dont les cours ont chuté, notamment sur les valeurs bancaires et immobilières, mais aussi les centres névralgiques de la finance, les marchés interbancaires, contraignant les banques centrales à intervenir et jouer leur rôle de prêteur en dernier ressort (voir la chronologie et l'encadré). Face aux tensions persistantes sur le marché interbancaire, les banques centrales ont d'abord injecté massivement des liquidités pour permettre aux banques de se refinancer puis ont infléchi leur politique de taux directeurs (fin du cycle de hausse des taux dans la zone euro, baisse des taux aux États-Unis).

Ces interventions des banques centrales ont peu à peu apaisé les tensions et la volatilité sur le marché monétaire et sur les marchés boursiers. Mais il est trop tôt pour conclure à la fin de cette crise, une rechute n'étant pas à exclure. D'abord, la publication des résultats annuels des banques permettra de connaître l'ampleur de leurs pertes liées aux *subprimes*. Ensuite, il faudra attendre les prochains mois pour juger de l'impact de cette crise sur la politique de distribution de crédits par les banques.

Cette crise a révélé un ensemble de positions risquées issues de montages financiers de plus en plus complexes. Comprendre comment un événement *a priori* localisé sur un segment particulier du marché immobilier aux États-Unis a pu dégénérer de cette façon nécessite d'expliquer les mécanismes qui ont induit la propagation de l'onde de choc. C'est l'objectif de la première partie. Nous montrons ensuite que des foyers de tensions perdurent. Les positions des banques sont fragiles et les marchés interbancaires restent tendus, ce qui ne manque pas de susciter quelques inquiétudes que nous évoquons dans la deuxième

partie. Enfin, si la crise n'est pas terminée, des accusations ont déjà été portées à l'encontre des différents acteurs. Au jeu de *cluedo* de la finance mondiale, les coupables et l'arme du crime ne peuvent être facilement identifiés. Les suspects sont nombreux, les responsabilités diverses et les interdépendances trop fortes pour déceler rapidement les failles du système. La dernière partie s'efforcera d'évoquer le rôle des suspects afin de délimiter leurs responsabilités et de poser les termes d'un débat indispensable pour éviter la résurgence d'un tel scénario.

Le cadre opérationnel des interventions des banques centrales

Les procédures

Afin d'atteindre leurs objectifs, les banques centrales régulent la liquidité bancaire en exerçant un contrôle sur le prix (les taux d'intérêt) et sur les quantités (volume de liquidités apportées par la banque centrale). Les leviers d'action utilisés tournent autour de trois axes : les opérations d'*open market*, les facilités permanentes et les réserves obligatoires.

Les opérations d'*open market* constituent le moyen privilégié d'intervention des banques centrales par lequel elles injectent ou retirent des liquidités sur le marché monétaire. Elles représentent l'outil le plus efficace permettant de piloter l'évolution du taux au jour le jour qui est ainsi maintenu à un niveau proche du taux directeur que fixent les autorités monétaires. Les interventions peuvent être effectuées à échéances régulières — journalières, hebdomadaires ou mensuelles — ou irrégulières. Ainsi, la Réserve fédérale intervient quotidiennement en fonction des besoins de liquidités du marché monétaire. Les opérations sont généralement *overnight* (au jour le jour) mais peuvent avoir une maturité plus longue. La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BOE) interviennent mais sur une base hebdomadaire ou mensuelle. Les opérations principales de refinancement sont hebdomadaires. Les liquidités sont allouées pour une semaine dans le cadre d'appels d'offre le plus souvent à taux variable. Ces interventions sont complétées par des opérations de refinancement à long terme qui sont menées mensuellement. Les fonds sont alloués pour une durée de trois mois par la BCE et de trois, six, neuf ou douze mois par la BOE. Ensuite, des opérations de réglage fin peuvent également être menées de façon ponctuelle. Elles visent à gérer la liquidité lorsque se produisent des fluctuations imprévues. Contrairement aux opérations de refinancement standard, les procédures sont plus variées afin de s'adapter au mieux aux circonstances. Il peut s'agir d'opérations d'apport ou de retrait de liquidités. Quelle que soit la nature de l'opération de refinancement, les prêts consentis doivent être garantis c'est-à-dire que les établissements n'obtiennent le refinancement qu'à la condition de céder en contrepartie un montant correspondant d'actifs éligibles (collatéral).

Les établissements bancaires bénéficient également de facilités permanentes. C'est un guichet permanent où, à l'initiative des contreparties, les banques centrales prêtent ou, pour la BCE et la BOE, reçoivent des dépôts. Le taux

■ Département analyse et prévision

appliqué aux facilités de prêts, appelé taux d'escompte ou *discount rate* représente de fait un plafond pour le taux interbancaire au jour le jour puisque tout établissement agréé pourra toujours trouver un refinancement auprès de la banque centrale au taux d'escompte. L'accès aux facilités permanentes n'est pas limité et doit être garanti par des actifs cédés en contrepartie. Les taux de ces facilités permanentes encadrent le taux principal de refinancement avec une marge fixée à plus ou moins 100 points de base, sauf circonstances exceptionnelles. La Réserve fédérale a ainsi réduit cette marge à 50 points de base depuis le 17 août 2007.

Finalement, les autorités monétaires mettent en place un régime de réserves obligatoires où tous les établissements de crédit de la place financière sont tenus de constituer des réserves dans un compte ouvert auprès de la banque centrale. Le montant des réserves est déterminé sur une base mensuelle en proportion des dépôts collectés par les établissements. Le système est plus souple au Royaume-Uni où les banques choisissent elles-mêmes une cible de réserves, supérieure à un minimum, qu'elles vont détenir auprès de la BoE. Ce système permet de créer un besoin structurel de refinancement permettant à la banque centrale un meilleur contrôle de la liquidité du marché.

Les organes décisionnaires

Aux États-Unis, c'est le *Federal Open Market Committee* (FOMC), que l'on peut traduire par « Comité fédéral pour les interventions publiques sur les marchés de taux d'intérêt » qui décide de la politique de taux d'intérêt. Il siège au moins huit fois par an. Il est composé des membres du conseil des gouverneurs, du président de la *Federal Reserve Bank* de New York et, par rotation, de quatre autres représentants des *Federal Reserve Banks* régionales. Un compte rendu détaillé du débat qui s'est tenu pendant la réunion (les fameuses Minutes) est rendu public au bout de trois semaines. C'est au cours de ces réunions que le FOMC fixe le taux objectif des fonds fédéraux. C'est le Conseil des gouverneurs qui détermine le taux d'escompte généralement fixé à 100 points de base au-dessus du taux des fonds fédéraux.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit deux fois par mois mais c'est au cours de la première réunion mensuelle que sont prises les décisions de taux d'intérêt. Sont ainsi simultanément fixés le taux principal de refinancement ainsi que les taux de facilités permanentes. Le Conseil des gouverneurs est composé des six membres du Directoire (incluant le président de la BCE) et des gouverneurs de chacune des banques centrales nationales de l'Eurosystème. À l'issue des réunions, le président de la BCE donne une conférence de presse au cours de laquelle il motive la décision prise par le Conseil des gouverneurs.

Au Royaume-Uni, les taux d'intérêt sont déterminés par le conseil de politique monétaire (MPC) qui se réunit une fois par mois, le même jour que la BCE. Le MPC est composé d'une équipe de neuf membres. Les débats ainsi que les votes sont retranscrits dans la publication des Minutes qui s'effectue deux semaines suivant la réunion.

La mécanique des flux financiers

Les turbulences en cours illustrent les conséquences de la globalisation financière, entamée dans les années 1980, montrant qu'un évènement initialement localisé sur un segment particulier du marché immobilier américain se propage à l'ensemble des places monétaires et financières de la planète. Les marchés sont aujourd'hui totalement décloisonnés et déréglementés. Il n'existe plus aucune restriction aux mouvements de capitaux, au moins entre pays industrialisés, et les établissements financiers peuvent effectuer des opérations sur tous les compartiments des marchés (monétaire, obligataire, changes et à terme). Il reste que les mécanismes précis permettant de comprendre la contagion sont parfois obscurs tant ils reposent sur un ensemble de montages financiers complexes mettant sur le devant de la scène différents intervenants.

Au début de la chaîne se trouvent les banques et les établissements spécialisés dans le crédit hypothécaire aux États-Unis. De par les prêts qu'ils ont octroyés aux ménages dits *subprimes*¹, ils se sont retrouvés rapidement en difficulté en raison de l'incapacité de ces ménages à faire face à leurs engagements. Mais, les risques pris par ces établissements ont été en partie transférés à de multiples acteurs par le biais des techniques de titrisation. Ces techniques permettent de transformer des actifs illiquides en titres liquides. Des entreprises financières ou non financières émettent des titres gagés sur les revenus futurs qu'elles tireront de leur actif. Les titres, dont la dénomination générale est ABS pour « *Asset Backed Securities* », sont ensuite acquis par des investisseurs qui deviennent ainsi propriétaires d'une fraction du portefeuille d'actifs titrisés. Ils perçoivent alors les flux de revenus associés au portefeuille d'actifs et supportent en contrepartie le risque du portefeuille. Ce genre de montages financiers permet de mutualiser le risque de crédit, mais aussi d'accroître le volume d'activité des établissements de crédits qui ont utilisé la titrisation afin d'obtenir une source de financement supplémentaire.

Dans les montages les plus simples, les portefeuilles de créances sur lesquels les titres sont « adossés » sont homogènes, uniquement composés soit de crédits hypothécaires résidentiels (RMBS pour « *Residential Mortgage Backed Securities* »), soit de crédits hypothécaires commerciaux (CMBS pour « *Commercial Mortgage Backed Securities* »), soit de créances diverses, crédits à la consommation, prêts automobiles ou opérations de *leasing*. Les financements peuvent être levés à long terme ou à court terme, c'est-à-dire sur le marché monétaire, par le biais des programmes ABCP (« *Asset Backed Commercial Paper* »).

1. « La fin de l'*American Dream* », p. 193-225 de la *Revue de l'OFCE* n° 101, avril 2007.

■ Département analyse et prévision

Des montages plus complexes, les CDO pour « *Collateralised Debt Obligations* », ont progressivement pris une place croissante. Ils reposent sur la construction, par une institution financière, d'un portefeuille de référence adossé à des actifs financiers pouvant être de nature hétérogène² (créances bancaires, titres obligataires, créances du marché monétaire, dérivés de crédits...). Le portefeuille ainsi créé est découpé en plusieurs tranches (*senior*, *mezzanine* et *equity*), chacune représentant un niveau de risque (et donc de rendement) différent, adossées au portefeuille et émises sur les marchés. Les tranches font par ailleurs l'objet d'une évaluation par les agences de notation qui, avant la crise, attribuaient le plus souvent un AAA aux tranches supérieures (dites *senior*) les moins risquées.

Les dérivés de crédits représentent une autre stratégie permettant de transférer du risque crédit. Ce sont des instruments par lesquels deux parties conviennent des risques portant sur une créance détenue sur un tiers. Dans le cadre des CDS (*Credit Default Swap*), l'établissement détenteur d'une créance paie une prime à un co-contractant qui s'engage en retour à lui verser un dédommagement en cas de défaut de paiement ou de faillite du tiers débiteur.

Tous ces titres se sont retrouvés à l'actif de nombreux intervenants sur les marchés financiers, en particulier les banques, les *hedge-funds*, les fonds de pension et les SICAV (Société d'investissement à capital variable) monétaires qui, en proposant des produits de trésorerie dits « dynamiques » ont investi sur le marché des ABCP. Tous ces acteurs se sont retrouvés impliqués dans la crise sans même être intervenus directement sur le marché immobilier américain. Les difficultés de paiement des ménages ont réduit les flux de revenus que les établissements pouvaient tirer des titres. La défiance à l'encontre des titres gagés sur l'immobilier a ensuite rapidement gagné l'ensemble du marché de titrisation rendant ce marché illiquide. Les nouvelles émissions ont été bloquées et les détenteurs de titres ABCP ou de tranches de CDO ont été incapables de les revendre.

Les banques sont au cœur de la crise puisqu'elles sont concernées à plusieurs niveaux. Premièrement, elles ont pu intervenir directement ou par le biais de filières sur le marché du crédit hypothécaire américain. Ensuite, elles ont acquis des titres et pris à leur compte une partie du risque. Enfin, elles ont été touchées par le biais des fonds qu'elles gèrent pour le compte de clients ou auxquels elles accordent des prêts pour financer des activités spéculatives sur le marché de la titrisation. La faillite ou les difficultés de ces fonds les exposent alors à des pertes en raison des engagements explicites ou implicites qu'elles avaient contractés à leur égard. Ne sachant pas exactement quels étaient les

2. O. Cousseran et I. Rahmouni (2005) : « Le marché des CDO : modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », *Revue de la stabilité financière de la Banque de France*, n° 6.

acteurs touchés par la crise et à quelle hauteur ils étaient exposés, la défiance a gagné le marché interbancaire. Alors qu'habituellement les banques et établissements financiers s'accordent une assez large confiance, ils ont été très réticents à se prêter des liquidités contraignant ainsi les banques centrales à intervenir pour assurer le refinancement bancaire et le fonctionnement du marché interbancaire. Ces tensions perdurent et pourraient persister tant que les banques n'auront pas révélé l'ampleur des pertes qu'elles ont subies.

Tensions persistantes

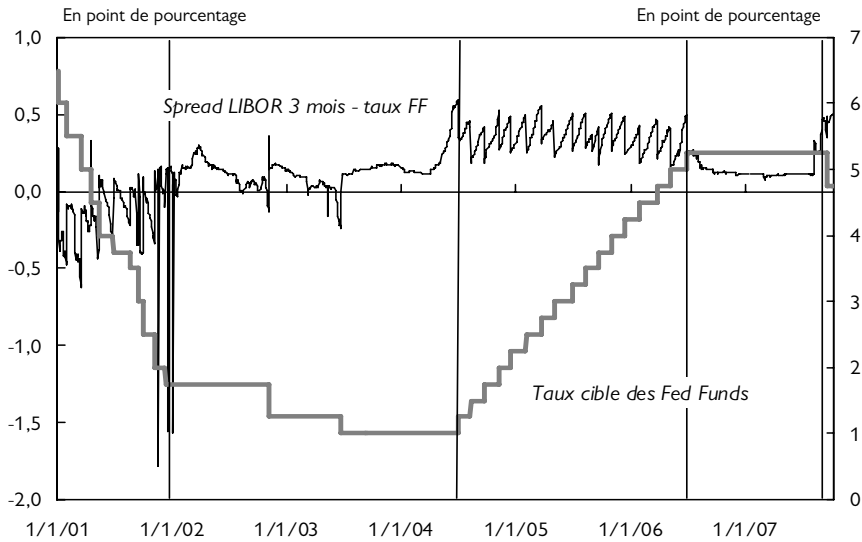
Les marchés sous pression...

Aux États-Unis, la montée des difficultés d'établissements financiers spécialisés dans les crédits hypothécaires à risque (pertes financières, dépôts de bilan, fermeture de filiales,..) combinées, à partir de juin 2007, à la baisse des notes allouées par les agences de *ratings* sur la qualité des actifs tels que les *ABS*, *CDO*,... ont développé un sentiment de défiance sur les marchés financiers. Si les craintes étaient avérées depuis le mois de juin 2007, la panique sur le marché interbancaire commence véritablement le 8 août 2007 avec le gel temporaire de trois fonds de la BNP investis dans les titres risqués. Dès lors, les banques refusent de se prêter entre elles. Les circuits de financement à court terme s'assèchent, mettant en difficulté nombre de banques qui ne peuvent plus refinancer leurs engagements arrivant à échéance.

Même si le discours ambiant est plutôt de laisser le marché s'ajuster de lui-même et de lui faire supporter les conséquences de ses prises de risques excessives, les banques centrales ont montré, devant l'incertitude, qu'elles assureraient leur rôle de garante de la stabilité du système financier. Mais, en dépit des signes forts donnés cet été par les banques centrales, la situation reste extrêmement tendue.

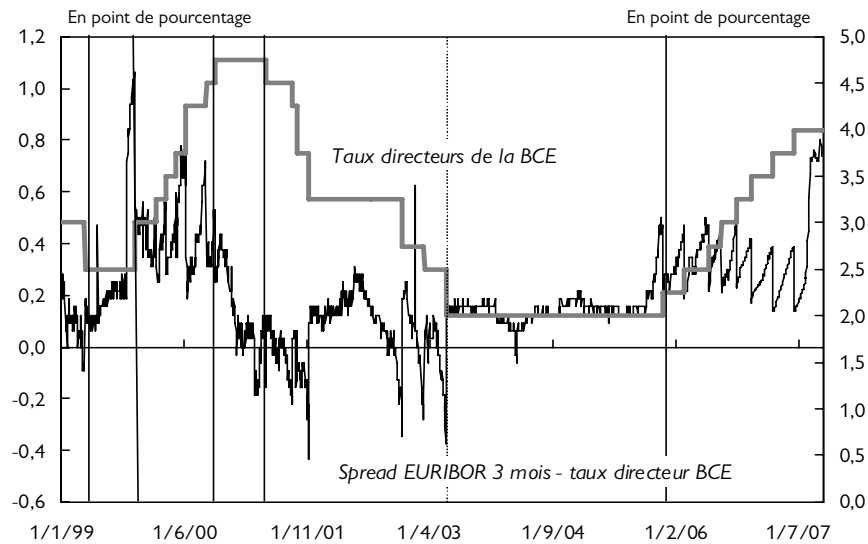
Les *spreads* de taux sur le marché interbancaire demeurent élevés de part et d'autre de l'Atlantique (graphiques 1 et 2). Aux États-Unis, après la baisse des taux des fonds fédéraux du 18 septembre dernier, les anticipations sur les taux de refinancement de la Réserve fédérale sont orientées à la baisse. Par le passé, cette orientation faisait baisser le taux LIBOR au-delà du mouvement des taux des *fed funds* et conduisait à des *spreads* négatifs. Or, aujourd'hui, les *spreads* inclus dans le LIBOR à trois mois restent positifs et continuent d'augmenter légèrement. De même, dans la zone euro où, aux tensions sur les marchés, se mêle l'incertitude quant à une éventuelle prochaine hausse des taux directeurs de la BCE. Les *spreads* sur l'EURIBOR à trois mois n'ont pas baissé depuis août.

1. Tensions sur le marché interbancaire aux États-Unis



Source : Réserve fédérale.

2. Tensions sur le marché interbancaire en zone euro

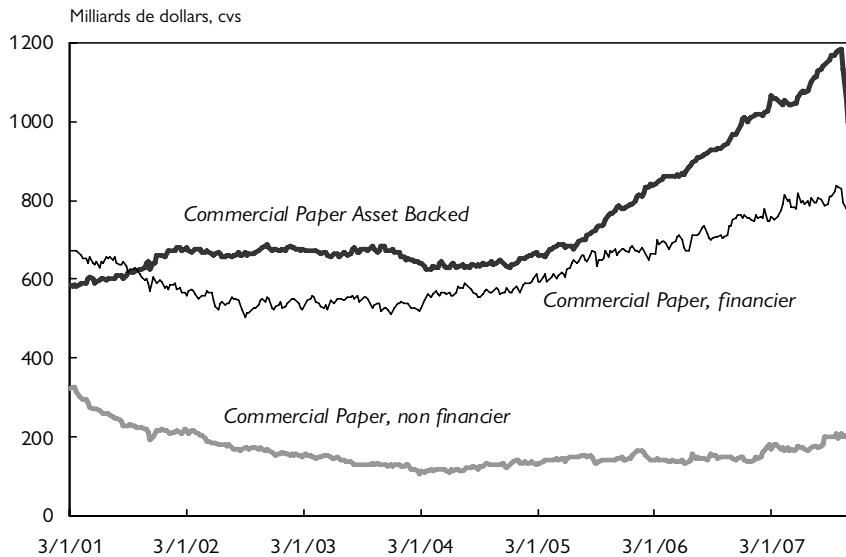


Source : BCE.

Sur les marchés du financement à court terme, les volumes échangés ont chuté. Le marché des *Commercial Paper* (CP) s'est fortement contracté depuis le déclenchement de la crise (graphique 3). De 2220 milliards de dollars avant la crise, l'encours total s'est réduit à 1860 milliards début octobre. La baisse est concentrée sur le segment des ABCP. L'encours qui avait fortement progressé en 2005-2006, pour atteindre à la veille de la crise 53 % du marché des CP a été réduit de près d'un quart début octobre. Les autres segments ont été peu touchés. Les titres non collatéralisés émis par les organismes financiers et non financiers se sont eux aussi contractés mais dans une moindre mesure. On peut supposer que du côté des entreprises, ce sont celles liées à l'immobilier (promoteurs, entreprises de construction,..) qui ont le plus pâti de cette perte de confiance.

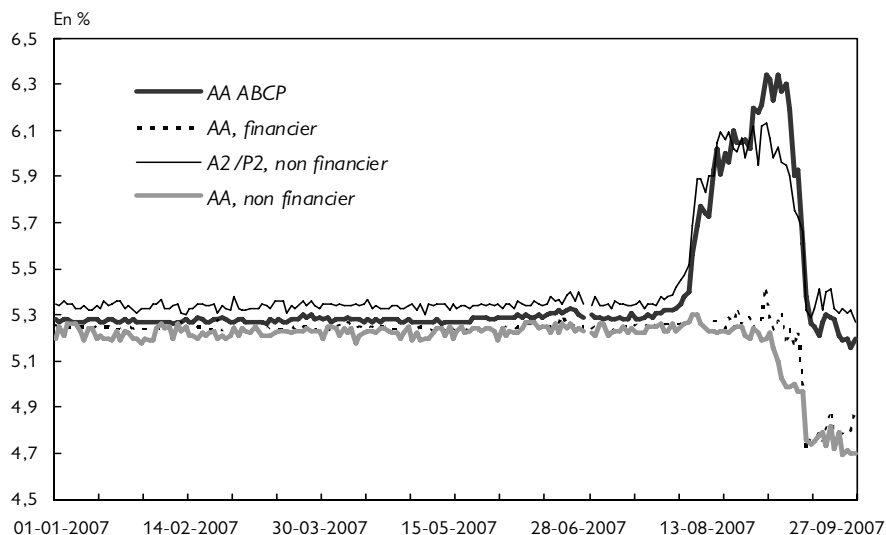
Résultat de ces tensions, les taux d'intérêt ont beaucoup augmenté sur les titres ABCP (même de très bonne qualité) et sur les titres de qualité moyenne émis par les entreprises pendant le mois d'août (graphique 4). La baisse des taux directeurs aux États-Unis de 5,25 % à 4,75 % en septembre n'a pas permis d'annuler la prime de risque. Elle l'a cependant réduite à 0,5 point. À l'opposé, les titres considérés comme sûrs (AA-non financier) ne montrent pas de tensions particulières.

3. Encours de titres des *Commercial Paper*



Source: Réserve fédérale.

4. Taux d'intérêt des *Commercial Paper* à 30 jours



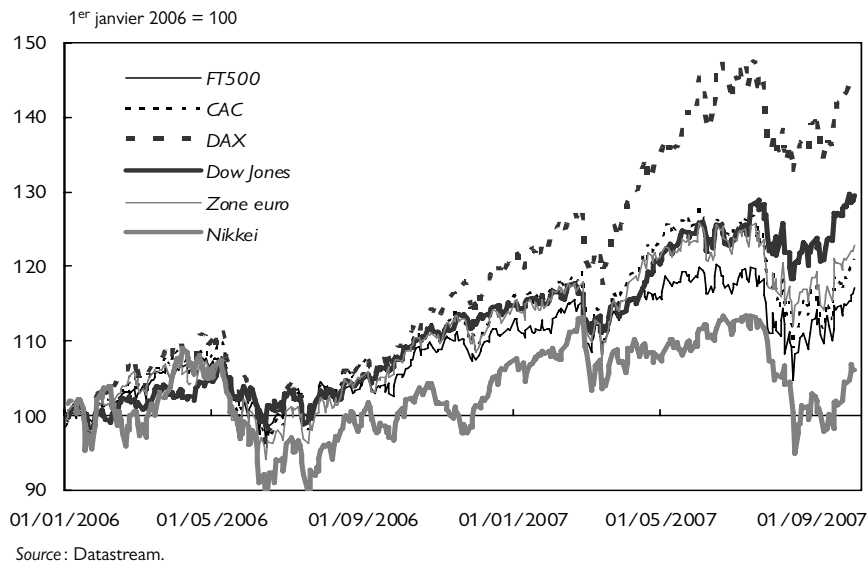
Source : Réserve fédérale.

Les pertes annoncées et en cours notamment dans les établissements financiers ont chahuté les cours boursiers (graphique 5). Dans tous les pays, les marchés d'actions ont connu une période de correction durant le mois d'août. Néanmoins, les mouvements sont restés relativement mineurs (compris entre 10 et 15 %) et ont été en grande partie effacés par les mouvements de reprise de septembre et octobre. Néanmoins, ces marchés pourraient rester volatiles encore quelques temps.

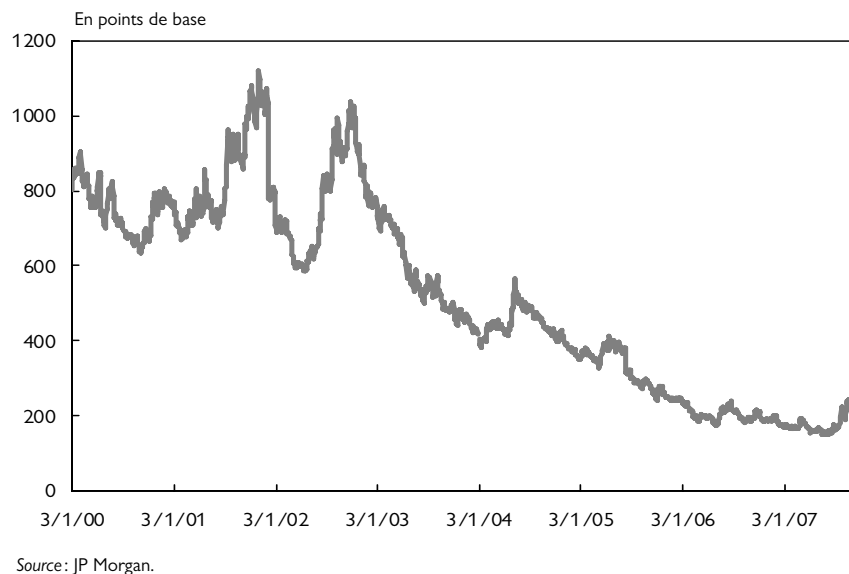
Les investisseurs qui se sont retirés des marchés incertains ont placé leurs liquidités sur des marchés plus sûrs. Comme dans toute période de crise, l'aversion au risque donne spontanément lieu à une fuite vers la qualité. Les taux à trois mois des titres publics qui baissaient depuis le printemps dernier, reculent plus fortement depuis la fin août. Simultanément, le marché de la dette souveraine des pays émergents, traditionnellement très exposé aux perturbations de la finance internationale résiste plutôt bien (graphique 6). Après quelques soubresauts au début de l'été, les primes de risques exigées ont été révisées à la baisse. Plusieurs facteurs jouent en leur faveur. Les politiques macroéconomiques menées depuis plusieurs années en Amérique latine, principale région émettrice d'obligations souveraines ont renforcé indéniablement les fondamentaux de la région et l'exposition au risque est moindre (restructuration de la dette extérieure, meilleure gestion des finances publiques, régime de change flottant). La stabilité politique est globalement plus visible. Enfin, les investisseurs ont une vision moins

réductrice des pays émergents et dissocient les pays à risque avéré des autres plus sûrs. Ainsi, la remontée des *spreads* est en grande partie liée à des problèmes spécifiques pour certains pays d'Amérique latine notamment (Venezuela, Equateur, Argentine).

5. Principaux indices boursiers



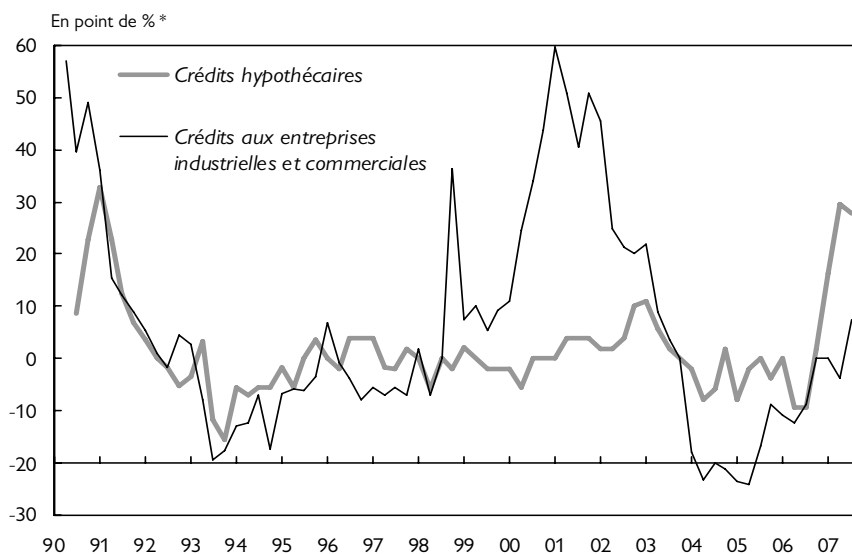
6. Spread de titres souverains sur les marchés émergents (EMBI+)



■ Département analyse et prévision

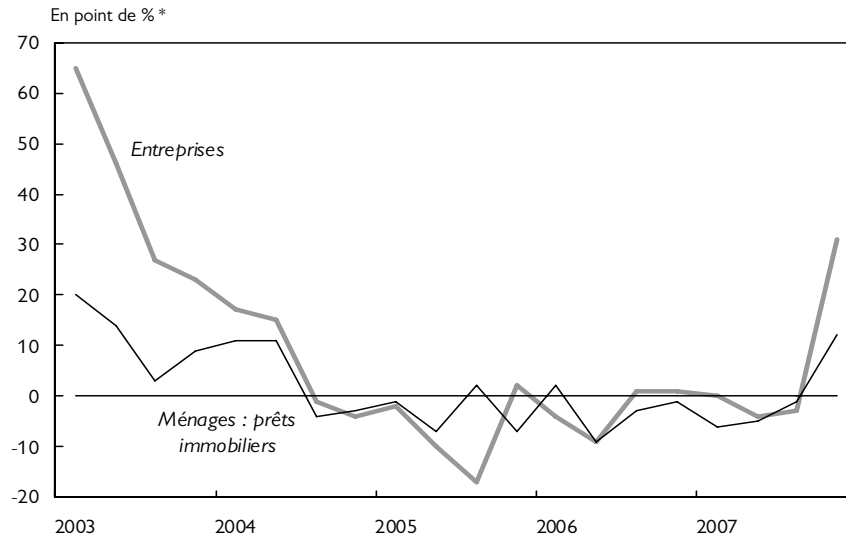
La difficulté des banques à trouver des liquidités sur les marchés financiers se traduit par un resserrement des crédits alloués aux entreprises et aux ménages. Aux États-Unis comme dans la zone euro, les enquêtes auprès des banques parues dans le *Senior Loan Officer* et dans le *Bank Lending Survey* indiquent que les critères d'attribution des prêts hypothécaires aux ménages se durcissent depuis le dernier trimestre 2006 (graphiques 7 et 8). Si l'octroi des crédits *subprime* et non traditionnels est devenu de plus en plus sélectif aux États-Unis, les crédits hypothécaires sur le marché traditionnel (*prime market*) font désormais eux aussi l'objet de sévères restrictions. Du côté des entreprises, celles-ci se voient également appliquer des critères plus stricts que par le passé. Si jusqu'à fin 2006, les banques prêtaient facilement, de plus en plus de banques déclarent durcir leurs conditions de prêts aux entreprises.

7. Enquête sur les conditions de crédits aux États-Unis



* Pourcentage net de banques déclarant un durcissement des conditions de crédit.
Source : Réserve fédérale (*Senior Officer Loan Survey*).

8. Enquête sur les conditions de crédits dans la zone euro



* Pourcentage net de banques déclarant un durcissement des conditions de crédit
Source: BCE (Bank Lending Survey).

... dans l'attente des résultats des banques

La publication des résultats au troisième trimestre 2007 des principales banques impliquées dans la crise financière a permis de donner une première évaluation de l'ampleur des dégâts liés à la crise des *subprimes*. Les provisions passées pour dépréciation d'actifs au 3^e trimestre 2007 par les principaux établissements représentent environ 22 milliards de dollars, auxquels devraient s'ajouter, selon les analystes, 3 milliards d'euros provenant de l'exposition au risque de JP Morgan et de Bank of America. Si la plupart des banques concernées par la crise affichent au troisième trimestre 2007 des résultats en baisse par rapport à la même période un an auparavant, les résultats nets restent néanmoins positifs pour huit établissements sur dix, ce qui montre leur capacité à absorber des pertes (tableau). D'ailleurs, si l'on totalise les profits réalisés par ces douze établissements financiers en 2006 (y compris JP Morgan et Bank of America), la somme globale atteint plus de 110 milliards de dollars, soit quatre fois plus que les provisions pour dépréciations d'actifs passées jusqu'à présent. Les provisions liées à la crise des *subprimes* semblent pouvoir être épongées dans les bilans des banques grâce aux gains réalisés dans les autres activités bancaires.

■ Département analyse et prévision

Cependant, les effets de la crise sur les bilans des banques pourraient être très largement supérieurs aux seules provisions effectuées. Premièrement, un certain nombre d'actifs non cotés sont inscrits dans le bilan des banques et, dans le contexte actuel, personne ne connaît leur valorisation. Deuxièmement, l'évaluation des risques est à l'appréciation de chacune des banques qui peuvent sous-estimer leur exposition au risque. Troisièmement, elles ont la possibilité de passer leurs pertes en une seule fois ou sur plusieurs trimestres. Dans le second cas, de nouveaux montants pour provisions liés à la dépréciation d'actifs pourraient être inscrits dans les bilans au cours des exercices suivants. Enfin, le danger actuel porte plus sur une possible contagion de la défiance des investisseurs à des actifs moins risqués que sur les montants directement perdus par les banques dans la crise des *subprimes*. Une telle contagion pourrait entraîner une chute générale de la valeur des actifs. D'ailleurs, les pertes de capitalisation boursière enregistrées par les marchés boursiers mondiaux sont allées bien au-delà des simples provisions passées par les banques. Entre le 19 juillet et le 16 août 2007, la capitalisation boursière mondiale du secteur bancaire a chuté de plus de 800 milliards de dollars, soit une baisse de plus de 12 % de leur valeur, ce qui montre la difficulté pour les investisseurs à apprécier l'exposition au risque auquel sont réellement confrontées les banques (graphique 9). Et pour l'ensemble des sociétés cotées de la planète, la perte de capitalisation boursière a atteint 5 800 milliards de dollars en moins d'un mois, les investisseurs craignant que la crise des *subprimes* ne déprime la conjoncture mondiale.

9. Capitalisation boursière mondiale totale et du secteur bancaire



Source : Thomson Financial.

Bilan des principales banques exposées à la crise financière

	Dépréciation d'actifs au T-3/2007	Résultat net (RN) au T-3/2007	Variation (RN) T-3/2006- T-3/2007	Résultat net en 2006
<i>En millions de dollars</i>				
Goldman Sachs	1 500	2 850	79 %	9 540
Bear Stearns	700	171	- 61 %	2 050
Lehman Brothers	700	887	- 3 %	3 960
Morgan Stanley	1 500	1 540	- 17 %	7 725
Merrill Lynch	5 500	Perte nette de 50 cents par action	—	7 500
Citigroup	5 900	2 200	- 60 %	21 540
<i>En millions de francs suisses</i>				
UBS	4 000	Perte de 600/800	—	11 880
Crédit Suisse	nc	1 000/1 550	- 40/60 %	11 910
<i>En millions d'euros</i>				
Deutsche Bank	2 200	1 400	16 %	5 480

Sources : *La Tribune*, 12 octobre 2007 ; *Thomson Financial*.

Même si les capitalisations boursières ont retrouvé des niveaux supérieurs à ceux d'avant la crise, la défiance des investisseurs vis à vis d'autres actifs a été visible sur le marché obligataire des entreprises où les primes de risque ont nettement augmenté (voir graphique 2, Synthèse, p. 15) alors même que les taux de défaut ont atteint au mois de septembre leur plus bas niveau depuis vingt-cinq ans. La hausse des *spreads* sur les obligations privées, quelque soit la qualité de la dette a été, entre la mi-juin et la mi-septembre 2007, de 53 points de base pour les *corporate* AAA et 48 pour les BAA.

Les risques d'enlissement

Le maintien de tensions sur les marchés et sur le refinancement interbancaire montre que la crise n'est pas terminée. Certains éléments pourraient même contribuer à l'approfondir. Ces facteurs de risque sont au nombre de quatre.

■ Département analyse et prévision

Premièrement, un effondrement du marché immobilier identique à celui observé aux États-Unis peut-il se produire ailleurs, notamment dans certains pays européens (Espagne, Royaume-Uni et France) où les prix ont fortement augmenté ces dernières années, où l'endettement des ménages est parfois conséquent et où le recours à la titrisation est important ? La contagion n'est pas directe sur les marchés immobiliers ; les risques sont limités (voir dans ce dossier « Immobilier : jeu dangereux »). En effet, les établissements de crédits européens n'ont généralement pas proposé aux ménages des produits aussi risqués que les banques américaines. L'activité bancaire étant plus encadrée, les prêts aux ménages les moins solvables sont plus rares, sauf peut-être au Royaume-Uni. La hausse des taux a déjà pénalisé les ménages endettés à taux variables, mais elle semble pouvoir être digérée sans trop de difficultés.

Ensuite, la défiance à l'égard des produits issus de la titrisation des crédits hypothécaires pourrait se généraliser à d'autres compartiments du marché financier réduisant sérieusement l'activité dans ce secteur. Ces dernières années ont effectivement été marquées par une forte croissance des activités financières notamment celles qui reposent sur de forts effets de levier comme les opérations de LBO (*Leveraged Buy-Out*). Ces opérations sont risquées par nature puisqu'elles consistent à emprunter afin de racheter une entreprise dans l'espoir de réaliser une plus-value financière à plus ou moins brève échéance. En 2006, le montant des opérations LBO a atteint 160,3 milliards d'euros en Europe. Sur le premier semestre 2007, il s'élevait déjà à 91,8 milliards selon le Centre for Management Buy-out Research. Leur financement se trouve compromis depuis l'éclatement de la crise des *subprimes* car les banques d'investissement sont devenues moins enclines à engager des fonds dans des opérations complexes. Les entreprises ciblées par les fonds LBO ne sont pas nécessairement plus risquées, mais c'est la réticence à l'égard des montages financiers qui réduit l'intérêt pour les activités dites de capital-investissement (ou *private equity*). La crainte est donc que la crise engendre la méfiance à l'égard de l'ensemble de l'activité financière avec l'idée que ce qui est observé sur le *subprime* ne fait que révéler les déficiences du système financier incapable d'évaluer correctement les risques.

La menace ne pèse pas uniquement sur la finance de marché mais aussi sur l'activité bancaire plus classique. La crise aura des conséquences sur la distribution de crédits aux entreprises et aux ménages, mais quelle sera l'ampleur et surtout la forme de cet ajustement ? La baisse des octrois de crédit peut résulter de trois éléments : baisse de la demande, baisse de l'offre, ajustement par les prix. L'ajustement par les prix a commencé avec le durcissement des conditions monétaires. C'est d'ailleurs en partie ce qui explique les défauts de paiement des ménages américains. La hausse des taux, de 2 à 4 %, décidée par la

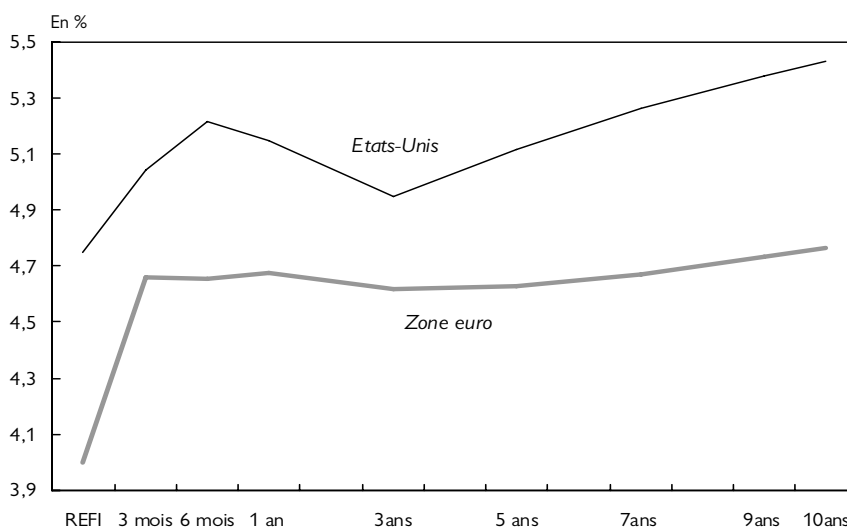
BCE depuis décembre 2005, a également contribué à ralentir la distribution de crédit immobilier. Cependant, la crise pourrait entraîner un durcissement des conditions allant au-delà des décisions de politique monétaire. Les prêts octroyés par le passé l'ont été à des taux souvent avantageux. Dans certains cas, les ménages sont parvenus à obtenir des conditions presque aussi intéressantes qu'un État souverain. Avec la crise, les banques devraient réévaluer la prime de risque demandée sur les crédits standards. L'augmentation des *spreads* observés sur les obligations émises par les entreprises traduit cette idée que l'euphorie est passée et que la tarification du risque revient à des conditions « normales ». Ce réajustement freinera la demande. Mais le ralentissement de la demande de crédits commerciaux et hypothécaires pourrait aller plus loin si la croissance est plus faible et si les marchés immobiliers entrent dans une phase de ralentissement ou même de retournement. Enfin, une crainte récurrente dans ces situations de stress financier est de voir les banques fermer drastiquement les vannes du crédit entraînant un *credit-crunch*. Les difficultés qu'elles éprouvent à se refinancer, que ce soit par le marché interbancaire ou par le biais des émissions de produits structurés réduisent leurs ressources, ce qui peut se répercuter sur leurs emplois et en premier lieu la distribution de crédit. En outre, pour réduire les phénomènes d'anti-sélection (ou *selection adverse*), les établissements de crédit peuvent préférer un rationnement quantitatif du crédit plutôt qu'une hausse des taux qui évincerait du marché les faibles risques. Une dernière source de réduction de l'offre pourrait venir de l'augmentation de l'incertitude, au sens d'incertitude radicale c'est-à-dire non probabilisable. Dans ces conditions, les banques peuvent rencontrer des difficultés à évaluer le risque ce qui est indispensable à sa tarification. Le rationnement peut à nouveau être préférable. La concurrence bancaire devrait cependant réduire l'incitation à couper la distribution de crédit. Si la possibilité d'une crise systémique ne peut encore être totalement exclue, elle ne constitue cependant pas l'hypothèse la plus vraisemblable. Un rationnement massif du crédit se répercutant sur l'investissement et la croissance devrait être évité.

Enfin, la persistance de tensions sur le marché interbancaire, en particulier dans la zone euro, pourrait mettre les banques en difficulté. Alors que la BCE a renoncé à l'augmentation de son taux directeur en septembre, le resserrement monétaire s'est opéré de fait avec le maintien d'une prime de risque et/ou de liquidité. Au 15 octobre, les taux interbancaires à trois mois s'élevaient respectivement à 4,66 et 5 % dans la zone euro et aux États-Unis, soit des primes de 66 et 25 points de base par rapport au principal taux de refinancement des banques centrales. Il s'ensuit également un aplatissement de la courbe de taux (graphique 10) qui représente à terme une difficulté supplémentaire pour les banques dont le métier consiste à prêter à long terme et emprunter à court terme. En cas d'inversion de la courbe des taux,

■ Département analyse et prévision

le coût de la ressource est plus élevé que la rémunération des actifs. Si les profits des banques reposent moins sur les activités de taux que sur les commissions perçues sur leurs opérations, il reste que des dysfonctionnements prolongés sur les marchés interbancaires contribueraient à l'enlisement de la crise.

10. Structure par terme des taux d'intérêt au 15/10/2007



Source : Datastream.

En quête de coupables

Il est encore trop tôt pour tirer les leçons de ce nouvel épisode de turbulences, mais la crise en cours soulève un certain nombre d'interrogations. La globalisation financière est-elle excessive générant inévitablement des périodes d'instabilité ? La réglementation prudentielle sensée préserver la stabilité financière a-t-elle été défailante ou est-elle simplement insuffisante ? Comment doivent réagir les banques centrales et ont-elles une part de responsabilité dans la phase d'euphorie qui a précédé l'effondrement du marché immobilier aux États-Unis ? Certains se sont rapidement empressés de chercher des responsables n'hésitant pas à condamner les *hedge-funds* accusés de jouer en toute indifférence avec le sort de la croissance mondiale pour assurer quelques bénéfices supplémentaires à de riches investisseurs. D'autres ont souligné le conflit d'intérêt des agences de notation qui sont à la fois juge et client des institutions financières qu'elles sont chargées d'évaluer. Les banques centrales n'ont pas été épargnées. Elles sont suspectées d'être des pompiers pyromanes. Leur action permet-

trait d'éteindre un incendie qu'elles auraient déclenché par des politiques monétaires trop laxistes. Elles auraient également une fâcheuse tendance à sauver les imprudents incitant à l'irresponsabilité plutôt qu'à la vertu. Les enjeux sont cependant complexes pour se prévaloir de réponses toutes faites ou de recettes miracles. Les réquisitoires contre tel ou tel acteur sont stériles. C'est pourquoi cette dernière partie n'a pas vocation à identifier les coupables mais s'attache plus modestement à poser les termes du débat.

Innovations financières: l'amour du risque

On a vu que l'effondrement du marché de la titrisation était au cœur des difficultés enregistrées par de nombreuses banques et institutions financières spécialisées. Pourtant, les produits en cause avaient été initialement conçus dans le souci d'améliorer la gestion du risque pris en première instance par les établissements de crédit. En découpant un actif risqué en de nombreuses tranches, les produits de type ABS ou CDO permettent de mutualiser le risque c'est-à-dire de le transférer d'un agent vers de multiples autres agents réduisant ainsi l'exposition de chacun. Ce genre de précaution devrait donc favoriser la résilience du système financier face à un choc tel que celui des *subprimes*. D'ailleurs on peut avancer l'idée selon laquelle les conséquences de l'effondrement de l'immobilier américain auraient été plus graves en l'absence d'un marché de transfert de risques. Il n'en demeure pas moins que le système comporte des failles que la crise a mises en exergue. Ainsi, en disséminant le risque, on ne sait plus précisément où celui-ci est localisé et quels sont les acteurs les plus exposés. Cette opacité sur la localisation des risques est à l'origine de la défiance qui a gagné le marché inter-bancaire. La confiance que les banques se font habituellement s'est ébranlée créant les difficultés de fonctionnement des marchés monétaires dans de nombreux pays. La globalisation financière croissante explique que la crise n'a pu être circonscrite à son épice dans la mesure où toute banque exerçant une activité internationale pouvait détenir une part non négligeable de titres adossés aux prêts *subprimes*.

De plus, si l'activité des banques fait l'objet d'une étroite surveillance, d'autres acteurs, comme les *hedge-funds*, ayant été actifs sur les marchés de produits structurés, échappent à la réglementation prudentielle et n'ont aucune obligation de publier leurs positions. En transférant une partie du risque vers les *hedge-funds*, il devenait de plus en plus difficile de savoir où le risque était localisé et s'il était ou non excessivement concentré. Il s'avère en outre que les banques ont été touchées par l'intermédiaire des *hedge-funds* ou des SICAV monétaires dites « dynamiques » qui sont le plus souvent soit gestionnaires de ces fonds, soit clientes, soit créancières. Ce faisant, elles garantissent de façon plus ou moins explicite les positions prises par ces fonds. De fait, d'une

■ Département analyse et prévision

manière ou d'une autre, les établissements de crédit ne pouvaient pas vraiment échapper à la crise et ce malgré les moyens sophistiqués mis en œuvre pour améliorer leur gestion du risque.

Un autre facteur est lié au fait que les établissements intervenants sur le marché immobilier américain ont pu être conduits à prendre des positions de plus en plus risquées sachant qu'ils pouvaient par la suite transférer aisément le risque. En outre, ils ont utilisé ces montages financiers complexes non plus uniquement à des fins de transfert mais pour lever des financements supplémentaires leur permettant d'accroître leur activité, sans trop se soucier de la capacité des ménages à faire face à leurs échéances en cas de remontée de taux.

Il est prématuré de faire le bilan entre les avantages apportés par ces mécanismes de transfert de risques et leurs inconvénients. L'histoire financière est émaillée d'épisodes où les innovations financières suscitent un engouement et sont à l'origine de comportements spéculatifs excessifs. L'attrait de la nouveauté réduit la perception du risque en même tant que la complexité des produits diminue la capacité à l'évaluer. Il est sans doute illusoire de vouloir contrôler le processus d'innovations financières comme il est vain de lutter contre le progrès technique. Les phases d'apprentissage peuvent s'avérer douloureuses et il faut espérer que les marchés sauront à l'avenir analyser avec plus de clairvoyance la nature des risques liés aux produits issus de la titrisation.

Réglementation prudentielle: plus n'est-il jamais assez ?

La crise éclate alors même que sont progressivement mis en œuvre les accords de Bâle II renouvelant et améliorant la réglementation prudentielle des banques pour mieux appréhender le risque dans un environnement financier en constante évolution. Mais, le dispositif³ lié aux nouvelles exigences en fonds propres se trouve en partie inefficace dès l'instant que les mécanismes de titrisation permettent justement de sortir les actifs risqués du bilan, de réduire les contraintes prudentielles et donc de libérer des fonds propres. Par ailleurs, les prêts octroyés par les établissements de crédit aux ménages américains ne constituent qu'un vecteur d'exposition au risque. Les banques sont aussi touchées parce qu'elles détiennent dans leur portefeuille des produits titrisés (ABCP ou tranches de CDO). Une nouveauté introduite par le nouvel accord de Bâle prévoit que les exigences en fonds propres sont déterminées par des procédures d'évaluation interne du risque. Les meilleures tranches de ces produits jouissaient d'une excellente note (AAA selon les critères attribués par les agences de notation), les classant de fait dans la catégorie des produits les plus sûrs, il n'y avait

3. Décrit par D. Nouy (2005) : « L'économie du nouveau dispositif et les conséquences de la nouvelle réglementation », *Revue d'économie financière*, n° 96.

aucune raison pour que les banques surpondèrent ce type de produits pour le calcul des fonds propres. Les modèles d'évaluation du risque se sont avérés défaillants et la faible liquidité du marché ne permettait pas de comparer le prix théorique des actifs acquis au prix empirique. On voit dans ces conditions les limites de la réglementation prudentielle lorsque les risques deviennent extrêmement difficiles à évaluer en raison de la complexité des produits.

Un autre aspect de la question prudentielle concerne les *hedge-funds* qui ne sont pas soumis aux règles prudentielles contrairement aux banques ou aux fonds communs de placement. De fait, les soumettre à une réglementation s'avérerait particulièrement délicat dans la mesure où une majorité d'entre eux est domiciliée dans des paradis fiscaux. Toute tentative pour imposer des règles requiert donc en premier lieu de s'attaquer aux paradis fiscaux. Ensuite, les règles prudentielles sont en partie destinées à protéger la population peu avertie des risques liés aux opérations d'investissement. Elles perdent de leur intérêt lorsqu'il s'agit d'une clientèle fortunée dont les pertes, subies sur des placements hasardeux, ont peu de raisons d'émouvoir. Cependant, de plus en plus de banques, de fonds de pensions ou de fonds communs de placement ont investi ces dernières années dans les *hedge-funds*. Sachant que ces établissements gèrent l'épargne pour le compte d'un public plus large, la protection des épargnants devient à nouveau centrale. Elle ne passe cependant pas forcément par la réglementation des fonds spéculatifs, mais peut être obtenue par une surveillance accrue des placements effectués par les banques et les investisseurs institutionnels. Maintenant, les règles prudentielles visent également à accroître la stabilité financière. Si certains acteurs représentent une menace de par les positions risquées qu'ils prennent sur les marchés, il ne faut sans doute pas s'interdire de réglementer.

Les banques centrales sous le feu des critiques

En tant que pourvoyeuses de liquidités, les banques centrales sont amenées à jouer un rôle de premier plan dans la crise en cours. La BCE et la Réserve fédérale ont dû intervenir rapidement pour tenter de calmer l'agitation qui s'est emparée du marché interbancaire, en agissant soit sur le volume de liquidités, soit sur les taux directeurs auxquels les banques se refinancent. Elles ont de fait pleinement assumé leurs prérogatives de prêteur en dernier ressort. Pourtant, leur attitude a suscité de nombreuses critiques. Pour certains, elles auraient manqué de réactivité et leur réponse ne serait pas à la hauteur des menaces qui pèsent sur la planète finance. D'autres considèrent au contraire que leurs injections de liquidités reviennent à organiser le sauvetage des pêcheurs financiers impénitents et qu'en baissant leurs taux directeurs comme l'a fait la Réserve fédérale, elles sèmeraient les ferments de la prochaine crise.

■ Département analyse et prévision

Le bon fonctionnement du marché interbancaire est indispensable à la stabilité financière. Les banques sont au cœur du système économique et financier et leur activité est essentielle. Il est dans ces conditions primordial d'agir afin d'éviter toute rupture dans la chaîne des refinancements. Autrement, c'est l'ensemble du système financier qui menace de s'écrouler. La fonction de prêteur en dernier ressort est une garantie indispensable pour éviter une faillite collective. Le principe des interventions des banques centrales n'est donc pas d'organiser le sauvetage des établissements imprudents mais de s'assurer que la position de l'ensemble des banques ne sera pas mise en péril en cas de défauts de paiement isolés. La fonction de prêteur en dernier ressort favorise-t-elle l'aléa de moralité, c'est-à-dire des situations où les institutions financières prennent des risques plus importants sachant que les banques centrales viendront à leur rescousse en cas de problème ? Il est certain que pour éviter l'effondrement du marché interbancaire, les autorités monétaires injectent des liquidités ce qui bénéficie autant aux banques qui ont été les plus sages qu'à celles qui ont été plus audacieuses. Dans les phases de déclenchement de la crise, il est de toute façon délicat de faire la distinction entre des problèmes de liquidité et de solvabilité. Ensuite, même lorsque la diffusion de l'information permet d'identifier les établissements coupables de politiques peu prudentes, la mise en faillite ne peut être automatique. Selon l'adage du *too big to fail* les conséquences de la faillite d'un organisme financier trop important ne se limitent pas à l'établissement et menace à la fois ses partenaires financiers et l'activité des nombreuses entreprises clientes. L'aléa moral peut donc difficilement être évité, c'est pourquoi des règles prudentielles sont mises en œuvre afin de contrôler en amont l'activité d'un acteur économique essentiel.

Par ailleurs, les prix des actifs financiers et immobiliers constituent un vecteur de transmission de la politique monétaire, les baisses de taux d'intérêt entraînant une augmentation du prix des actifs. C'est pour cette raison que la politique monétaire accommodante, menée par la Réserve fédérale à la suite de la crise boursière de 2000 et des attentats du 11 septembre 2001, est soupçonnée d'avoir favorisé l'émergence d'une bulle sur le marché immobilier américain. La faiblesse des taux d'intérêt aurait entraîné un recours à l'endettement et la prise de risque des banques. En améliorant la valeur des garanties apportées par les emprunteurs, la baisse des taux leur permettait d'accéder plus facilement au marché du crédit. Les institutions financières seraient incitées à prendre plus de risques considérant qu'elles peuvent toujours tirer profit de la garantie en cas de défaillance de l'emprunteur. Ces mécanismes alimentent la hausse du prix des actifs immobiliers et donc l'apparition de bulles. Ce raisonnement présente néanmoins quelques faiblesses. Le caractère accommodant de la politique monétaire n'a pas été l'apanage de la Réserve fédérale. La BCE ou la Banque du Japon ont également mené des politiques expansionnistes sans que cela

n'aboutisse à un phénomène comparable. Des tensions sur l'immobilier existent sans doute en Espagne et peut être en France, mais elles sont inexistantes en Allemagne ou au Japon. La bulle est un phénomène complexe qui se nourrit avant tout d'anticipations auto-réalisatrices sur lesquelles les banques centrales exercent un contrôle incertain. Le fait que les taux d'intérêt restent à un faible niveau ne doit pas dédouaner les acteurs qui ont effectué des opérations hasardeuses n'hésitant pas à mettre des ménages dans des positions spéculatives qui les ont *in fine* plongés dans des situations inextricables. Il y a des bulles parce qu'il est dans la psychologie de l'individu *trader* de croire ou non au mirage de l'enrichissement facile et non risqué. La politique monétaire n'y change rien même si dans certains cas, elle contribue à l'illusion.

Que doivent faire les banques centrales dans de telles circonstances ? Les interventions exceptionnelles sur le marché interbancaire ont cessé. Les taux au jour le jour restent volatils mais ne s'écartent pas excessivement des taux directeurs. Les tensions sur le marché interbancaire ne sont cependant pas complètement apaisées. Les taux interbancaires à trois et six mois intègrent encore une prime de risque, notamment dans la zone euro. Le montant des pertes est loin d'être arrêté si bien que l'incertitude sur l'ampleur et l'issue de la crise se poursuivra pendant quelques mois. Les banques centrales doivent donc rester vigilantes et prêtes à intervenir à nouveau si une information supplémentaire est susceptible de raviver les tensions sur le marché interbancaire. La politique de taux d'intérêt doit viser un double objectif : apaiser les marchés à court terme et favoriser la croissance et la stabilité des prix à moyen terme. On a vu que les interventions de la Réserve fédérale sur le taux d'escompte et sur le taux directeur ont contribué à apaiser les tensions. En même temps, les risques de ralentissement marqué aux États-Unis nécessitaient également un assouplissement de la politique monétaire. Si l'issue de la prochaine réunion de la Réserve fédérale n'est pas connue, il reste que d'autres baisses de taux devraient suivre en fonction de l'évolution macroéconomique anticipée pour 2008. La BCE devrait également décider rapidement d'une baisse des taux. Cela permettrait de freiner les tensions qui se maintiennent sur le marché interbancaire et de rétablir les conditions monétaires qui sont *de facto* resserrées par le maintien de taux à trois mois élevés. À moyen terme, l'institut monétaire européen n'est pas confronté au même risque de ralentissement que son homologue d'outre-Atlantique. Selon le diagnostic portant sur les prix et la croissance, la BCE ne doit s'interdire aucune option. Elle privilégie pour l'instant les risques à la hausse sur la stabilité des prix. Si ces tensions sont avérées, la baisse des taux ne serait que temporaire. Au contraire, si l'objectif d'inflation n'est pas menacé elle doit au contraire s'employer à créer les conditions d'une croissance plus élevée.

ANNEXE

Chronologie des turbulences financières

Date	Événements	Réaction des banques centrales
15/06	États-Unis : Moody's dégrade la note de 131 titres adossés à des prêts au logement de moindre qualité et met environ 250 obligations sous surveillance en vue d'un possible déclassement.	
20/06	États-Unis : Des rumeurs circulent sur une possible fermeture de deux fonds spéculatifs gérés par Bear Stearns ayant investi dans des titres adossés à des prêts hypothécaires de moindre qualité	
22/06	États-Unis : Un des fonds spéculatifs en difficulté est renfloué par une injection de 3,2 milliards de dollars de prêts.	
10/07	États-Unis : l'agence de notation Moody's abaisse la note de 399 titres liés aux prêts <i>subprime</i> , émis par des grandes banques américaines comme Citigroup, Morgan Stanley, Merrill Lynch et Bear Stearns.	
18/07	États-Unis : la maison de courtage Bear Stearns indique que deux de ses <i>hedge funds</i> ont perdu quasiment toute valeur, alors qu'ils valaient 1,5 milliard de dollars.	
19/07	États-Unis : Standard and Poor's annonce la dégradation de la note de 418 titres liés aux prêts <i>subprime</i> .	
23/07	Zone euro : AXA procède à la fermeture des souscriptions pour deux de ses fonds et décide d'assurer temporairement la liquidité des parts détenues par les clients souhaitant se retirer en les rachetant pour son propre compte.	
30/07	Zone euro : La banque allemande IKB revoit nettement son bénéfice d'exploitation à la baisse pour l'année en cours. IKB est touchée directement et surtout par le biais d'un de ses fonds d'investissement, avec des portefeuilles de produits structurés exposés au marché immobilier <i>subprime</i> . Son actionnaire principal, la banque publique KfW, se porte garante des	

Date	Événements	Réaction des banques centrales
01/08	<p>engagements. Un plan de sauvetage d'IKB à hauteur de 3,5 milliards d'euros et coordonné par le gouvernement allemand est mis en place.</p> <p>États-Unis : Aux États-Unis, American Home Mortgage (AHM), un organisme de refinancement de prêts hypothécaires, n'est pas en mesure de rembourser 300 millions de dollars d'échéances arrivées à terme.</p> <p>Zone euro : L'Autorité des marchés financiers (AMF) autorise la société de gestion Oddo AM à fermer trois fonds de placement, pour lesquels toute opération de souscription ou de rachat était bloquée depuis quelques jours. Oddo se laisse dix-huit mois pour liquider la totalité des actifs, les premiers remboursements à ses clients étant prévus pour début septembre, une fois vendus les actifs les moins touchés par la crise actuelle.</p>	
02/08		<p>En parlant de «grande vigilance», la BCE prépare les marchés financiers à une hausse des taux directeurs début septembre.</p>
06/08	<p>États-Unis : la société de refinancement de prêts hypothécaires American Home Mortgage se met en faillite.</p>	
09/08	<p>Zone euro : la banque BNP Paribas annonce le gel temporaire de trois fonds de placements. La décision de la BNP est liée au fait qu'elle est incapable de calculer la valeur de ces fonds en raison de la disparition de liquidité sur le marché des titres adossés à des <i>subprime</i>.</p>	<p>Observant les turbulences sur le marché interbancaire au jour le jour, la BCE entame la première d'une longue suite d'opérations d'<i>open market</i> pour fournir des liquidités supplémentaires par rapport à celles planifiées pour réduire les tensions sur le marché monétaire. 95 milliards d'euros sont injectés par le biais d'une opération de réglage fin à échéance de 24 heures au taux de 4 % et satisfaisant la totalité des soumissions reçues.</p> <p>La Réserve fédérale injecte 24 milliards de dollars.</p>
10/08		<p>La Banque centrale du Japon (BOJ) injecte l'équivalent de 6,25 milliards d'euros et la Réserve fédérale 35 milliards de dollars. Opération de réglage fin à taux variable annoncée par la BCE. Injections de 61 milliards d'euros pour une échéance de 24 heures.</p>

Date	Événements	Réaction des banques centrales
13/08		La BOJ injecte l'équivalent de 3,75 milliards d'euros, la Réserve fédérale 2 milliards de dollars et la BCE 48 milliards d'euros (à 24 heures).
14/08		La BCE injecte par une opération de réglage fin un montant de 7,7 milliards d'euros à 24 heures, en plus de l'opération habituelle principale de refinancement.
17/08		La Réserve fédérale diminue son taux d'escompte et injecte 6 milliards de dollars.
20/08		La Banque du Japon (BOJ) injecte 1.000 milliards de yens (6,7 milliards d'euros) dans le marché nippon. La Réserve fédérale injecte de son côté 3,5 milliards de dollars sur les marchés.
21/08		La BOJ injecte 5,2 milliards d'euros dans le marché monétaire.
22/08	États-Unis : Lehman Brothers annonce fermer sa filiale BNC Mortgage, spécialisée dans les prêts <i>subprime</i> .	La BCE annonce une opération de refinancement d'un montant de 40 milliards.
23/08	États-Unis : Bank of America indique qu'il va investir 2 milliards de dollars dans Countrywide Financial. Zone euro : BNP Paribas annonce la réouverture des trois fonds gelés le 9 août.	La Banque du Japon laisse son taux d'intérêt inchangé à 0,50 %. La Réserve fédérale injecte 17,25 milliards de dollars dans le circuit.
24/08		La BCE accorde 40 milliards d'euros supplémentaires dans le cadre d'une opération de refinancement à plus long terme (trois mois), pour calmer les tensions sur le marché monétaire sur les échéances de plus long terme.
27/08	Zone euro : Sauvetage de la banque régionale allemande Sachsen LB (nécessaire du fait d'engagements élevés de son fonds d'investissement irlandais sur le marché des <i>subprime</i>), grâce à sa fusion avec LBBW une autre banque régionale.	

Date	Événements	Réaction des banques centrales
06 / 09		La BCE décide de ne pas augmenter ses taux en raison de l'incertitude sur l'issue de la crise financière et injecte 42 milliards d'euros à 24 heures.
13 / 09		La BCE injecte 75 milliards d'euros supplémentaires dans le cadre d'une opération de refinancement à plus long terme.
14 / 09	Royaume-Uni : Les déposants font la queue devant Northern Rock pour effectuer des retraits.	La Banque d'Angleterre apporte un soutien de liquidités à Northern Rock.
17 / 09	Zone euro : La Banque d'Espagne indique qu'aucune institution financière du pays n'a demandé de financement d'urgence à la BCE, contredisant les propos du président de Northern Rock selon lesquels trois banques espagnoles avaient demandé des liquidités en urgence auprès de la BCE. Royaume-Uni : Face aux retraits des déposants, le gouvernement annonce l'extension de la garantie à la totalité des dépôts de Northern Rock.	
18 / 09		Baisse du taux des <i>fed funds</i> de 5,25 % à 4,75 %.
20 / 09	Zone euro : Le président de la Deutsche Bank reconnaît que des engagements exagérés ont été réalisés avant la crise. D'après des informations diffusées quatre jours plus tard par Reuters, Deutsche Bank pourrait supporter 1,7 milliard d'euros de provisions pour dépréciations sur ses encours de crédits liés à des acquisitions avec effet de levier.	
21 / 09	Zone euro : HSBC Finance annonce la fermeture de sa filiale de crédits immobiliers à risque. Royaume-Uni : Précision des modalités pratiques de l'extension de la garantie des dépôts Northern Rock, jusqu'au 19 septembre.	La Banque d'Angleterre annonce qu'elle proposera des liquidités aux acteurs du marché interbancaire : 26 septembre (10 milliards de livres sterling) puis 2, 10 et 17 octobre.

Date	Événements	Réaction des banques centrales
27 / 09		La Fed a injecté un total de 38 milliards de dollars (26,9 milliards d'euros) de réserves temporaires dans le système bancaire via quatre opérations différentes.
04 / 10		La Banque d'Angleterre laisse son taux inchangé à 5,75 %
09 / 10	Royaume-Uni : Extension de la garantie sur les dépôts effectués après le 19 septembre (moyennant des frais à la charge de Northern Rock).	La BCE s'en tient au <i>statu quo</i> , en laissant inchangé le taux directeur.
10 / 10		Injection de 35 milliards par la Réserve fédérale.

Sources : BRI (rapport trimestriel de septembre), BCE (communiqués et bulletin mensuel de septembre), presse.