



Crise financière mondiale :
stratégies publiques et privées pour faire face à la crise

Christian Noyer

Gouverneur de la Banque de France

Paris-Europlace, Émirats Arabes Unis, 21 janvier 2009

Mesdames et Messieurs,

Je suis très heureux d'être ici pour partager certaines réflexions sur la crise financière et débattre des solutions éventuelles pour surmonter cette situation. Il est trop tôt pour tirer toutes les leçons des événements récents sur les marchés de capitaux. Il est toutefois essentiel de réfléchir dès maintenant à l'expérience de ces derniers mois. Plus encore en période de tensions qu'en temps normal, l'action et la réflexion doivent s'alimenter l'une l'autre. C'est au moment même où nous gérons la crise que nous posons les fondements du système financier futur.

Je me propose d'organiser mon propos autour de deux thèmes :

- la nature de la crise financière
- les politiques mises en œuvre pour y faire face, à la fois du point de vue du secteur public et du secteur privé

La nature de la crise

La crise nous est d'abord apparue comme une crise de liquidité. Les premiers symptômes se sont manifestés début août 2007 quand des perturbations sévères se sont fait jour sur le marché interbancaire dans les pays occidentaux. Plus d'un an après, ces tensions sont toujours présentes sur les marchés

monétaires. En témoignent le niveau anormal des *spreads*, le raccourcissement des maturités, ainsi que le rétrécissement, voire la disparition de certains compartiments de marché au cours des derniers mois. Par contagion, ces tensions affectent également les sociétés non financières, et plus largement, le financement de l'économie. Elles se sont aussi propagées aux économies des pays émergents, qui étaient restés largement épargnés jusqu'à l'automne 2008.

La crise nous est aussi apparue comme une crise de la titrisation. La titrisation est une technique ancienne et efficace, utilisée pour le refinancement d'un grand nombre de prêts. La nouveauté dans cette crise est que la titrisation a été largement utilisée dans des structures financières très instables, qui finançaient des produits complexes et très peu liquides à court terme dont la valeur s'est avérée incertaine et subordonnée à des modèles. L'instabilité de telles structures était largement masquée. L'abondance de la liquidité permettait en effet de refinancer les créances de qualité médiocre et les actifs de valeur incertaine. En outre, des notations favorables et les garanties assurantielles permettaient de rehausser artificiellement la qualité de ces créances. L'augmentation des défaillances, d'abord sur les crédits *subprimes*, a déclenché une réaction en chaîne dont les conséquences continuent de se faire sentir aujourd'hui. Les protections de crédit mises en place se sont avérées inefficaces. La liquidité s'est asséchée plus vite qu'elle n'était apparue. Les dégradations de notes par les agences se sont succédé en cascade, avec une rapidité et une brutalité sans commune mesure avec la qualité présumée des actifs en question.

L'effondrement de la titrisation structurée met en lumière deux réalités fondamentales. La première est que, loin d'être réparti dans l'ensemble du système, le risque de crédit était implicitement ou explicitement concentré entre les mains de certaines institutions, au premier rang desquelles les grandes banques d'affaires, ce qui a entraîné des vagues de dépréciations imposées par les règles comptables. À leur tour, ces dépréciations ont alimenté des doutes sur les risques de contrepartie et la solvabilité, ainsi que des contraintes de liquidités et de nouvelles baisses de prix d'actifs. La seconde réalité est que l'innovation financière a essentiellement favorisé une hausse considérable de l'effet de levier dans l'ensemble du système financier, comme l'attestent de nombreux éléments : l'expansion des bilans bancaires, la multiplication des véhicules hors bilan dépourvus de vrais fonds propres, l'utilisation du capital limité des assureurs *monolines* pour garantir un volume important de produits structurés. L'effet de levier, comme vous le savez, amplifie à la fois les gains et les pertes. Les gains excessifs ont pris la forme d'un boom immobilier aux États-Unis. Pour ce qui est des pertes excessives, nous les subissons aujourd'hui. Avec le retournement du marché, d'importantes dépréciations ont dû être constatées sur les produits structurés, qui ont dépassé, pour beaucoup d'institutions, le niveau de leurs fonds propres. L'incapacité de se recapitaliser a conduit certaines à la défaillance.

Dans ce contexte, qu'en est-il des banques françaises ? Bien sûr, elles ne sont pas à l'abri de la crise. Les expositions directes ou indirectes aux produits toxiques les ont contraintes à constater des dépréciations d'actifs parfois substantielles. La pénurie de liquidité et les perturbations persistantes sur les marchés ont entraîné une hausse de leurs coûts de refinancement. Cela dit, nos banques sont solides et robustes et

affichent toujours des ratios de fonds propres élevés, bien supérieurs aux minima imposés par la régulation prudentielle. Dans l'ensemble, elles continuent à réaliser des bénéfices, notamment parce qu'elles disposent de sources régulières de revenus. Ce sont des banques universelles et, de ce fait, elles sont moins vulnérables aux conditions de refinancement sur le marché. Leurs sources de profits solides et récurrentes sont un atout vital dans la situation actuelle. Dans ce contexte, nos banques sont prêtes à tenir leur rôle dans la restructuration du secteur financier international. Dans l'ensemble, en dépit d'incidents et de tensions parfois sévères, les banques françaises tirent aujourd'hui profit des gains de productivité et des efforts d'innovation accomplis depuis deux décennies.

Les politiques publiques dans la crise, du point de vue du secteur privé et du secteur public

Au cours des derniers mois, nous avons assisté à une inflexion sensible des politiques publiques. Jusque là exclusivement orientées vers l'apport de liquidité aux institutions financières, les interventions publiques visent également, depuis cet automne, à soutenir le financement et les fonds propres des banques. Il s'agit là d'un changement d'orientation majeur.

Les problèmes de liquidité restent, cela va sans dire, cruciaux à ce stade de la crise. Les marchés interbancaires montrent les premiers signes d'un retour à la normale, mais il reste encore du chemin à parcourir. Pour ce faire, les banques centrales ont mobilisé des moyens considérables. Au terme d'un processus à l'œuvre depuis plus d'un an, les banques centrales ont ajusté leurs cadres opérationnels selon plusieurs axes : la maturité de leurs facilités a été allongée et des financements en devises ont été proposés. La gamme des contreparties éligibles a été élargie. Les procédures d'appel d'offres ont été modifiées pour offrir de la liquidité de banque centrale pour des montants illimités. La liste des garanties éligibles aux opérations de refinancement a été également étendue. Au sein de l'Eurosystème, les banques centrales fournissent des quantités illimitées de liquidité à taux fixe. Enfin la coordination internationale entre les autorités monétaires a été renforcée, ce qui garantit que les actions prises par chacune s'inscrivent dans une stratégie d'ensemble cohérente. Ces mesures sont tout à fait exceptionnelles : assouplissement monétaire sans précédent conduisant les taux directeurs à des niveaux historiquement bas et adoption, dans certains cas, de mesures de politique monétaire peu orthodoxes. En tant que telles, elles devraient grandement contribuer à restaurer la confiance et à normaliser le fonctionnement des marchés monétaires.

Les États interviennent aussi désormais pour soutenir la solvabilité et la solidité des banques. Depuis la déclaration de Paris des pays-membres de la zone euro, l'Europe sous la présidence de la France jusqu'à fin 2008, dispose d'un plan d'action que je considère être solide et cohérent. Sans entrer dans les détails, je crois qu'il faut garder à l'esprit les trois éléments suivants. Premièrement, les autorités garantissent le refinancement des banques afin qu'elles-mêmes puissent financer correctement l'économie. Deuxièmement, des réformes significatives des règles comptables ont été introduites. Elles permettent aux banques de transférer des instruments jusque-là comptabilisés en valeur de marché vers des

portefeuilles où ce ne sera plus le cas. Elles offrent également une plus grande souplesse dans les méthodes utilisées pour valoriser les actifs pour lesquels il n'y a plus de marché. Enfin, les États ont confirmé leur soutien à la recapitalisation des banques.

Qu'en est-il des actions de la France ? Le gouvernement et le parlement ont très rapidement donné corps aux principes européens. Un nouveau projet de loi a été adopté, qui comporte deux dispositions. Premièrement, il crée une société de refinancement, disposant d'une capacité de crédit de 320 milliards d'euros, destinée à garantir le refinancement des banques pour des maturités moyennes (jusqu'à 5 ans). Cette société agit sous l'étroit contrôle de l'État et de la Banque de France. La garantie est accordée à titre onéreux, afin que les bénéficiaires assument un coût correspondant à des conditions normales de marché mais aussi que les intérêts des contribuables soient protégés. Deuxièmement, la loi crée également une société détenue par l'État dotée de 21 milliards d'euros et autorisée à souscrire à des émissions de titres subordonnés ou d'actions de préférence par les banques. Comme vous le savez, six banques ont émis des titres subordonnés et l'État a souscrit à ces émissions pour un montant de 10,5 milliards d'euros. Ce soutien a renforcé leurs fonds propres et leur permet ainsi de continuer à assurer le financement de l'économie.

Les banques françaises avaient-elles réellement besoin de ce coup de fouet destiné à renforcer leur solvabilité et leurs fonds propres ? Si l'on excepte le groupe franco-belge DEXIA, la réponse est « pas vraiment ». Le cas de DEXIA était particulier : en raison de sa forte exposition aux risques *monoline* américains, la recapitalisation publique était absolument nécessaire. En revanche, toutes les autres banques françaises disposent de fonds propres suffisants, tant au regard des exigences prudentielles que par comparaison avec leurs homologues dans les autres pays développés. La recapitalisation publique n'a pas pour objet de pallier un quelconque défaut ou une quelconque faiblesse. Les circonstances sont réellement exceptionnelles ; même les banques les plus solides et les plus profitables ne sont pas assurées de trouver sur le marché les ressources nécessaires pour répondre à leurs besoins de financements et de fonds propres. Tant que persiste cette incertitude et que les marchés font défaut, il incombe aux autorités publiques de protéger le système de crédit et de préserver son rôle dans le financement de l'économie.

Les stratégies du secteur privé pour surmonter la crise couvrent plusieurs aspects. Premièrement, je citerai l'initiative de création d'un système de compensation par contrepartie centrale pour les *credit default swaps* (CDS). Cette initiative du secteur privé est vivement encouragée par les autorités publiques compte tenu de son importance pour la stabilité financière. S'agissant des institutions elles-mêmes, différentes propositions ont été avancées pour définir leur modèle économique et leur profil de risque, la gouvernance et les dispositifs de gestion du risque ainsi que leur politique de communication.

En termes de profil de risques, deux modèles principaux sont vivement débattus. Dans le premier, les banques universelles qui bénéficient de sources de profit diversifiées ont mieux traversé la crise. En revanche, les institutions financières spécialisées, notamment celles qui sont fortement engagées dans les

activités de placement, ont essuyé des pertes importantes. J'ai déjà évoqué la situation des banques françaises. Dans le même ordre d'idées, l'intérêt porté en Allemagne par la Deutsche Bank pour la Postbank découle d'une logique identique : la diversification des sources de financement et de profitabilité.

L'autre modèle examiné se concentre plutôt sur un noyau d'activités sélectionnées précisément pour réduire la diversification sur des marchés pour lesquels les connaissances et les compétences en interne étaient sans doute insuffisantes face aux risques encourus. L'adoption de ce modèle plus ciblé contribue au processus de désendettement dont certains établissements ont sérieusement besoin. Le cas de Citibank, sur le point de céder Salomon Smith Barney, illustre cette tendance.

En ce qui concerne la gouvernance et la gestion du risque, des améliorations majeures sont nécessaires et, à mon sens, sont en cours. Il est indéniable que la réglementation doit être ajustée et qu'une approche plus macrofinancière doit être adoptée afin d'éviter, par exemple, la procyclicité. Toutefois la responsabilité première incombe aux établissements financiers eux-mêmes qui n'ont pas procédé à une analyse des risques suffisamment minutieuse, ont exagérément privilégié les bénéfices à court terme, n'ont pas intégré les coûts des primes de risque et de liquidité, et dans certains cas, n'ont pas pris toute la mesure des conséquences financières probables de leur comportement. Par conséquent, des améliorations importantes s'imposent en termes de gestion du risque et de gouvernance au niveau le plus élevé des établissements financiers.

S'agissant de la politique d'information financière et de communication, la crise a montré l'importance de la transparence. Les établissements financiers ont fait de nombreux efforts dans ce domaine au cours des derniers mois. Ils doivent continuer dans ce sens. Les autorités suivront les progrès accomplis.

Les améliorations stratégiques privées et publiques vont aider à surmonter la crise financière. En outre, il existe un consensus croissant autour de la nécessité d'un réexamen fondamental des bases de la réglementation financière. Les chefs d'État du G20 ont donné mandat pour que des changements interviennent en la matière et ont défini des principes à cet effet. La crise a également ravivé des inquiétudes relatives à la structure de la surveillance.

Comme vous le savez, à l'instigation du président de la République française, des efforts importants sont consacrés à la réflexion sur ce qu'on a qualifié de « nouveau Bretton Woods ». Au delà de cette appellation ambitieuse, je crois vraiment à l'utilité de repenser les fondements de la régulation des systèmes financiers actuels. Pour contribuer à ce débat, permettez-moi de formuler encore deux réflexions finales. L'une sur les fluctuations des systèmes financiers. L'autre sur la surveillance financière.

Par nature, les systèmes financiers qui opèrent dans le cadre d'une économie de marché développée sont soumis à des forces cycliques. Certaines d'entre elles sont une conséquence du cycle conjoncturel. L'activité de crédit en est une excellente illustration, la demande de crédit étant fortement tributaire de l'activité économique. D'autres sont inhérentes aux systèmes financiers. Par exemple, la position en capital des établissements financiers évolue parallèlement aux mouvements des prix d'actifs, notamment dans un contexte de comptabilité en juste valeur où les fluctuations se traduisent par des gains ou des pertes en capital.

L'enjeu pour les autorités est d'évaluer si et dans quelle mesure la réglementation renforce ces dynamiques et affecte l'ensemble du système financier. C'est avec ces questions à l'esprit que des travaux sont en cours pour examiner la portée des normes prudentielles. C'est également sur cette base que les ajustements comptables que j'ai cités plus tôt ont été réalisés. Ce qui est en jeu aujourd'hui est la nécessité de développer une politique dite macroprudentielle. Son principe général est simple à comprendre : il s'agit de faire en sorte que la supervision parvienne à limiter les risques pour la stabilité financière liés non pas seulement à une institution, mais aussi au système financier dans son ensemble. Sa mise en œuvre est en revanche complexe. Pour le moment, nous n'en sommes qu'au stade des réflexions. Celles-ci portent sur les outils sur lesquels une politique macroprudentielle pourrait reposer. Elles portent aussi, au-delà des outils eux-mêmes, sur les conditions de recours à ces outils.

Sur la supervision, la crise a démontré les avantages qu'il y a à ce que le superviseur bancaire soit proche de la banque centrale. Il ne s'agit pas d'affirmer qu'il existe une structure de surveillance optimale applicable dans chaque pays en toutes circonstances. Toutefois, on peut remarquer que le système dont nous disposons en France s'est montré très utile en permettant d'acquérir une connaissance intime du secteur bancaire et des diverses institutions financières. Il a également autorisé des échanges d'information rapides et en temps voulu, ce qui a permis à la banque centrale de se prononcer rapidement sur des questions sensibles, notamment sur l'utilité des injections de liquidité.

Pour conclure, permettez-moi de souligner ce qui semble évident. Nous traversons une période extrêmement difficile, sans précédent à certains égards. Dans ce contexte, notre rôle consiste également à instaurer la confiance et à former aux questions financières.

Mesdames et messieurs, je vous remercie beaucoup.