

Crise financière, dettes souveraines : où en sommes-nous?

Sylvie Mathérat

Directeur Général adjoint des Opérations

Membre du Comité de Bâle

Plan

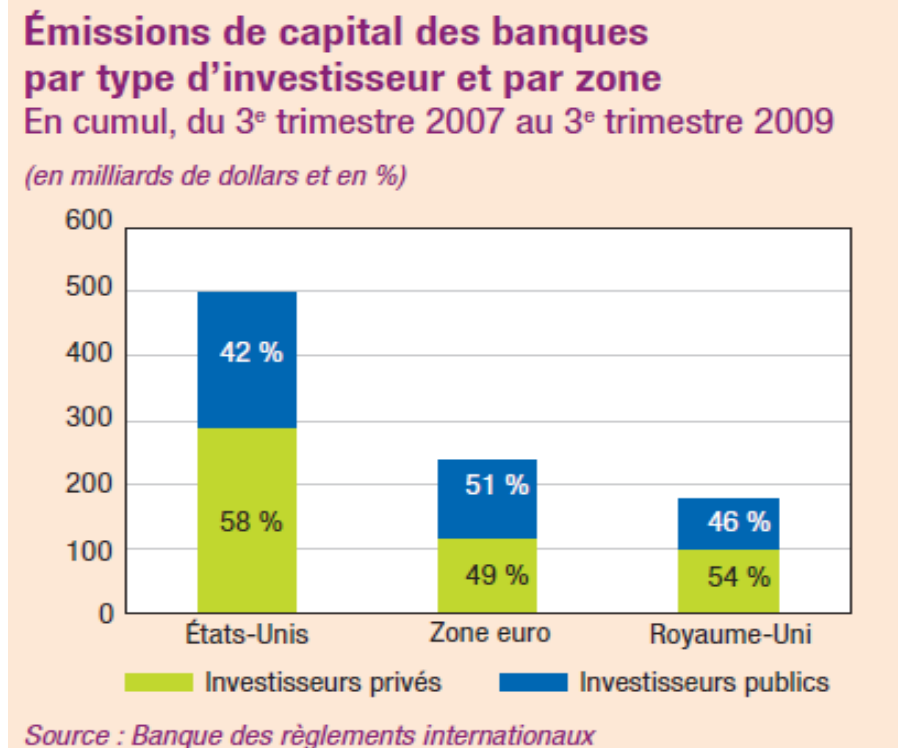
- 1. Contexte : une situation déjà affectée par le traitement de la crise financière de 2007-2008**
Crise souveraine: les facteurs de déclenchement
- 1. Contagion du risque souverain aux banques**
- 2. Les mesures nécessaires dans la zone euro**

Introduction: Intervention des États durant la crise financière de 2007-2008

- **Plans de soutien aux banques:**
 - Prise de participation / Recapitalisation : Plan TARP aux Etats-Unis : sauvetage de grande ampleur (eg. Citi, Bofa, ...)
 - Création d'entités dédiées au financement des banques: la SFEF en France, le SoFFin en Allemagne, le TLGP aux US...
 - Mesures de garanties d'actifs: États français et belge pour des portefeuilles d'actifs de Dexia, État hollandais pour ING, *Asset Protection Scheme* au UK...
 - Mesures de cantonnement d'actifs (« *bad bank* »): le FROB en Espagne, la NAMA en Irlande, le StabFund en Suisse...

Introduction: Intervention des États durant la crise financière de 2007-2008

- **Recapitalisation des banques:**
 - Entre fin 2007 et fin 2009, les levées de capitaux publics ont représenté 118 Mds USD en zone Euro, 72 Mds USD au UK.



Introduction: Intervention des États durant la crise financière de 2007-2008

- **Plans nationaux de soutien à la croissance dans un contexte de consolidation budgétaire**
 - Aux États-Unis : plan de relance en 2009 d'environ 800 Mds (allégements fiscaux, investissements...)
 - En Chine : plan budgétaire du gouvernement central 4000 mds RMB et initiatives des gouvernements locaux.
 - En France: grand emprunt, pacte automobile , sommet social (création d'un fonds d'investissement social, crédits d'impôt, conventions concernant l'indemnisation du chômage partiel...)
 - En Espagne: baisse d'impôts, aides fiscales pour réhabiliter les logements, aide au secteur automobile, etc.
 - Au UK: plan de soutien au marché de l'immobilier, baisse de la TVA, suppression des hausses prévues d'impôt sur les sociétés, programme de construction d'infrastructure « *New Deal* », etc.

Plan

1. Contexte : une situation déjà affectée par le traitement de la crise financière de 2007-2008

Crise souveraine : les facteurs de déclenchement

- A. La soutenabilité de la dette et les tensions sur les marchés obligataires
- B. La question du refinancement des États
- C. La nette dégradation des perspectives économiques

2. Du risque souverain aux banques

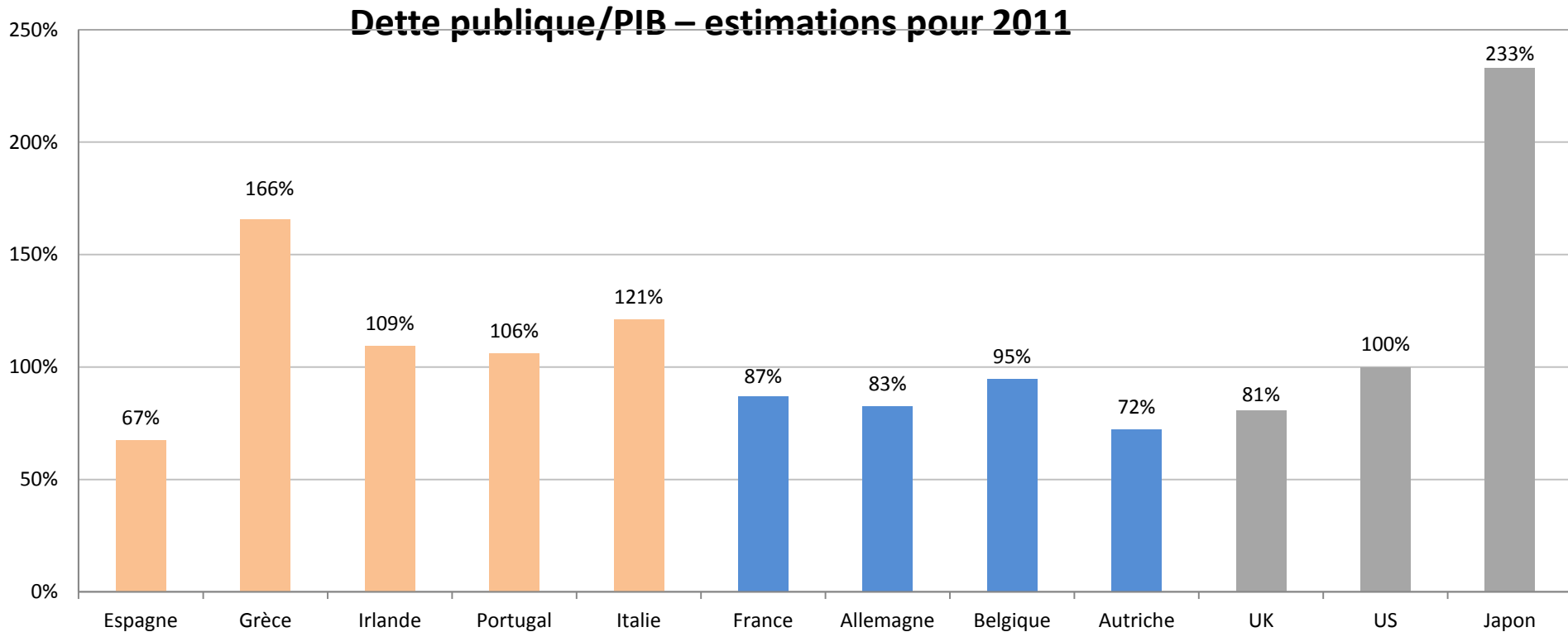
- A. Les canaux de contagion
- B. L'expositions des banques au risque souverain
- C. Impacts sur la capitalisation bancaire...
- D. ...et sur le financement des banques

3. Les mesures nécessaires dans la zone euro

- A. Pour les banques, renforcement des fonds propres et de la transparence
- B. Pour la Banque centrale européenne : garantir la fourniture de liquidité
- C. Pour les États : mise en œuvre de l'accord du 21 juillet et crédibilité fiscale
- D. Calibrage de l'EFSF et eurobonds ?

Les facteurs de déclenchement

Une dynamique non soutenable de la dette publique

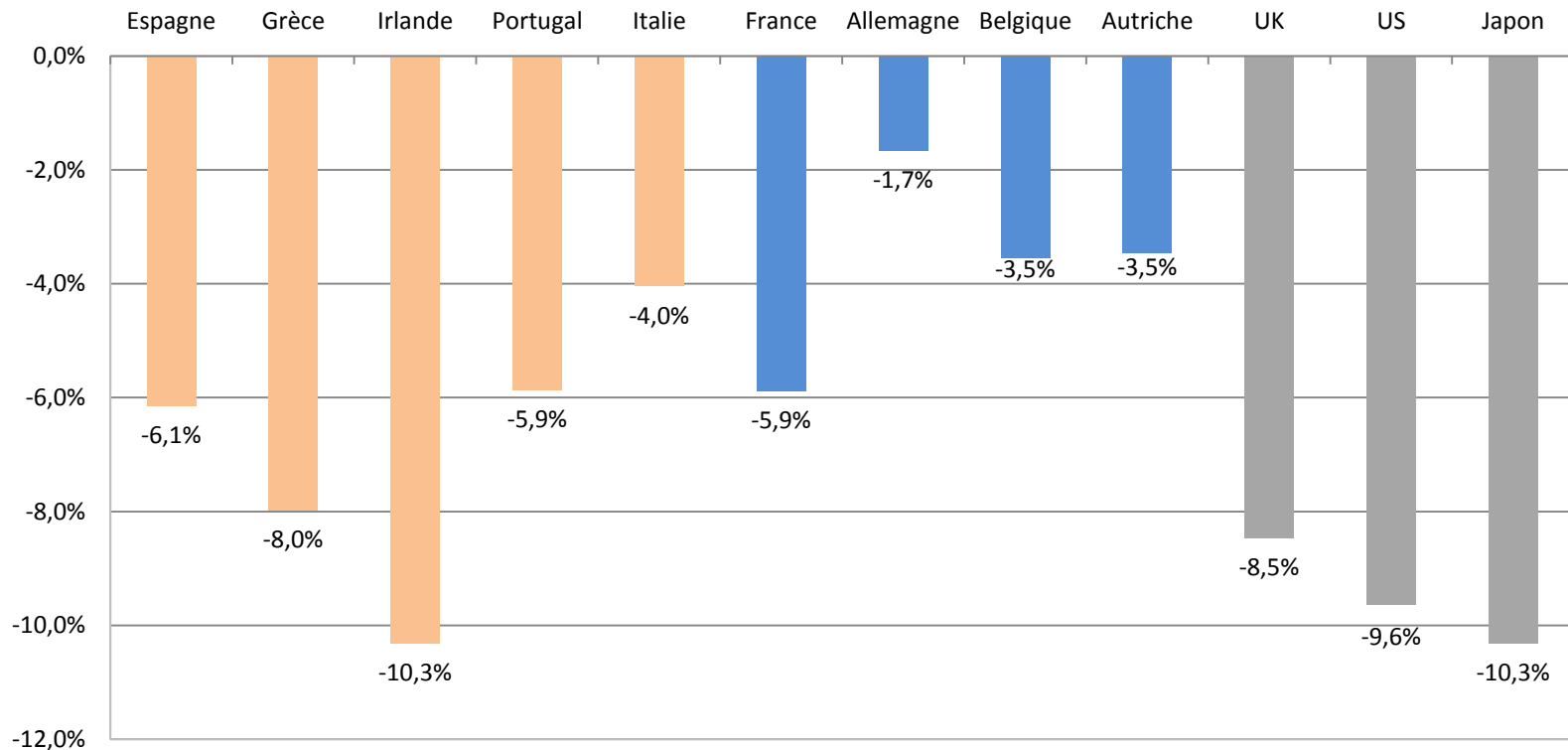


Source : FMI (World Economic Outlook), septembre 2011.

Les facteurs de déclenchement

Une nette dégradation des soldes publics

Déficits publics/PIB – estimations pour 2011



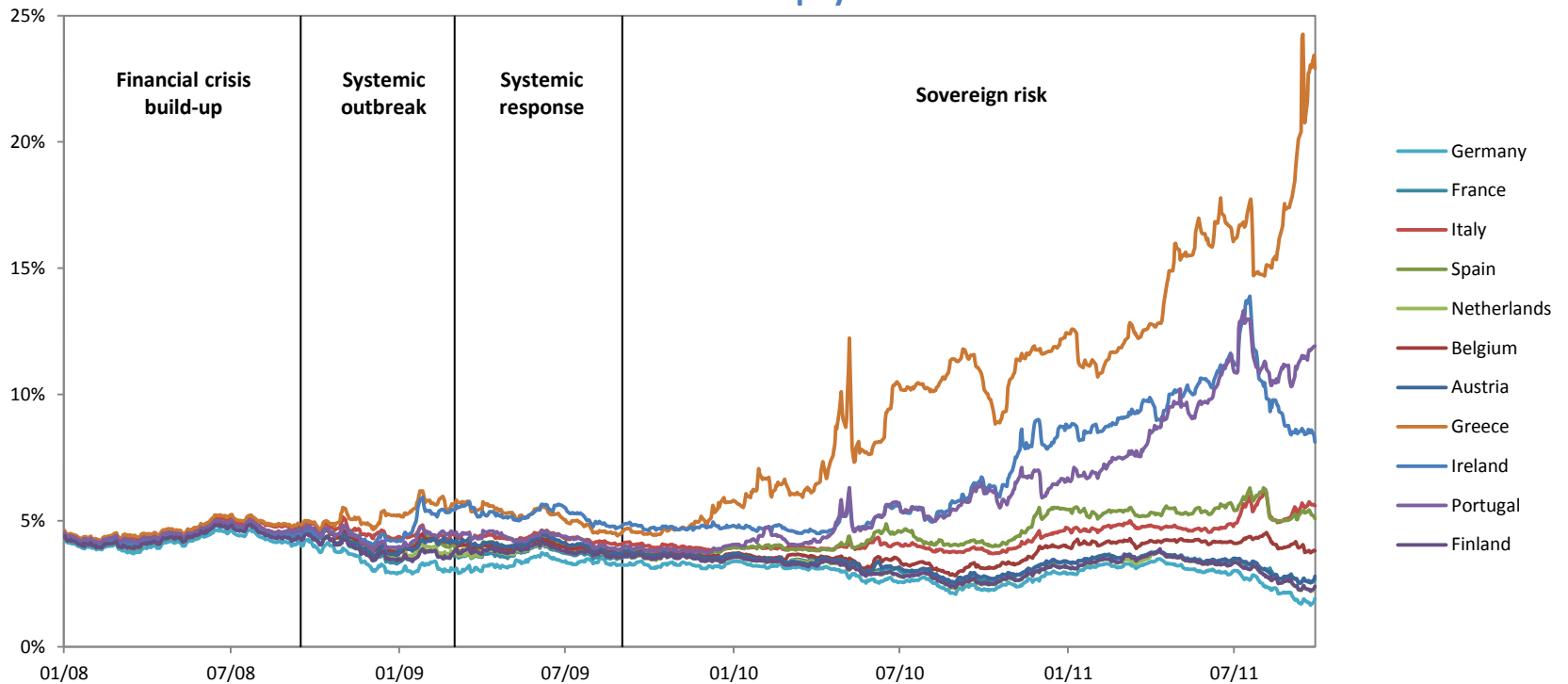
Source : FMI (World Economic Outlook), septembre 2011.

Les facteurs de déclenchement

Un forte augmentation des primes de risque

Les tensions sur les taux demeurent malgré les plans européens

Taux d'intérêt à 10 ans des titres d'un échantillon de pays de la ZE



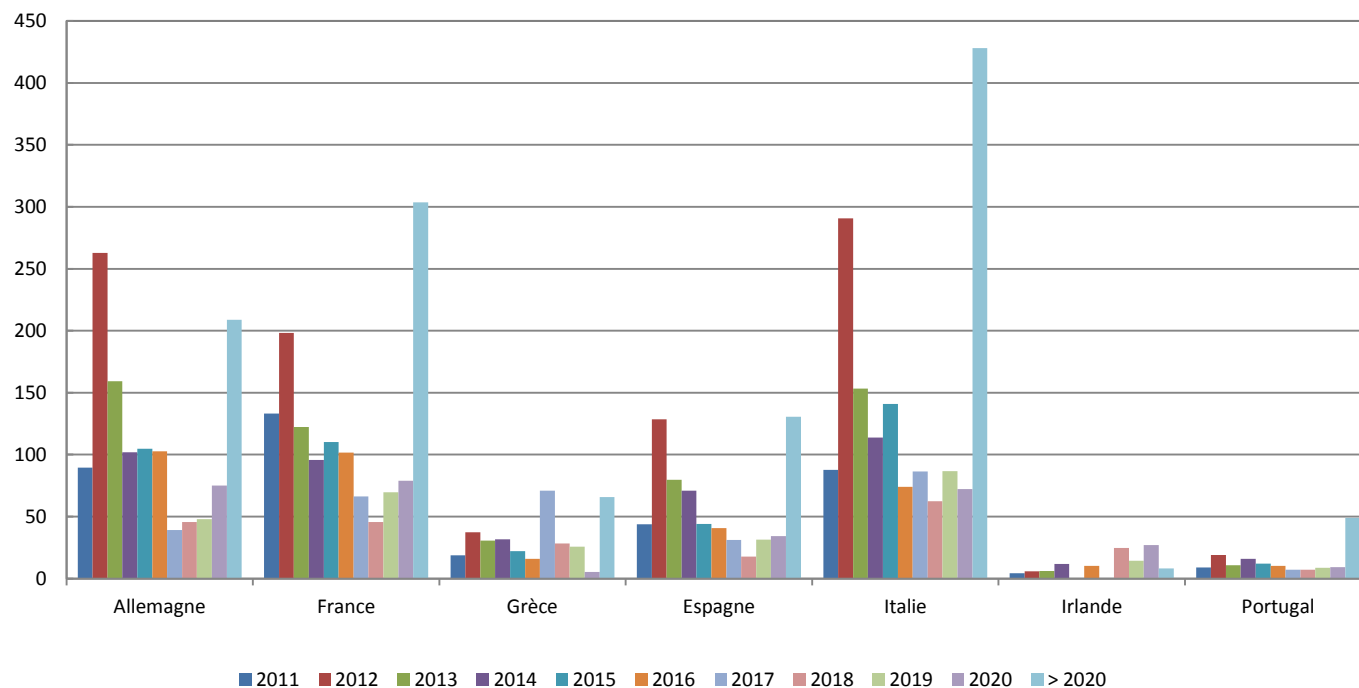
Source : Datastream.

Les facteurs de déclenchement

Les besoins de refinancement des États

Des besoins de refinancement importants à venir (notamment en 2012)

Besoins de refinancement des États de la ZE (Mds EUR)



Source : Bloomberg, 28 septembre 2011

Les facteurs de déclenchement

Des perspectives macroéconomiques revues à la baisse

Projections de taux de croissance du PIB en % (World Economic Outlook)								
	Monde	US	Zone Euro	Japon	Brésil	Russie	Inde	Chine
2011								
Ampleur des révisions entre avril et septembre 2011	-0,4	-1,3	0	-1,9	-0,7	-0,5	-1,8	-0,1
2011								
Version finale sept 2011	4	1,5	1,6	-0,5	3,8	4,3	6,4	9,5
2011 (avril 2011)	4,4	2,8	1,6	1,4	4,5	4,8	8,2	9,6
2012								
Ampleur des révisions entre avril et septembre 2011	-0,5	-1,1	-0,7	0,2	-0,5	-0,4	-1,5	-0,5
2012								
Version finale sept 2011	4	1,8	1,1	2,3	3,6	4,1	6,3	9
2012 (avril 2011)	4,5	2,9	1,8	2,1	4,1	4,5	7,8	9,5

Source : FMI

Plan

1. **Contexte : une situation déjà affectée par le traitement de la crise financière de 2007-2008**
Crise souveraine : les facteurs de déclenchement
 - A. La nette dégradation des perspectives économiques
 - B. La soutenabilité de la dette et les tensions sur les marchés obligataires
 - C. La question du refinancement des États
2. **Du risque souverain aux banques**
 - A. Les canaux de contagion
 - B. L'expositions des banques au risque souverain
 - C. Impacts sur la capitalisation bancaire...
 - D. ...et sur le financement des banques
3. **Les mesures nécessaires dans la zone euro**
 - A. Pour les banques, renforcement des fonds propres et de la transparence
 - B. Pour la Banque centrale européenne : garantir la fourniture de liquidité
 - C. Pour les États : mise en œuvre de l'accord du 21 juillet et crédibilité fiscale
 - D. Calibrage de l'EFSF et eurobonds ?

Contagion du risque souverain aux banques

Canaux de contagion et circularité du risque de contagion

**Crise financière 2007/2008 - Sauvetage public
(recapitalisation, garanties étatiques)**

```
graph TD; A[Crise financière 2007/2008 - Sauvetage public (recapitalisation, garanties étatiques)] --> B[Pressions sur les finances publiques et sur les rating souverains];
```

Pressions sur les finances publiques et sur les rating souverains

Contagion du risque souverain aux banques

Canaux de contagion et circularité du risque de contagion



Contagion du risque souverain aux banques

Canaux de contagion et circularité du risque de contagion



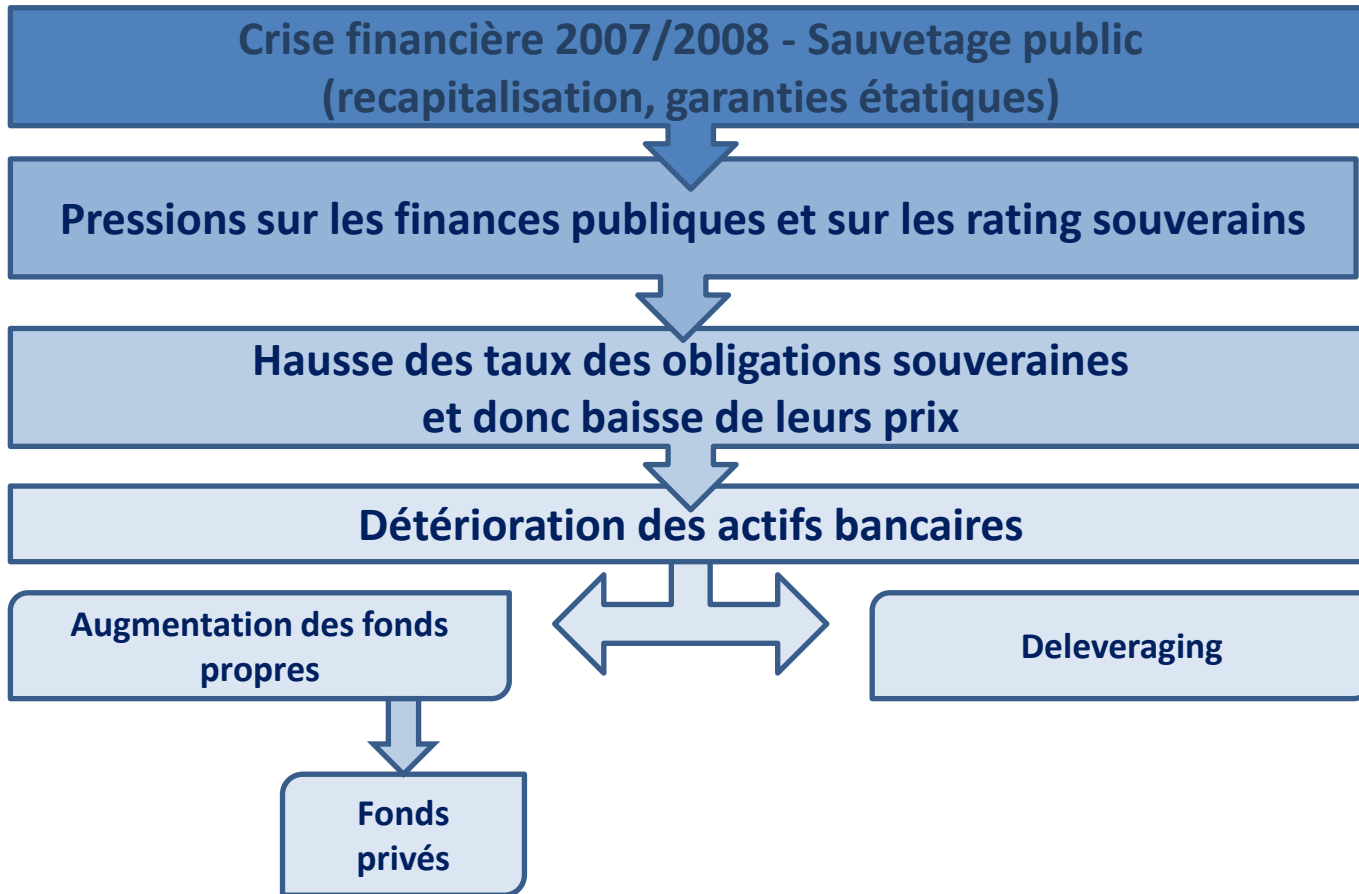
Contagion du risque souverain aux banques

Canaux de contagion et circularité du risque de contagion



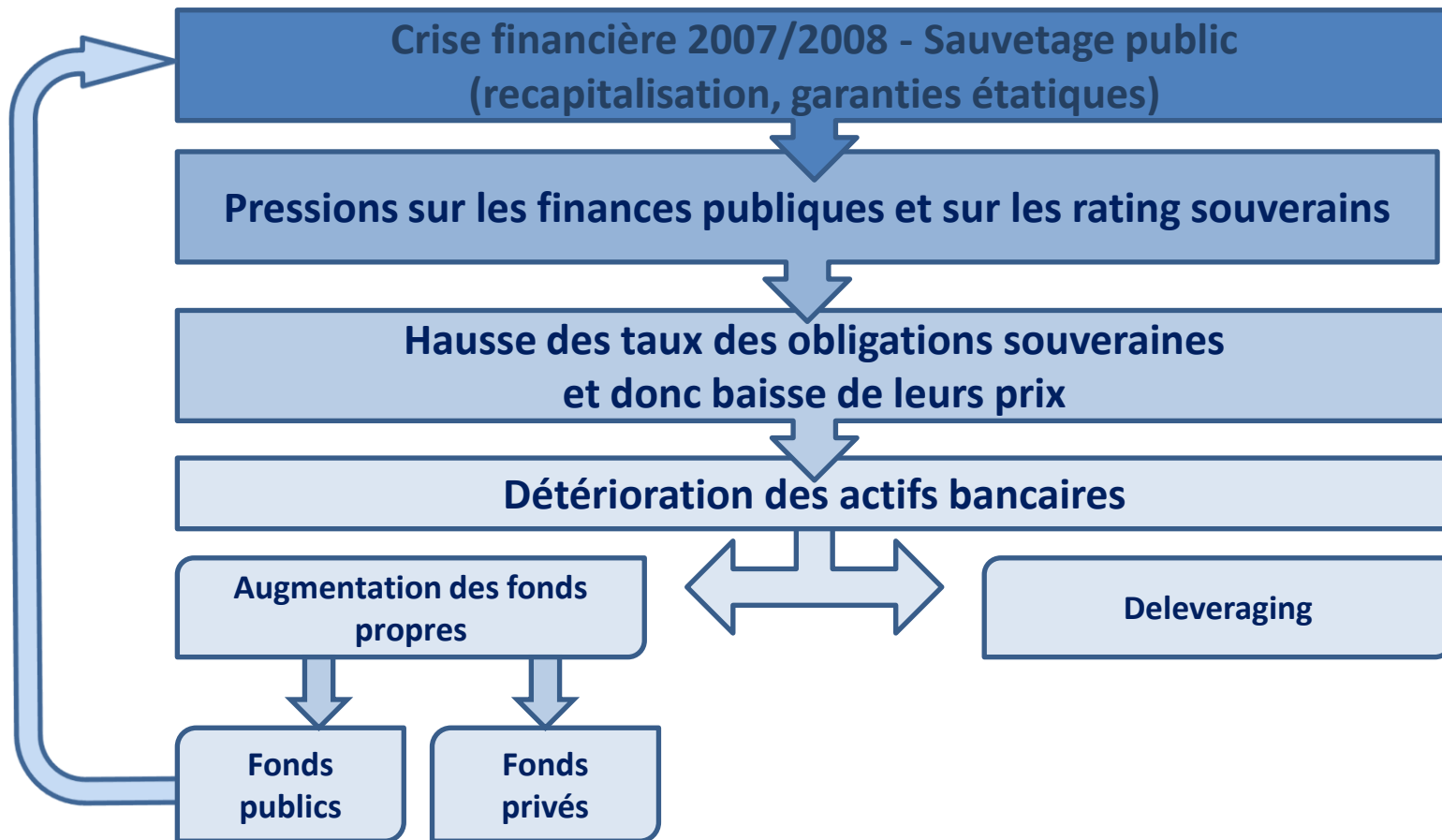
Contagion du risque souverain aux banques

Canaux de contagion et circularité du risque de contagion



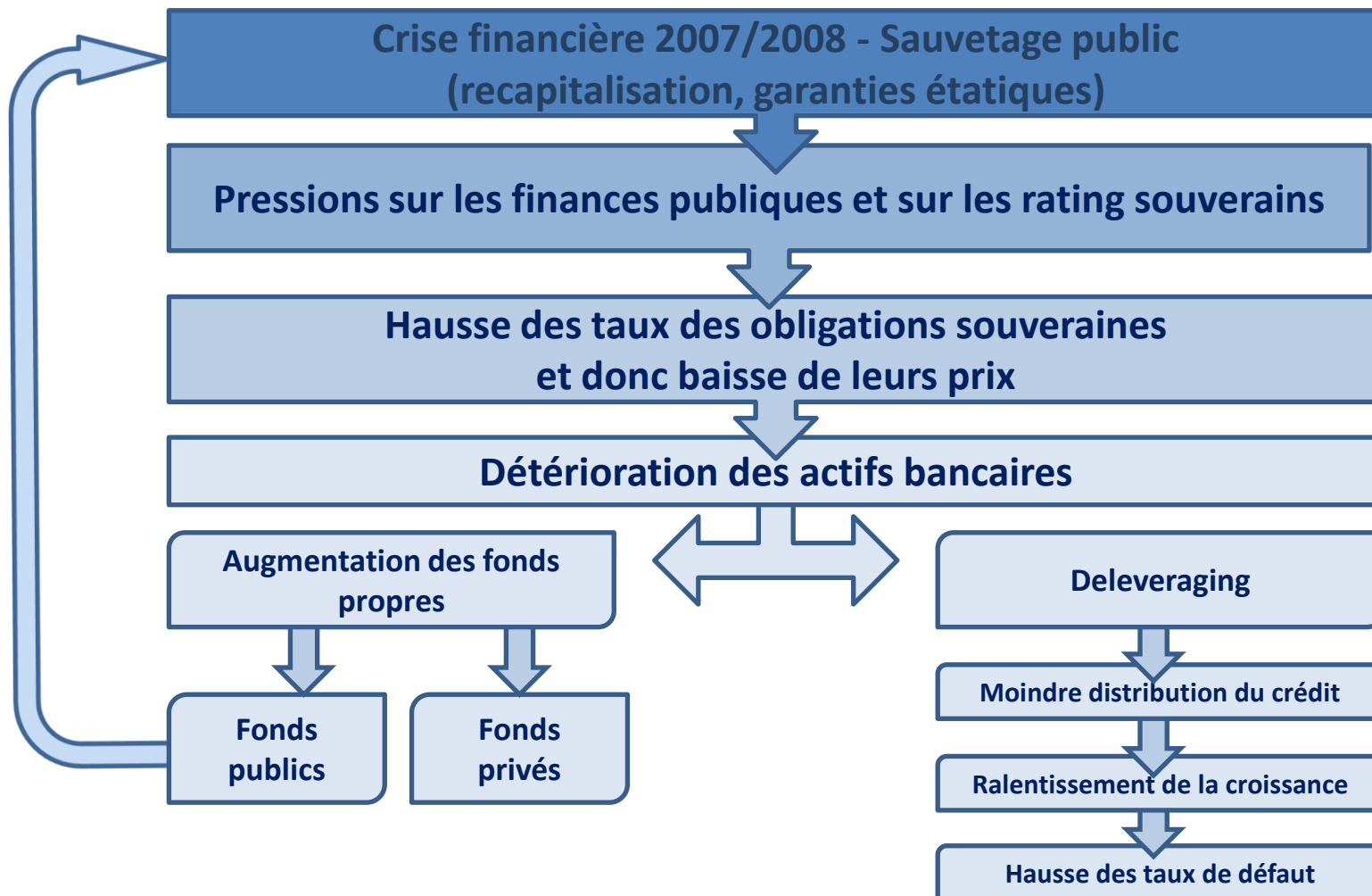
Contagion du risque souverain aux banques

Canaux de contagion et circularité du risque de contagion



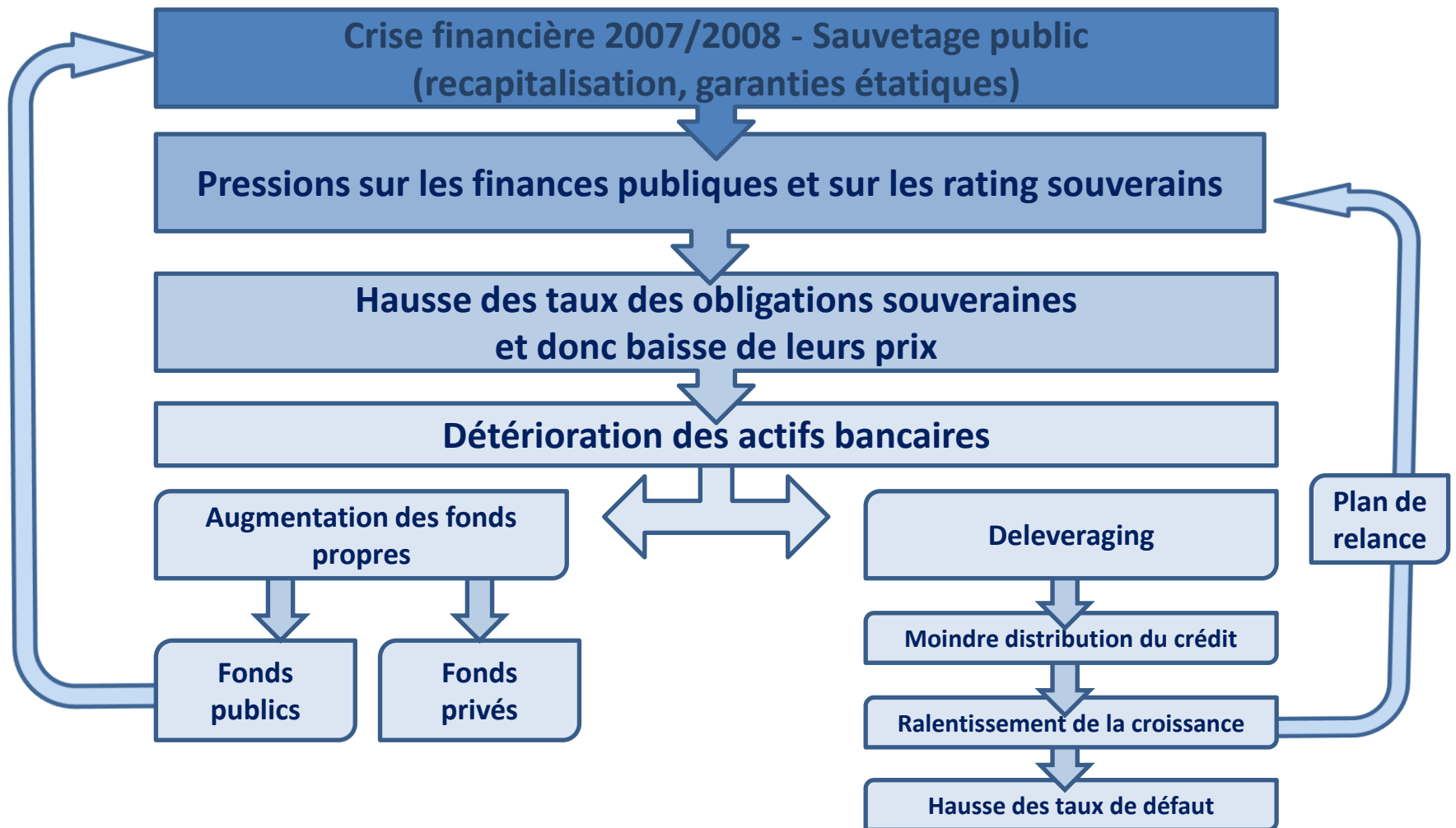
Contagion du risque souverain aux banques

Canaux de contagion et circularité du risque de contagion



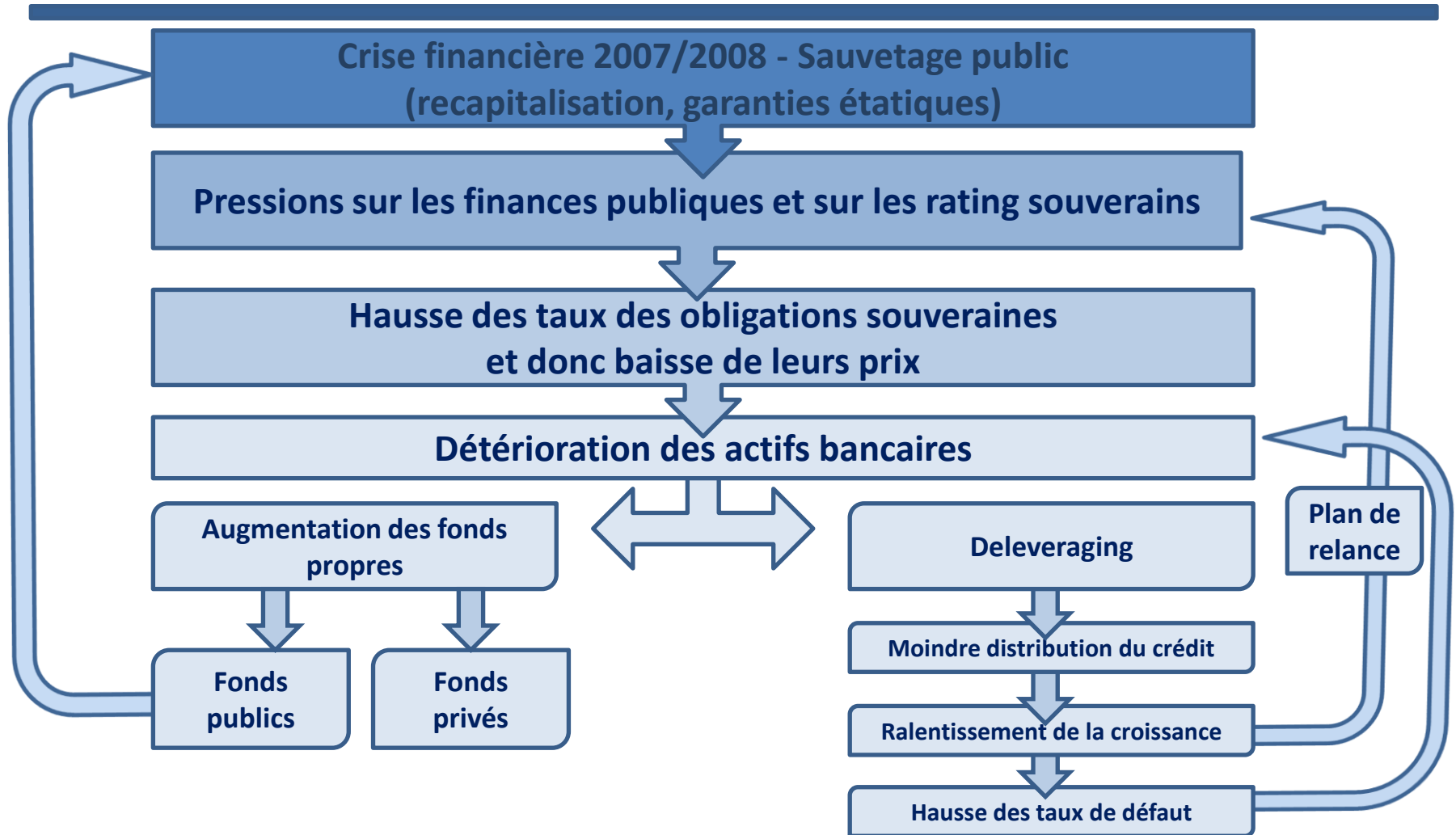
Contagion du risque souverain aux banques

Canaux de contagion et circularité du risque de contagion



Contagion du risque souverain aux banques

Canaux de contagion et circularité du risque de contagion



Contagion du risque souverain aux banques

Canaux de contagion

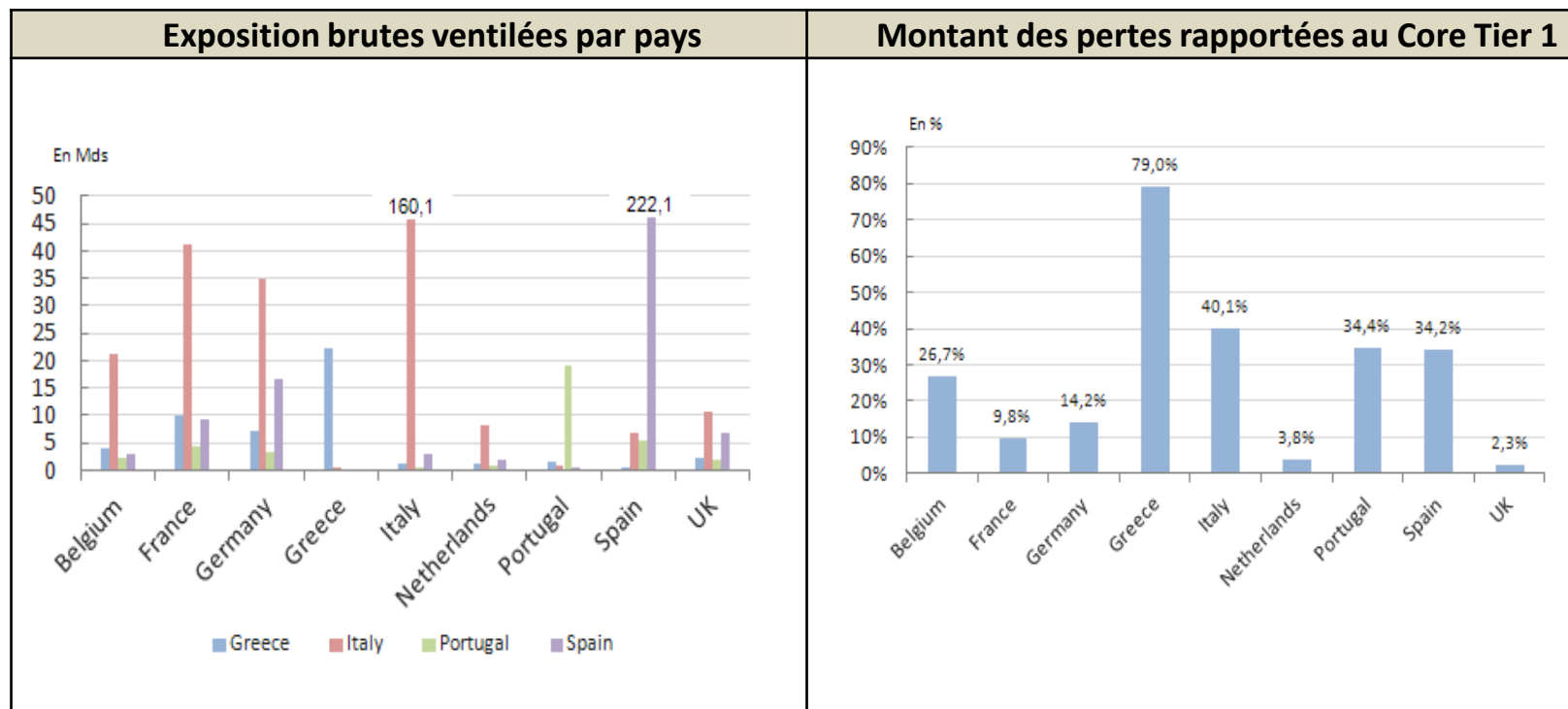
- **Impact direct sur l'actif des bilans bancaires :**
 - Dépréciations des titres souverains détenus par les banques
- **Impact indirect sur le passif des bilans bancaires :**
 - Les dégradations des notations souveraines peuvent conduire à des dégradations de notations de banques car elles constituent souvent un « plafond »
 - La montée du risque souverain entretient l'aversion pour le risque et peut réduire l'appétit des investisseurs pour la dette bancaire
 - Conséquence : augmentation du coût de financement des banques sur les marchés

Contagion du risque souverain aux banques

Expositions des banques au risque souverain

Expositions des banques aux souverains et pertes rapportées au Core Tier 1

Expositions brutes par système bancaire et pertes potentielles en % du Core Tier 1
(taux de décote retenus : 50% sur la dette grecque, 21% sur les autres dettes)



Source : EBA, Information financière des banques, CreditSight.
Les données relatives aux expositions souveraines sont arrêtées au 31/12/2010.

Contagion du risque souverain aux banques

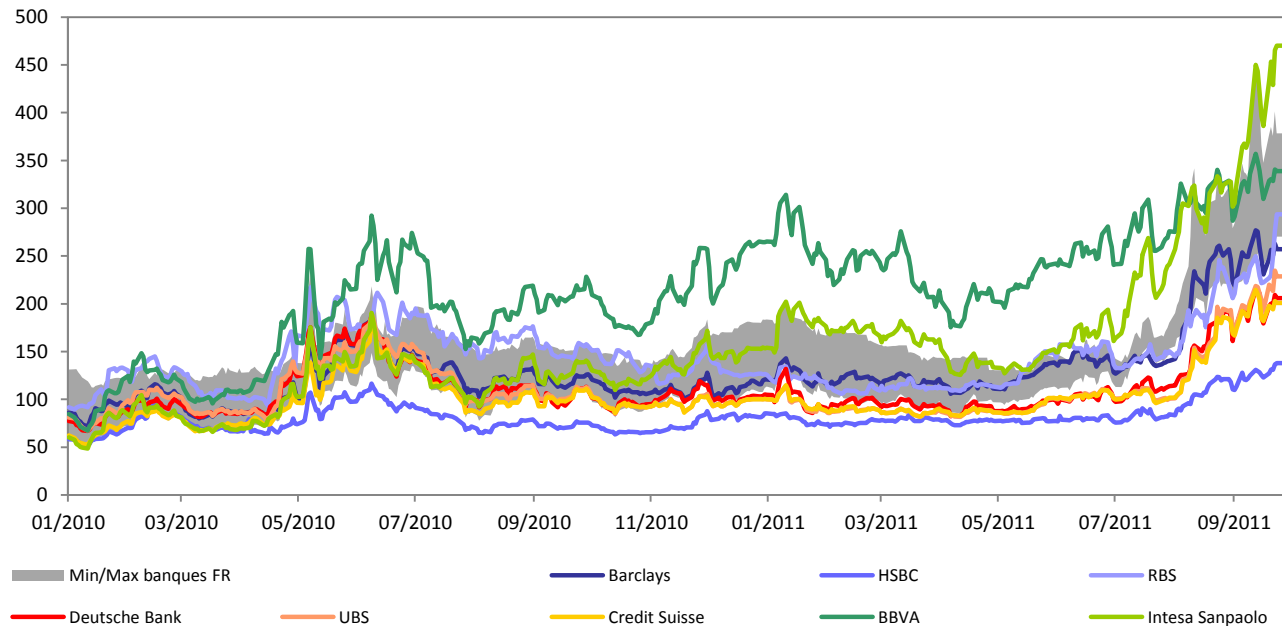
Hausse du risque de défaut (CDS) et impact sur la capitalisation des banques

Évolution des CDS des grandes banques EU vs. banques françaises

Les inquiétudes du marché se traduisent par :

- Une hausse des primes de CDS (instruments de protection contre des événements de crédit pouvant toucher un pays ou une banque)

Primes de CDS (en points de base)



Source : Bloomberg

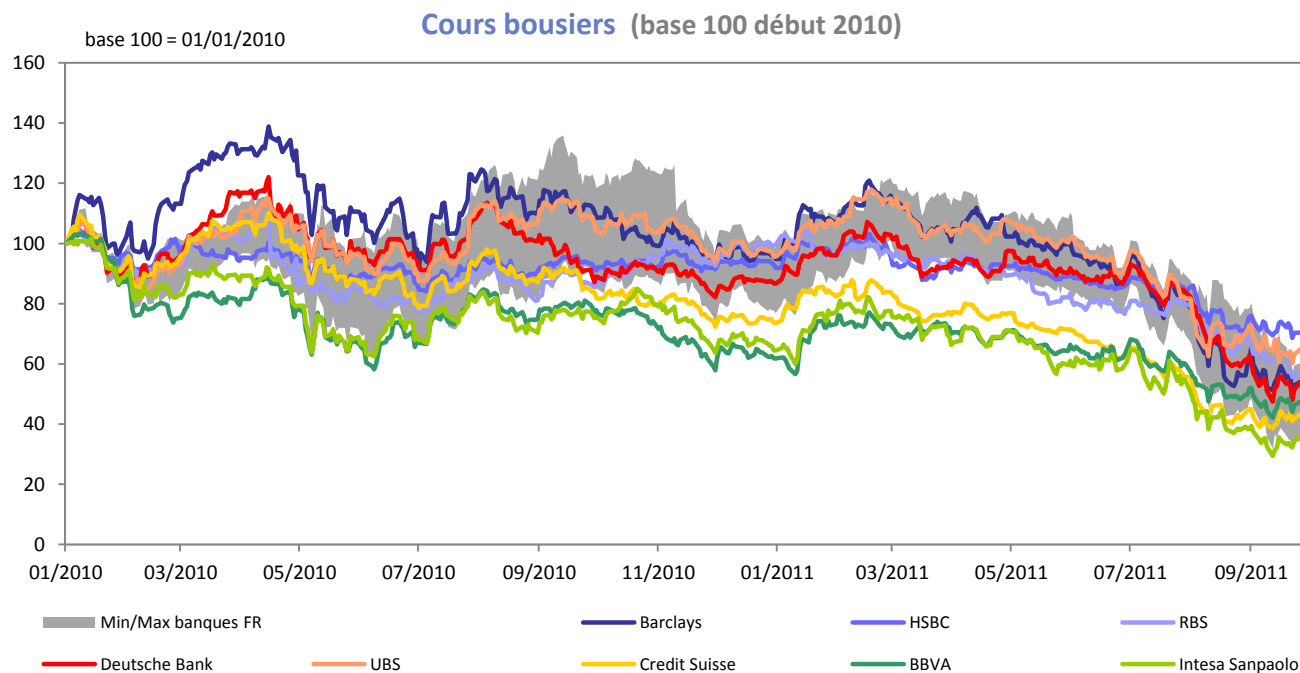
Contagion du risque souverain aux banques

Hausse du risque de défaut (CDS) et impact sur la capitalisation des banques

Évolution des cours des valeurs bancaires des grandes banques EU vs. banques françaises

Les inquiétudes du marché se traduisent par :

- Une chute des cours bousiers avec une dégradation particulièrement marquée pour les banques françaises



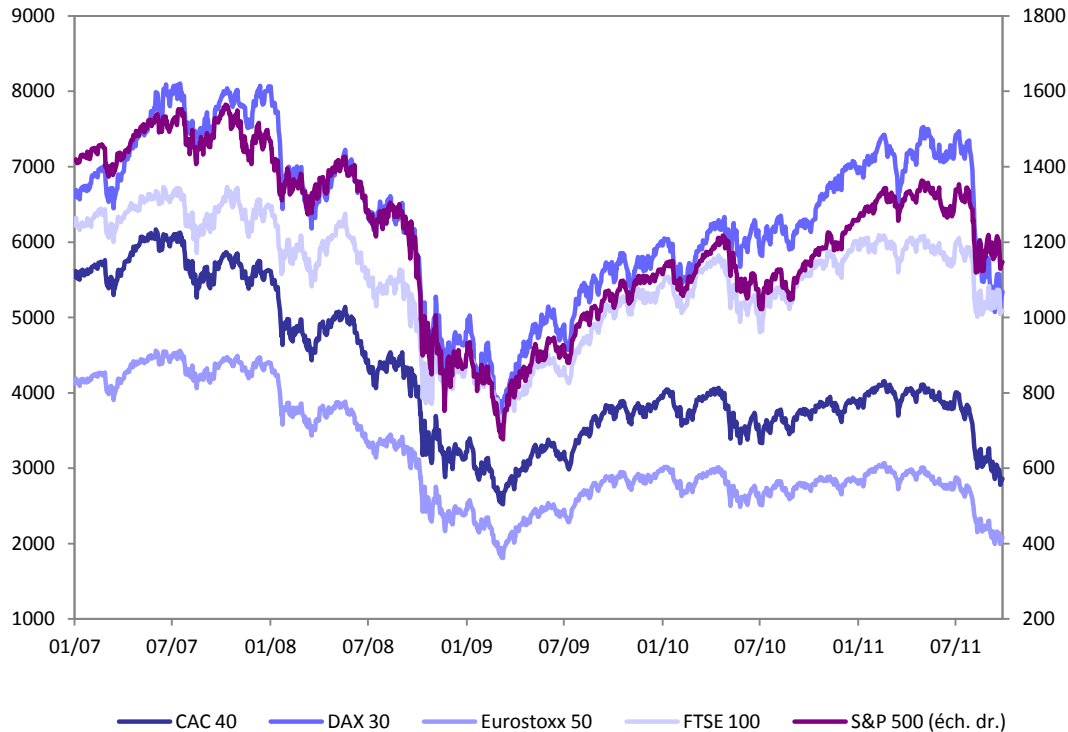
Source : Bloomberg

Contagion du risque souverain aux banques

Impact sur la capitalisation boursière des banques

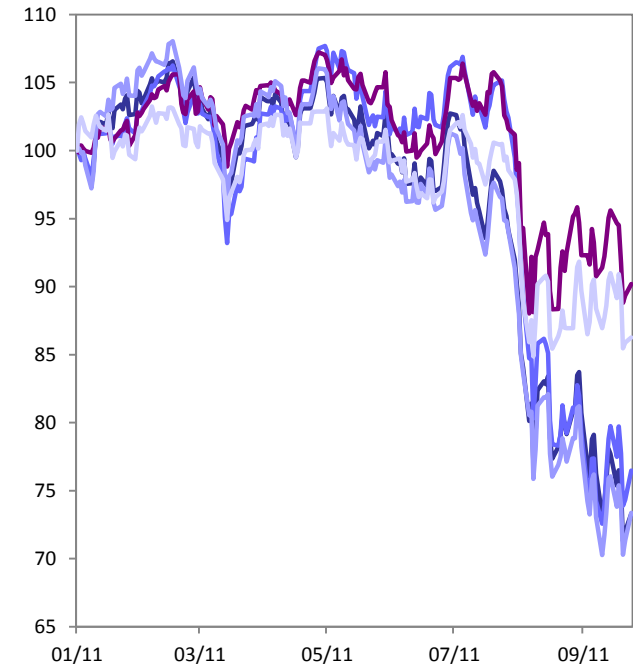
Principaux indices boursiers – forte chute, plus marquée en Europe

Évolution depuis début 2007
(niveau des indices)



Source : Bloomberg.

Depuis début 2011
(base 100 au 01/01/2011)

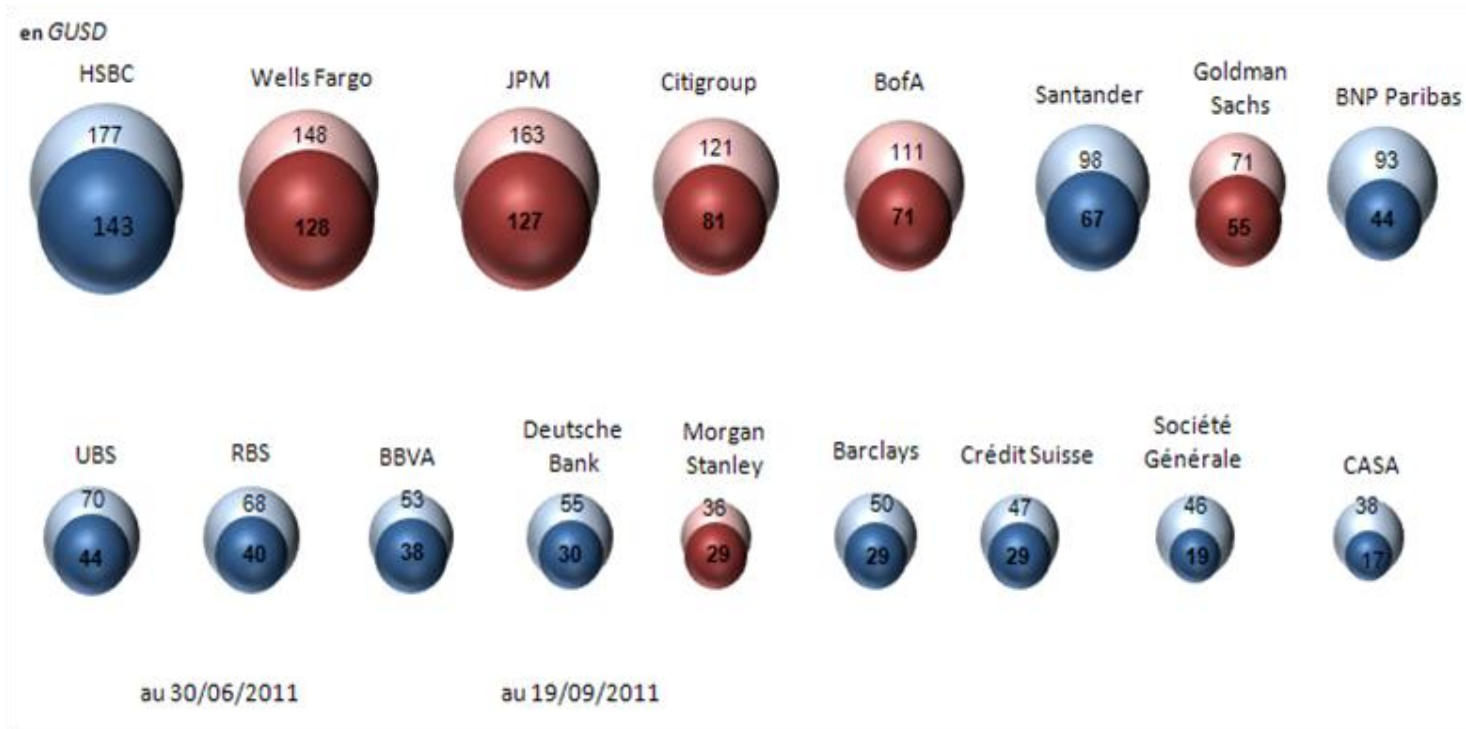


Contagion du risque souverain aux banques

Impacts sur la capitalisation boursière des banques

Un effondrement de la valorisation des institutions financières sur les marchés

Évolution de la capitalisation boursière entre le 30 juin et le 19 septembre 2011



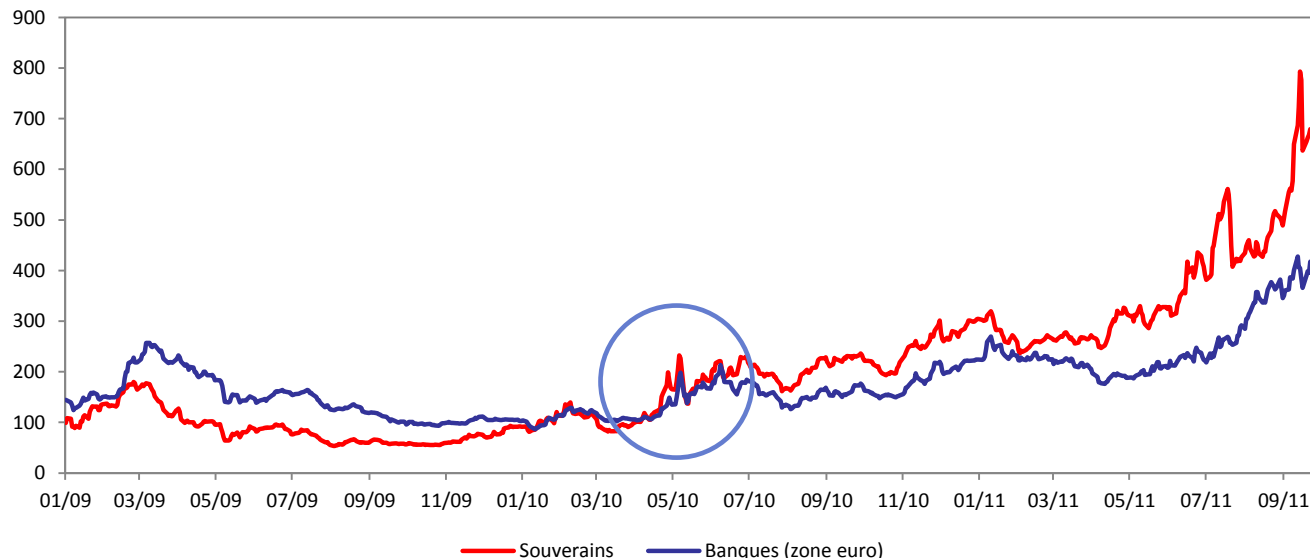
Contagion du risque souverain aux banques

Impacts sur le financement des banques

Évolution comparée des CDS souverains / bancaires - Une rupture au printemps 2010

- Depuis le printemps 2010, la prime de CDS moyenne des souverains européens est supérieure à celle des institutions bancaires de la zone euro. Cet écart s'est considérablement creusé à partir de l'été 2011

Prime moyenne des CDS souverains de la zone euro vs. CDS bancaires (en points de base)



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

Moyenne simple des primes de CDS 5 ans des banques de la zone euro suivantes : Bank of Ireland, BBVA, BNP Paribas, Commerzbank, Credit Agricole, Deutsche Bank, Hypo-und Vereinsb, ING, Intesa Sanpaolo, KBC, Natixis, Santander, Société Générale, Unicredit.

Source : Bloomberg.

Contagion du risque souverain aux banques

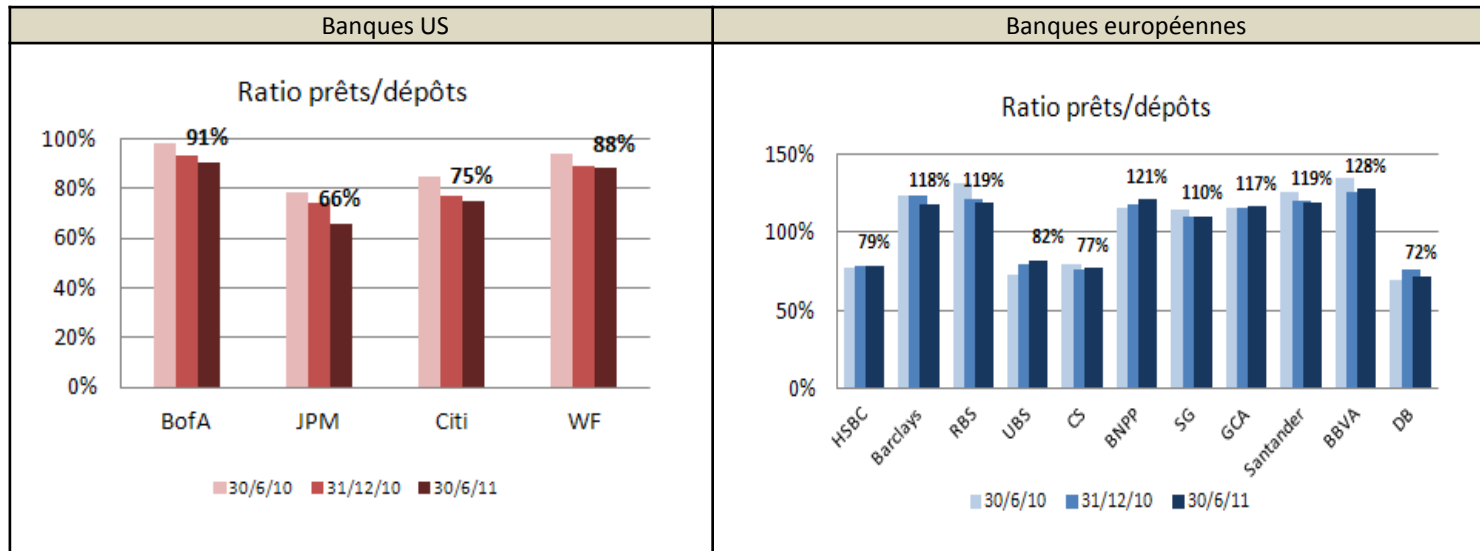
Impacts sur le financement des banques

- Ces événements de marché, qui traduisent aussi une augmentation très nette de la perception du risque de contrepartie, impactent les marchés de financement des banques
- Or plus grande dépendance des banques européennes aux marchés que les banques US



Des ratios de prêts sur dépôts qui restent élevés (moyenne de 103% sur un échantillon de 11 banques européennes contre 80% pour les principales banques US)

Ratios de prêts sur dépôts des principales banques américaines et européennes



Source : Information financière des banques

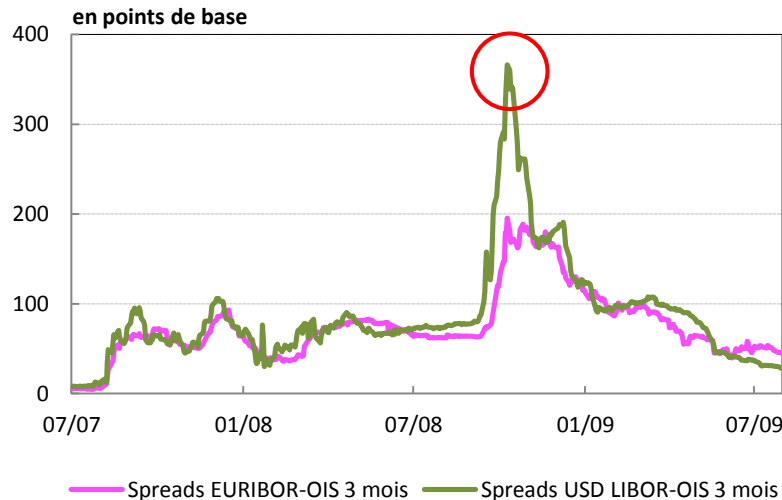
Contagion du risque souverain aux banques

Impacts sur le financement des banques

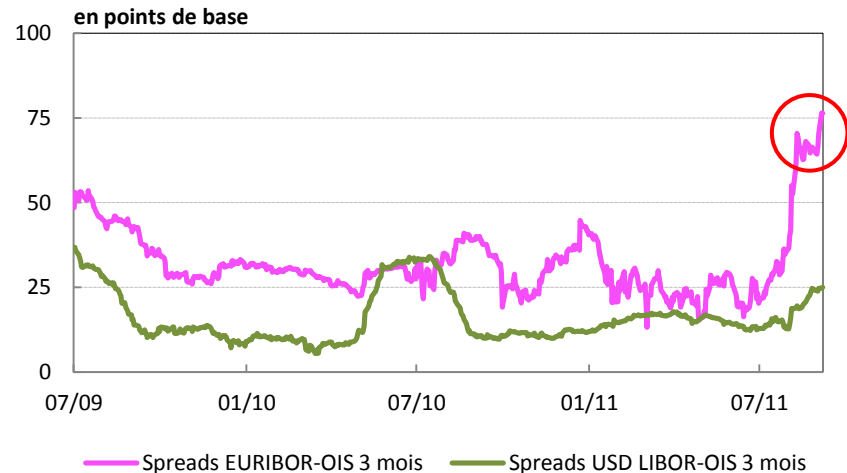
Financement à court-terme sur le marché interbancaire : fort écartement des spreads BOR-OIS (3 mois)

- **Niveaux élevés atteints en septembre 2011** : 28 bps pour le Libor-OIS le 19/09/2011 et 89 bps pour l'Euribor-OIS le 23/09/2011
- Cependant ces niveaux sont **loin des pics observés lors de la crise de liquidité de 2008**, durant laquelle les *spreads* Libor-OIS avaient atteint 366 bps.

Spreads BOR-OIS 3 mois de juillet 2007 à juillet 2009



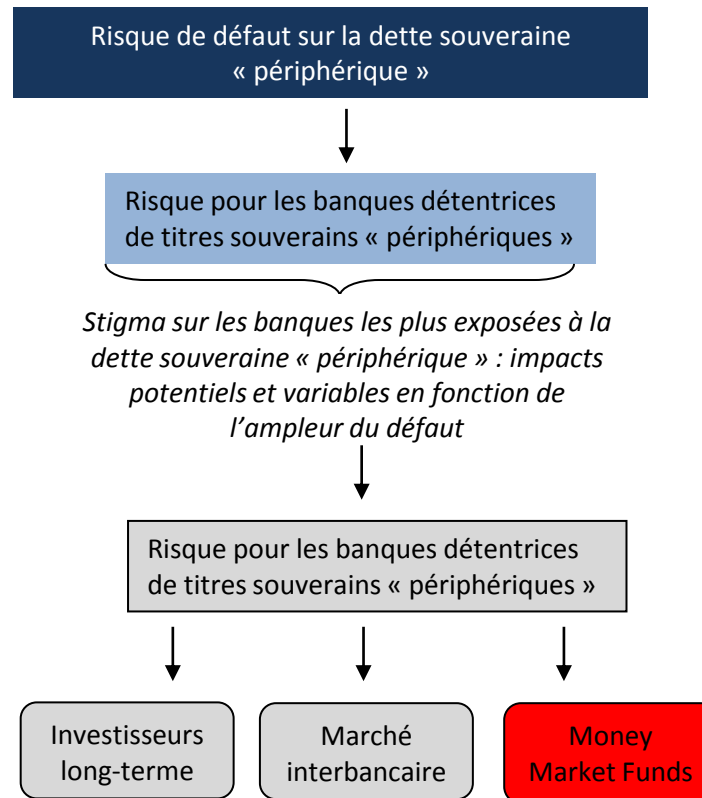
Spreads BOR-OIS 3 mois de juillet 2009 à septembre 2011



Contagion du risque souverain aux banques

Impacts sur le funding des banques

Financement à court-terme : liens entre risque souverain, financement des banques européennes et fonds monétaires américains

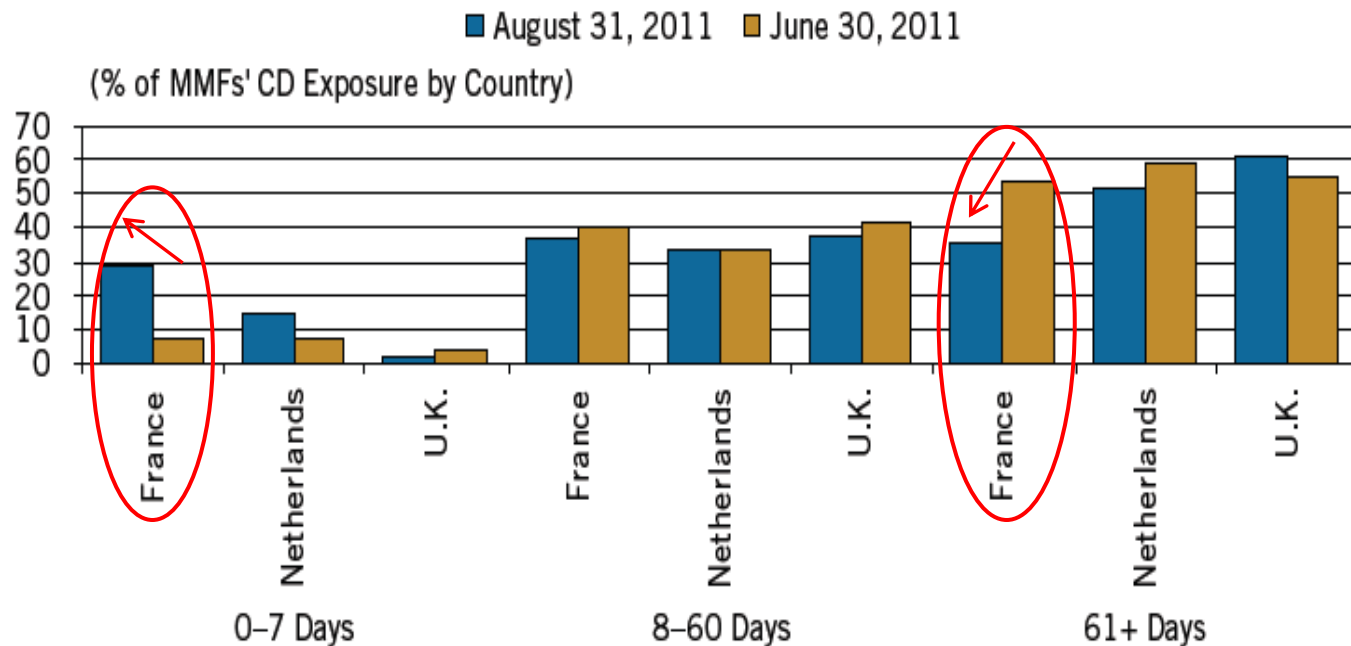


Contagion du risque souverain aux banques

Impacts sur le financement des banques

Financement à court-terme via les fonds monétaires américains : raccourcissement des maturités des expositions aux banques françaises

Poids des expositions des fonds monétaires américains sur les banques de différents par pays et par maturité



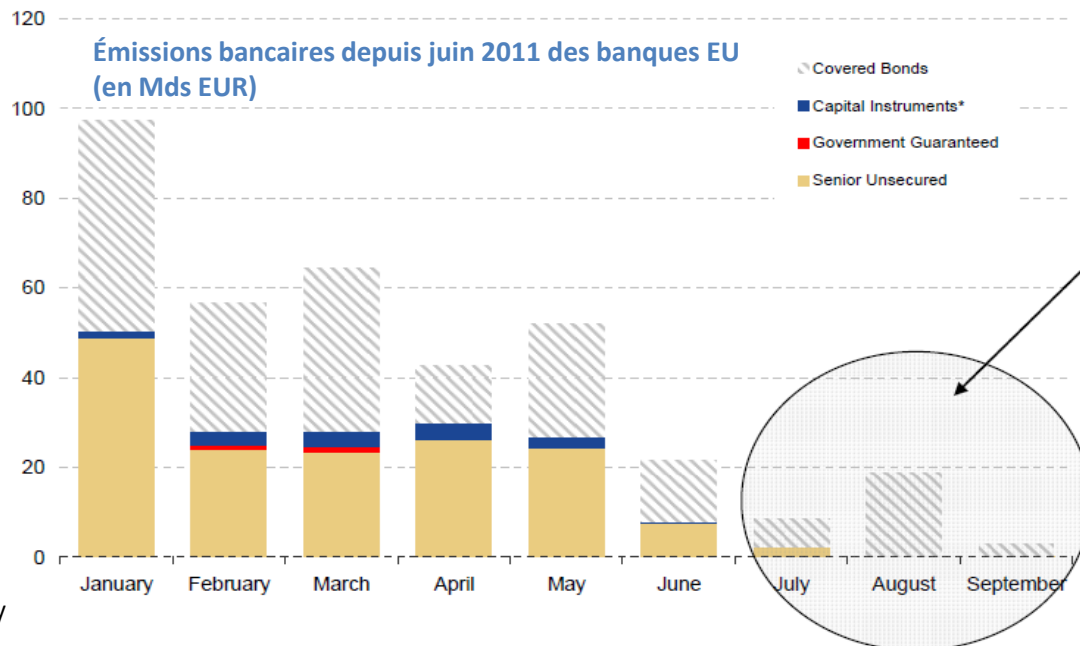
Source : FitchRatings, Septembre 2011

Contagion du risque souverain aux banques

Impacts sur le financement des banques

Financement à moyen et long termes sur les marchés: un volume très faible d'émissions depuis 2 mois

- En dépit de programme de refinancement 2011 en grande partie réalisé, des émissions de titres à moyen et long termes en nette diminution :
- S'agit-il d'un « trou d'air » saisonnier ou d'un **problème structurel d'accès aux marchés** de la dette à moyen et long termes ?



Source : Morgan Stanley
9 septembre 2011

Après un mois de juillet et une première moitié d'août atones, les marchés ont rouvert.

Toutefois, l'activité ne concerne pour l'heure que :

- les covered bonds
- les « floating rate notes » (émissions de Deutsche Bank et ABN Amro).

Pas encore de reprise des émissions senior unsecured.

Plan

1. **Contexte: une situation déjà affectée par le traitement de la crise financière de 2007-2008**
Crise souveraine: les facteurs de déclenchement
 - A. La nette dégradation des perspectives économiques
 - B. La soutenabilité de la dette et les tensions sur les marchés obligataires
 - C. La question du refinancement des États

2. **Du risque souverain aux banques**
 - A. Les canaux de contagion
 - B. L'expositions des banques au risque souverain
 - C. Impacts sur la capitalisation bancaire...
 - D. ...et sur le financement des banques

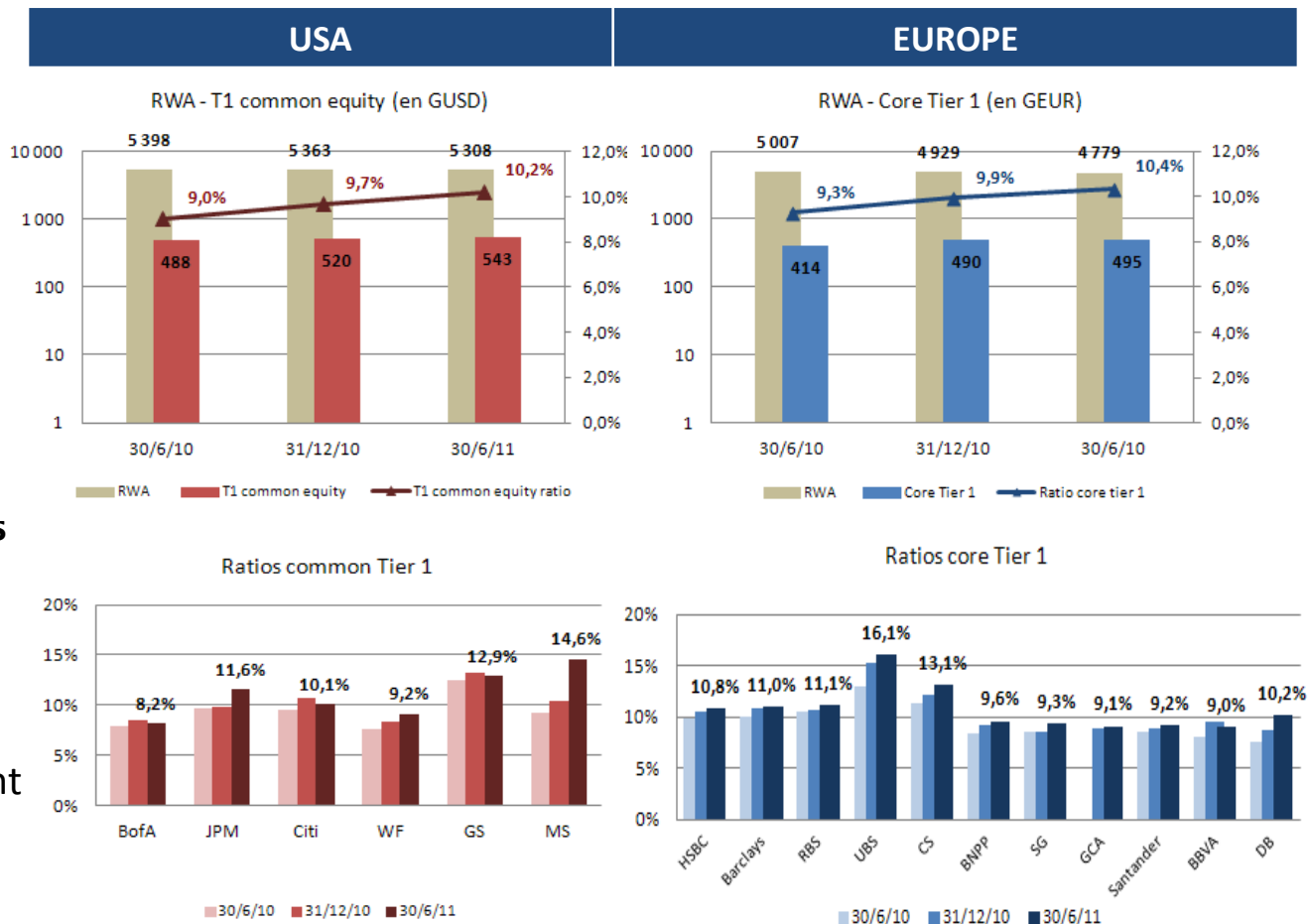
3. **Les mesures nécessaires dans la zone euro**
 - A. Pour les banques, renforcement des fonds propres et de la transparence
 - B. Pour la Banque centrale européenne : garantir la fourniture de liquidité
 - C. Pour les États : mise en œuvre de l'accord du 21 juillet et crédibilité fiscale
 - D. Calibrage de l'EFSF et eurobonds ?

Les mesures nécessaires

Pour les banques: améliorer la transparence et poursuivre le renforcement des fonds propres

- Améliorer la **transparence** : informations sur les risques et les expositions, harmonisation des présentations de l'information financière
- Accélérer le **renforcement des fonds propres** : les ratios de Core Tier 1 sont déjà élevés, proches des ratios des banques US (sans revenir pour autant sur le calendrier bâlois)

Ratios de common tier 1 (banques US) et core tier 1 (banques européennes)



Sources : Publications financières des banques

Les mesures nécessaires

Pour les banques : renforcer leurs fonds propres

- **L'accélération du renforcement des fonds propres des banques** doit notamment se faire conformément à la communication de la Commission Européenne du 12/10/2011 (et dans la perspective du Conseil européen du 23/10/2011), en deux temps :
 - Recours aux **capitaux privés et au marché** :
 - mise en réserve des résultats (mais conditionnée par les perspectives de croissance et par la valorisation des actifs bancaires)
 - Augmentations de capital (mais qui seraient dilutives compte tenu des baisses de valorisation des banques)
 - En cas d'insuffisance des fonds d'origine privée, **recours à l'aide des États et de l'Europe** mais risque d'accroissement des dettes publiques et de dégradation de la notation souveraine.

Les mesures nécessaires

Pour les banques : mettre en œuvre les réformes prudentielles

- Mettre en œuvre la réforme prudentielle **Bâle 3 de façon coordonnée**

1. Couverture des risques

- Renforcement des exigences de fonds propres au titre du **risque de marché**

entrée en vigueur **fin 2011**

2. Renforcement du capital

- Renforcement progressif de la qualité et de la quantité des fonds propres.

phase in « normalement » jusqu'en **2019**

3. Diminution du levier

- Introduction d'un **ratio de levier**

surveillance **2013** / publié en **2015**

4. Encadrement de la Liquidité

- **Introduction de 2 ratios de liquidité** (sous réserve de la révision de la définition des actifs liquides)

LCR / ratio à 1 mois (niveau minimal : **2015**)

NSFR / ratio à 1 an (niveau minimal : **2018**)

5. Limitation de la procyclicité

- Coussins de capital contra-cycliques

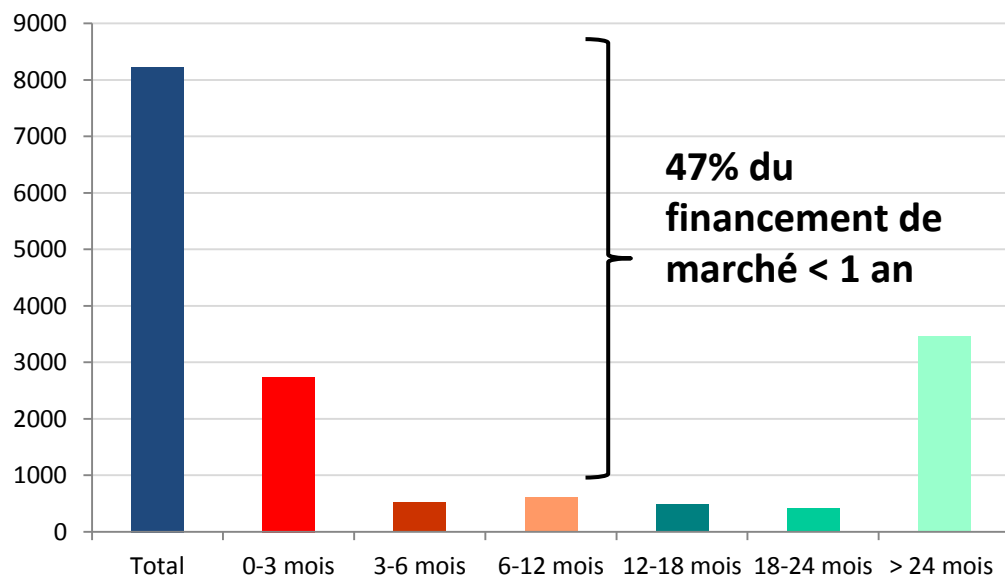
Les mesures nécessaires

Pour les banques : sécuriser leur refinancement

- Sécuriser le financement des bilans
 - En appliquant les nouveaux **ratios de liquidité bâlois** sous réserve de la place des obligations d'Etat
 - En augmentant la **part des financements à moyen et long terme**
 - En réduisant les besoins de **financement en devises (USD)**

=> Vers un changement de « business model »?

Financement des banques européennes sur les marchés (wholesale et interbancaire), par fourchettes de maturité



✓ **33%** du financement de marché des banques est à **moins de 3 mois**

✓ **47%** du financement de marché des banques est à **moins d'1 an**

✓ **58%** du financement de marché des banques est à **moins de 2 ans**

Source :
Morgan Stanley sur
la base des
informations des
stress-tests de 2011
(données au
31/12/2010)

Les mesures nécessaires

Pour la banque centrale européenne

- **Maintien des mesures de soutien à la liquidité :**
“Central Banks stand ready to provide liquidity to banks as required”
(réunion G7 à Marseille)
- **Pour l’Eurosystème :** annonce d’un train de mesures exceptionnelles le **6 octobre 2011**
 - Réactivation des opérations de refinancement à 1 an à taux fixe et sans limite (*1-year LTRO*), après la réactivation de la LTRO 6 mois
 - Relance du programme d’achat de covered bonds (*Covered Bonds Purchase Program 2*) à partir de novembre 2011 pour un montant de 40Mds EUR sur les marchés primaire et secondaire

Opération	Date	Date de maturité	Maturité
LTRO	25/10/2011	01/11/2012	371 jours
LTRO	20/12/2011	31/01/2013	406 jours

- Opérations principales de refinancement (MRO) à taux fixe et sans limite aussi longtemps que nécessaire

Les mesures nécessaires

Pour les États

- **Activer les mesures résultant de l'accord européen du 21/07** pour contenir la crise de la dette souveraine
- Renforcer la **crédibilité budgétaire des pays européens**, y compris des « pays core »
- Étudier les **pistes pour augmenter les marges et la capacité d'intervention de l'EFSF ?**

Les mesures nécessaires

Pour les États

Plan du 21 juillet 2011 – Rappel des grandes lignes

- **Modification des modalités d'intervention et extension des prérogatives de l'EFSF**
 - Allongement de la maturité des prêts (de 7,5 ans à 15-30 ans) et baisse des taux d'intérêt
 - Possibilité de contribuer à la recapitalisation d'établissements financiers (y compris dans les pays ne bénéficiant pas de plan d'aide) et d'acheter des titres d'état sur le marché secondaire
- **Programme de participation du secteur privé (PSI)**
 - 4 options possibles (échange au pair ou avec décote, immédiatement ou à échéance) avec utilisation d'un mécanisme de garantie utilisant des titres zéro coupon notés AAA
 - Les 4 options devraient aboutir à une perte de 21% de NPV
 - Taux de participation visé de 90% des détenteurs privés
- **Programme de rachat de dette à hauteur de 20 Mds EUR (*debt buyback scheme*)**

Rappel : la décision de porter à 440 Mds EUR la capacité effective de prêt de l'EFSF est antérieure à cet accord puisqu'elle a été proposée en mars 2011 et approuvée au niveau européen le 20 juin.

Les mesures nécessaires

Augmenter la capacité d'intervention de l'EFSF ?

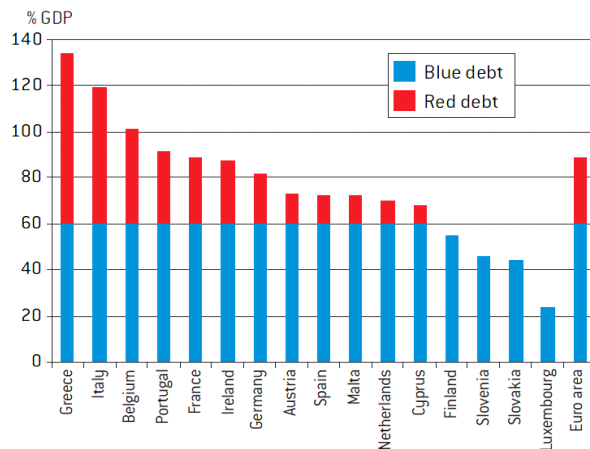
- **Critique récurrente sur la taille insuffisante de l'EFSF** (dès la création du fonds)
- Selon certains analystes, la capacité résiduelle d'intervention de l'EFSF ne permettrait d'acquiescer de la dette souveraine que pendant **6 mois environ**, ce qui est insuffisant pour faire face :
 - à la contraction de la base investisseur (pour la dette des pays périphériques, de l'Italie et l'Espagne)
 - et aux délais de mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire
- D'où l'idée **d'augmenter sa capacité d'intervention**, par exemple :
 - en augmentant le levier du fonds
 - en l'autorisant à emprunter auprès de la BCE
- Une telle solution :
 - nécessiterait toutefois un consensus politique fort et une modification des statuts de l'EFSF
 - ne serait pas forcément sans impact sur la notation du fonds (AAA actuellement, afin de pouvoir émettre à des taux attractifs sur les marchés)

Les mesures nécessaires

Émission d'euro-obligations ?

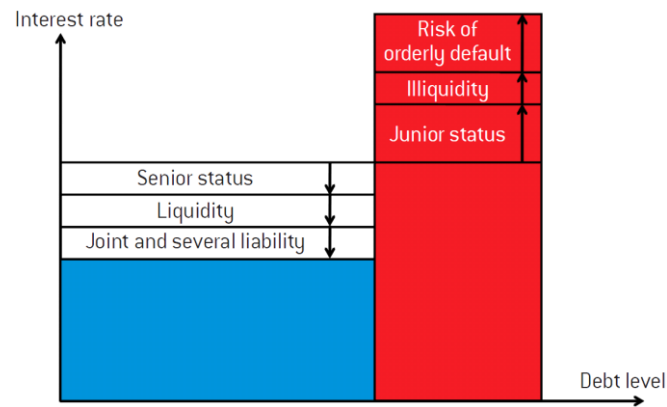
- Plusieurs propositions impliquant une mutualisation partielle des dettes souveraines ont été formulées :
 - des **EuroBonds « classiques »**, émissions complémentaires des obligations locales (Juncker et Tremonti, décembre 2010)
 - la création d'un **Fonds financier européen** se substituant à l'EFSF et émettant des **EuroUnionBonds** (Prodi et Curzio, août 2011)
 - une substitution par une dette composée de deux tranches à responsabilités différenciées, à travers des émissions de **Blue Bonds** et de **Red Bonds** (institut Bruegel, mars 2011)

Répartition des niveaux de dette entre tranches « rouge » et « bleue » (prévision pour 2011)



Source : Institut Bruegel.

Facteurs explicatifs de la différenciation des taux d'intérêt entre tranches « rouge » et « bleue »



Source : Institut Bruegel.

Les mesures nécessaires

Émission d'euro-obligations ?

- Plus récemment, *The Euro-nomics Group*, groupe de travail réunissant des universitaires européens, a proposé un dispositif d'émission de titres n'étant pas des Euro-obligations mais qui instaurerait un **mécanisme de titres sécurisés par des dettes nationales** « *European Safe Bonds (ESBies)* » suite à un mécanisme de *pooling* et de *tranching*
- Bien que ces projets soient théoriquement susceptibles de fournir une solution aux difficultés de financement rencontrées par certains États de la zone euro, ils ont deux limites :
 - la possibilité de recours par les États en difficulté, limitée à un certain pourcentage du PIB du pays bénéficiaire
 - la **liquidité des émissions de dette nationale pourraient se voir dégrader**, face à un effet de concurrence entre euro-obligations et obligations locales
- Le projet ne rencontre pas l'assentiment d'un certain nombre d'acteurs. En premier lieu, l'Allemagne et la France qui pourraient subir un surcoût dans le financement de leur dette
- La mise en place d'euro-obligations à court terme sans une réelle convergence budgétaire et fiscale préalable encouragerait les comportements de *free rider*