

A N N E X E

ANALYSE DE DOCUMENTS INTERNATIONAUX

ANNEXE

ANALYSE DE DOCUMENTS INTERNATIONAUX

AUTOMNE 2007

A. Banque d'Angleterre, <i>Financial Stability Report</i> , octobre 2007.....	91
B. FMI, <i>Global Financial Stability Report</i> , octobre 2007.....	99
C. FMI, <i>World Economic Outlook</i> , octobre 2007.....	104
D. BCE, <i>Rapport de la BCE sur la stabilité financière, Financial Stability Review</i> , décembre 2007.....	106

PRINTEMPS 2008

E. Banque d'Angleterre, <i>Financial Stability Report</i> , avril 2008.....	113
F. FMI, <i>Global Financial Stability Report</i> , avril 2008.....	118
G. FMI, <i>World Economic Outlook</i> , avril 2008.....	127
H. Forum de stabilité financière (FSF), Communiqué du G7 Finance, avril 2008.....	128
I. OCDE, Rapport au Comité des marchés de capitaux, juin 2008.....	130
J. Banque des Règlements internationaux, <i>78^{ème} rapport annuel</i> , juin 2008.....	132

ETE-AUTOMNE 2008

K. Banque d'Angleterre, <i>Financial stability report</i> , octobre 2008.....	137
L. FMI, <i>Global Financial Stability Report</i> , octobre 2008.....	149
M. FMI, <i>World Economic Outlook</i> , octobre 2008.....	157
N. Forum de stabilité financière, <i>Enhancing market and institutional resilience</i> , octobre 2008.....	161

Addendum – Liste des recommandations (FSF), octobre 2008.....	167
--	-----

Présentation – Le Conseil d'Analyse économique franco-allemand.....	177
--	-----

AUTOMNE 2007

—

A.

BANQUE D'ANGLETERRE **ANALYSE DU *FINANCIAL STABILITY REPORT*, octobre 2007**

Dans son plus récent rapport semestriel sur la stabilité financière, publié fin octobre, la Banque d'Angleterre analyse les enchaînements de la crise récente et leurs enseignements.

Il y est indiqué que certaines leçons sont déjà claires : l'accent à mettre sur la gestion de la liquidité, une rigueur accrue en matière de *stress testing*, une plus grande transparence dans la composition et l'évaluation des produits structurés, une information améliorée sur les expositions aux risques pris par les acteurs financiers, y compris par les véhicules hors bilan. Le rapport note qu'il y a eu récemment des signes de reprise sur certains marchés mais qu'une période de conditions de crédit plus restrictive, notamment pour les emprunteurs *high yield*, s'est ouverte et que le système financier demeure vulnérable à de nouveaux chocs.

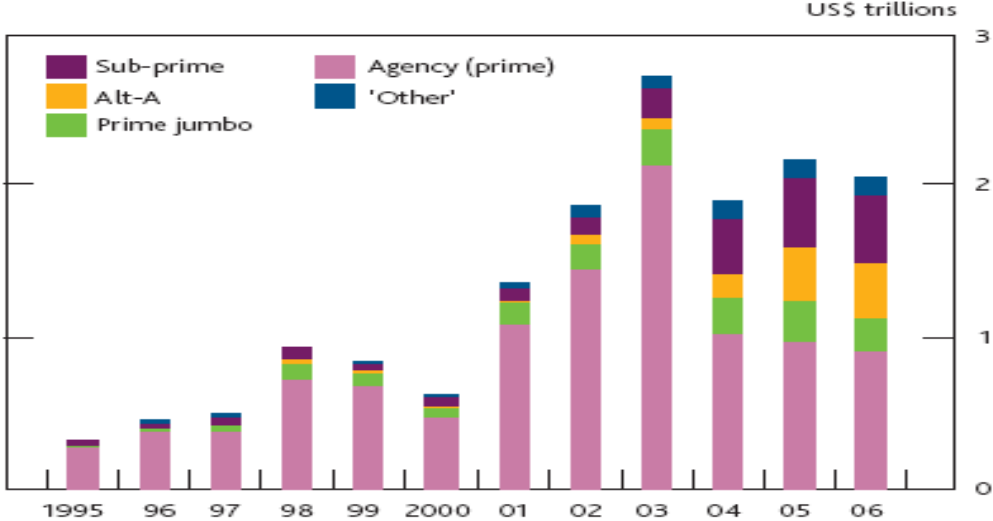
Après avoir rappelé la chronologie des enchaînements (des arriérés accrus sur le marché américain de *subprime* hypothécaire conduisant à des pertes et des dégradations de notation sur les ABS et autres instruments structurés liés à ces prêts puis à une perte de confiance à l'égard des ABS dans leur ensemble et enfin une fuite vers la qualité au détriment du marché des crédits et d'autres marchés), enchaînements qui ont entraîné un retour des risques vers les bilans bancaires, une contraction des marchés monétaires, la liquidité étant conservée par ceux qui la détenaient, posant des problèmes de financement pour certaines banques, le rapport dans une première partie en analyse plus en détail les composantes.

A l'origine se trouvent deux facteurs essentiels : la recherche depuis un certain temps d'une maximisation des revenus sur les marchés financiers, y compris par l'acquisition de RMBS liées au *subprime* américain (cf. Chart. 2, page suivante) et un affaiblissement des standards d'évaluation des risques, les banques mettant l'accent sur « *l'organisation puis la distribution* » de nouveaux crédits, ce qui a exacerbé les problèmes d'information et affaibli pour la banque initiatrice, les incitations à surveiller l'évolution de ces ordres.

Les arriérés sur le *subprime* américain se sont progressivement accrus (cf. Chart 5, page suivante) au détriment notamment de l'évaluation puis de l'acceptation des ABS liés à ce marché. S'y sont ajoutées au début de l'été, les difficultés éprouvées par Bear Stearns (pour deux *hedge funds* liés à lui, par suite notamment de l'absence de référence adéquate pour évaluer les « *produits structurés* »), les crises en Allemagne

d'IKB, puis de la Sachsen LB, la suspension temporaire début août des entrées et sorties dans plusieurs fonds gérés par BNP Paribas.

Chart 2 US residential mortgage-backed securities (RMBS) issuance^(a)

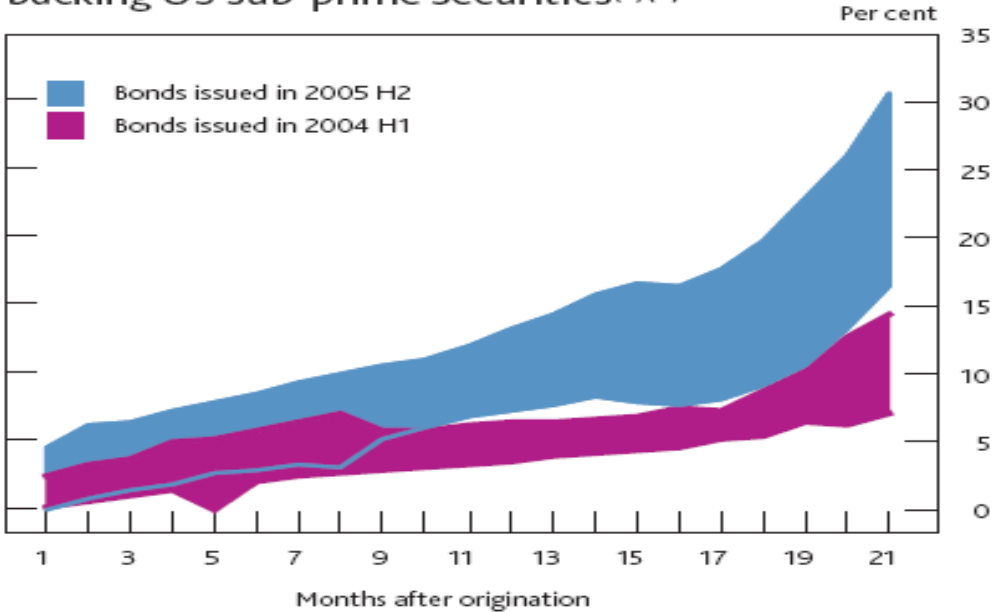


Source: UBS.

(a) Issuance is on a gross basis.

Evolution des encours de RMBS et de CDOs aux Etats-Unis avec une progression de 2003 à 2006 de la part du non prime (*subprime* et *Alt-A*), et un développement rapide des émissions de CDOs jusqu'à mi 2007 suivi d'une forte chute.

Chart 5 Range of delinquency rates on mortgages backing US sub-prime securities^{(a)(b)}



Sources: Bloomberg and Bank calculations.

(a) 60+ days delinquent, including foreclosures.
 (b) Range of five RMBS (on each date) issued by (the same) major issuers.

Un taux de défaut sur les hypothèques *subprime* passant de 14% début 2003 à 11% début 2006, 12% début 2007 et 14 % à mi 2007, avec une évolution corrélative des *spreads* sur les prêts hypothécaires, de 200 environ début 2007 à 2.200 (BBB) ou 2.500 (BB) en août 2007.

L'aversion à l'égard de produits structurés qui en est résulté, la réintermédiation des risques, notamment ceux pris par les structures hors bilan et la recherche de qualité, attestée par la baisse des rendements sur les titres d'Etat longs ou courts ont conduit à l'émergence généralisée de problème de liquidité notamment sur le marché de l'ABCP (*asset backed commercial paper*) et, dans le cas britannique, la perte de tout accès au marché pour Northern Rock, prêteur hypothécaire en expansion rapide, ce qui a conduit la Banque d'Angleterre à intervenir.

Ces développements se sont retrouvés dans l'évolution des prix sur les actifs à risque (cf. Table B) et une dispersion accrue des *spreads* sur crédits aux différents acteurs financiers.

Table B Price changes of risky assets

	Changes between:			Changes since:
	31 Jan. 2003 to 29 June 2007	1 July to 31 Aug. 2007	3 Sep. to 15 Oct. 2007	April 2007 Report
World equity index ^(a)	116	-3	8	10
MSCI emerging markets equity index ^(a)	265	1	18	36
Investment-grade bond spreads ^(b)	-74	26	3	25
Sub-investment grade bond spreads ^(b)	-432	125	-59	71
Emerging market bond spreads ^(b)	-506	55	-41	2
¥/US\$ exchange rate ^(a)	3	-5	1	-1
US asset-backed commercial paper spreads ^(b)	5	117	-68	51
Brent Crude oil price ^(a)	128	1	11	18

Sources: Bloomberg, Merrill Lynch, Reuters, US Federal Reserve and Bank calculations.

(a) Per cent.

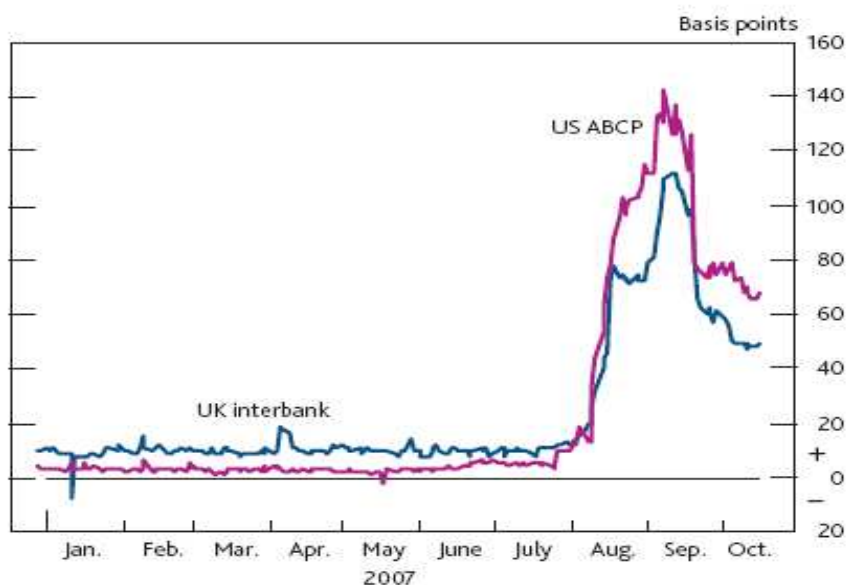
(b) Basis points.

Le rapport de la Banque d'Angleterre n'exclut pas que les pressions sur les marchés puissent continuer de se développer dans les mois prochains ; accroissement des défauts sur le *subprime* et extension à d'autres compartiments du marché hypothécaire américain ; problèmes récurrents sur le marché de l'ABCP, malgré l'initiative récente de trois grandes banques américaines de lancer un nouveau véhicule d'investissement rachetant des actifs et pouvant revigorer le marché de l'ABCP ; impact de la réintermédiation sur les ratios fonds propres/risques pondérés ; problèmes éventuels sur le marché des crédits immobiliers commerciaux ; retournement éventuel des marchés actions face à une remise en cause possible des perspectives de croissance.

Ces analyses et conclusions d'ensemble sont reprises et détaillées dans les deux parties suivantes du rapport. La deuxième qui retrace les chocs subis par le système financier, avec notamment une très grande amplitude donnée :

- aux fourchettes de *spreads*,
- aux évolutions de taux d'intérêt sur les marchés monétaires (cf. Chart 1.13, ci-dessous),
- aux variations d'encours sur le marché américain des ABCP.

Chart 1.13 US asset-backed commercial paper and UK interbank risk premia^(a)



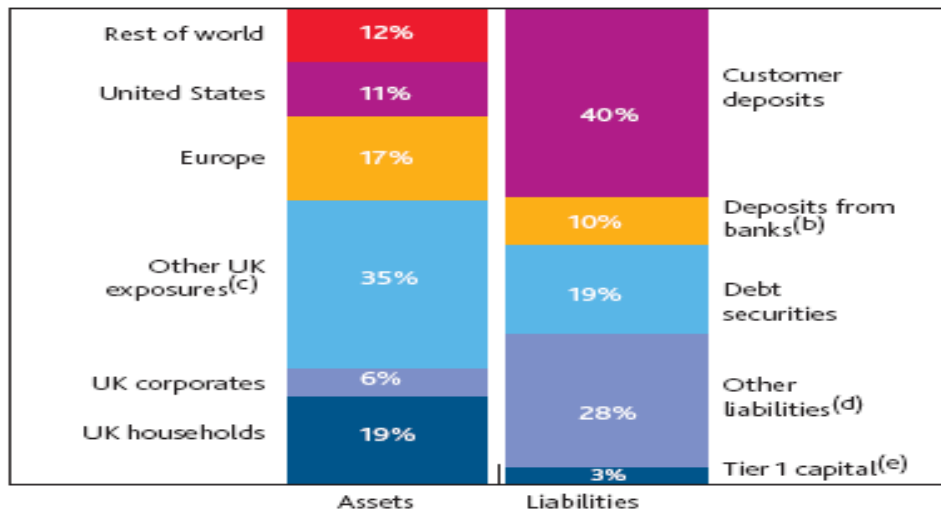
Source: Bloomberg.

(a) Three-month AA-rated US asset-backed commercial paper spread over US dollar overnight index swaps; three-month sterling-Libor spread over overnight index average swaps.

Parallélisme de l'évolution des primes de risques entre le marché américain des ABCP (moins de 10 jusqu'à juillet 2007, 130 en août 2007, 70 fin septembre 2007) et du marché interbancaire britannique (moins de 20 jusqu'à juillet 2007, 110 en août 2007, 50 fin septembre 2007).

La troisième partie analyse la structure du système financier, faisant apparaître pour les principales banques britanniques, l'importance dans leurs actifs et dans leurs passif des financements transfrontières (cf. Chart 2-1, ci-après), et corrélativement la convergence des évolutions sur les différents marchés nationaux (cf. Chart 2-13 et Chart 2-14, ci-après).

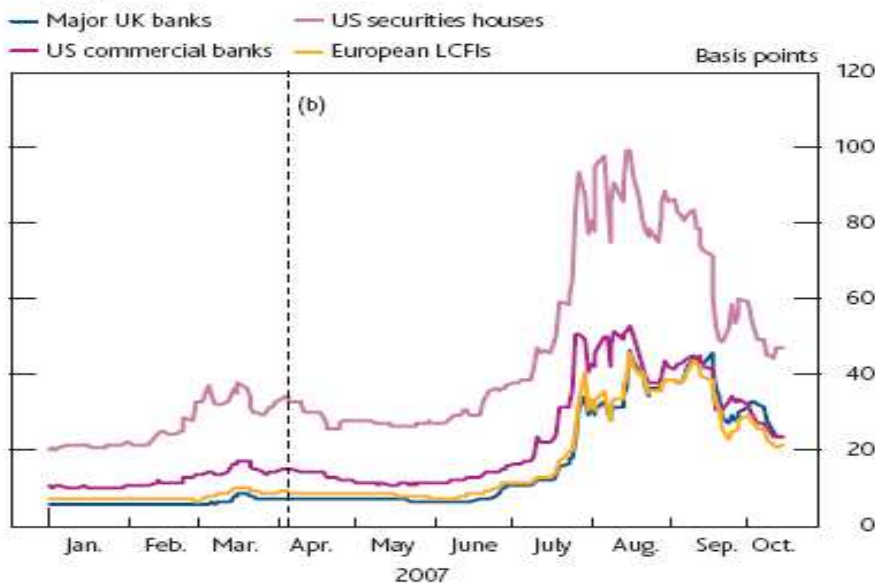
Chart 2.1 Major UK banks' aggregate balance sheet as at end-June 2007^(a)



Sources: Bank of England, FSA regulatory returns, published accounts and Bank calculations.

- (a) Nationwide data are as at end-2006.
- (b) Includes borrowing from major UK banks.
- (c) Includes (among other items) loans to UK-resident banks and other financial corporations and holdings of UK government debt.
- (d) Includes Tier 2 capital, short positions, insurance liabilities and derivative contracts with negative marked-to-market value.
- (e) Assets are not risk weighted. As a percentage of risk-weighted assets, Tier 1 capital is 8%.

Chart 2.13 Major UK banks' and LCFIs' credit default swap premia^(a)



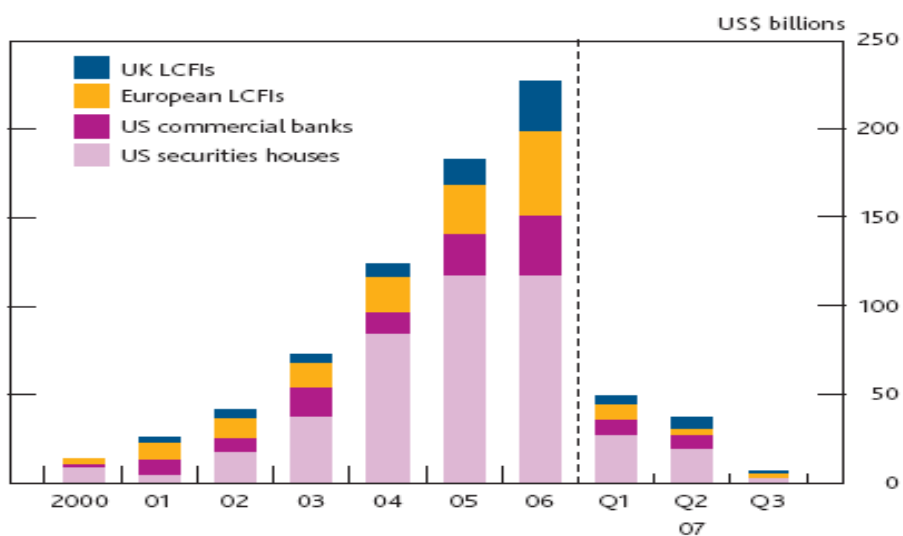
Sources: Published accounts, Thomson Datastream, Markit Group Limited and Bank calculations.

- (a) Asset-weighted average five-year premia.
- (b) April 2007 Report.

Primes sur le marché des *credit default swaps* :

- de 40 en juillet 2007 à 100 en août 2007 et 50 fin septembre 2007 pour les banques commerciales américaines,
- de 20 pour les banques britanniques et européennes en juillet 2007 à 40-50 en août 2007, et 30 fin septembre 2007.

Chart 2.14 LCFIs' issuance of RMBS backed by sub-prime lending^(a)



Sources: Dealogic and Bank calculations.

(a) Data include residential mortgage-backed securities (RMBS) backed by sub-prime and non-first lien mortgages.

Forte progression des émissions *subprime* de 2000 à 2006 (220 milliards \$ émis dans l'année), suivie de 50 milliards \$ au 1^{er} trimestre 2007, puis chute au 2^{ème} trimestre (30 milliards \$), s'amplifiant au 3^{ème} trimestre (10 milliards \$), notamment en ce qui concerne les émissions conduites par les *investment banks* américaines.

Au total, l'évolution des index d'avril 2007 au 15 octobre 2007 a été la suivante :

	31/01/2003 29/06/2007	1/07/ 2007 31/08/2007	3/09/ 2007 15/10/2007	04/2007 10/2007
Investment grade bond spreads	- 74	26	3	25
Sub-investment grade spreads	- 432	55	- 41	2
US ABCP spreads	5	117	- 68	51
Emerging market bond spreads	- 506	55	- 41	2

Enfin dans une quatrième partie « *Atténuer les risques pour le système financier britannique* », le rapport rappelle l'architecture du dispositif de surveillance et de régulation du système financier international (cf. Chart 4-1 ci-après), sous l'égide du Forum de stabilité financière (FSF) auquel le G7 a, en octobre, demandé d'établir une évaluation partagée des questions posées et de formuler une réponse internationale coordonnée dans un rapport à présenter au printemps 2008. Sans préjuger des conclusions du FSF, la Banque d'Angleterre rappelle les principales insuffisances révélées, selon elle, par la crise :

- faiblesse dans l'évaluation des risques : confiance excessive apportée aux notations par les agences de rating qui auraient elles mêmes à faire des progrès en direction d'une meilleure caractérisation de la nature des risques couverts (défaut, illiquidité, risque de marché) et de la probabilité attachée à la notation ; problèmes posés par la transmission des risques, en cas

notamment de retrait complet de la banque d'origine du crédit qu'elle a initié ;

- transparence inadéquate des instruments financiers complexes : références imprécises aux modèles utilisés ; information insuffisamment détaillée sur la nature et le poids relatif des risques pris par les institutions individuellement ; obligations additionnelles à impartir éventuellement aux banques dans le cadre de Bâle II ;
- faiblesse dans la gestion des risques de liquidité, tant au niveau des banques individuelles (*stress testing* et plans contingents permettant de faire face à une crise de liquidité) qu'au niveau de la surveillance et de la régulation globale (information insuffisamment fréquente sur la situation de liquidité ; élargissement souhaitable de la part d'actifs liquides exigée au Royaume Uni au regard des besoins de liquidité à court terme en cas de tension, de *stress* ; approche commune de régulation, sous l'égide notamment du Comité de Bâle, pour tester la résilience du système, tant au niveau des acteurs individuels que des infrastructures ;
- améliorations à apporter aux gestions de crise, comme attesté au Royaume Uni par la crise de Northern Rock, en Europe par les insuffisances en matière de couverture des acteurs financiers présents dans plusieurs pays de l'Union européenne, et, au niveau international, où, sous l'égide du FSF, doivent être recherchées des réponses mieux coordonnées.

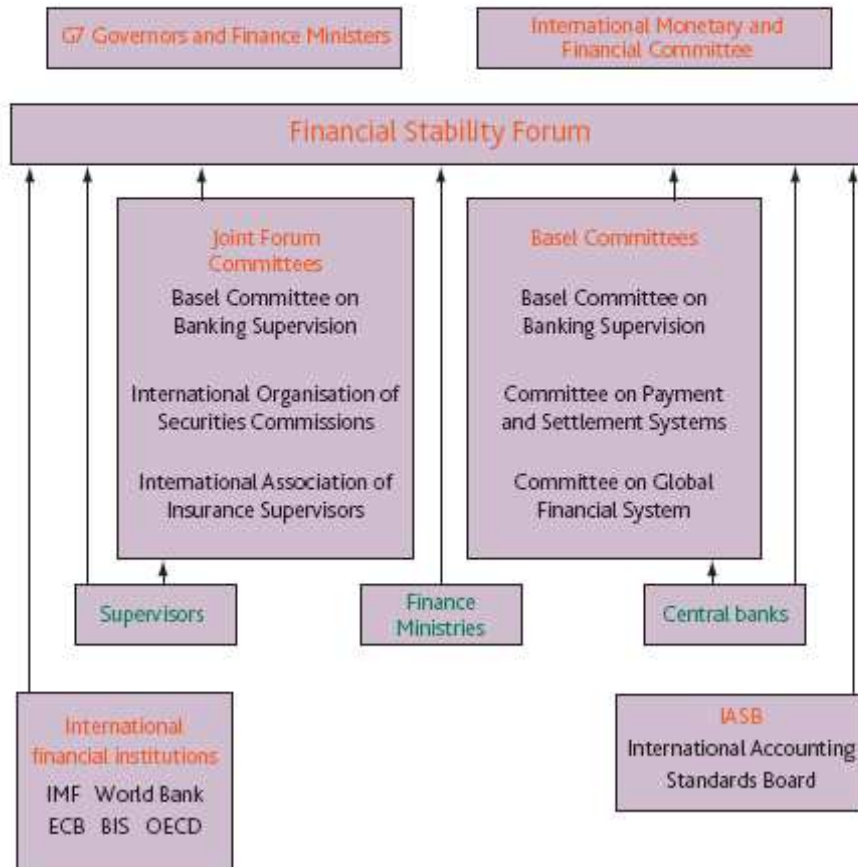
Chart 4.1 Financial Stability Forum

Key:

National authorities

International bodies

Arrows denote membership



Articulation entre le Forum de Stabilité Financière (FSF), le G7, le Comité monétaire et financier du FMI, les institutions financières internationales (FMI, Banque mondiale, BCE, BRI, OCDE), les Comités de supervision de la banque, de l'assurance et des marchés de titres, le Comité de Bâle et l'IASB (*International Accounting Standards Board*).

B.

LA CRISE FINANCIERE : LES ANALYSES DU FMI *GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, octobre 2007*

Le rapport du FMI note que depuis son précédent *Global Financial Stability Report*, d'avril 2007, la stabilité financière globale a été éprouvée. Les marchés ont réalisé à quel point les disciplines de crédit s'étaient relâchées dans les années récentes – plus particulièrement, sur le *non-prime* hypothécaire aux Etats-Unis et sur les marchés de LBO. Cette prise de conscience a conduit à un retrait des investissements sur certains types d'actifs et à une réduction des effets de levier, entraînant un élargissement des *spreads* de crédit pour les classes d'actifs risqués et plus de volatilité sur les marchés d'obligations et d'actions. L'absence de prix et de marchés secondaires pour certains produits structurés, et les préoccupations quant à la localisation et à la dimension des pertes potentielles, ont entraîné des difficultés sur les marchés mondiaux et pour le financement de nombreuses institutions financières, certaines contreparties ne souhaitant pas accorder un crédit à celles dont elles estimaient qu'elles détenaient des actifs de moindre qualité ou illiquides.

Cette situation a conduit à des injections exceptionnelles de liquidité par de nombreuses banques centrales afin de faciliter un fonctionnement ordonné des marchés monétaires.

Le rapport du FMI indique qu'il ne faut nullement sous estimer les conséquences potentielles de cette crise, le processus d'ajustement devant, vraisemblablement, être long et certaines des pratiques qui se sont développées sur les produits structurés devant être modifiées. Il note toutefois l'existence d'éléments positifs ; poursuite, grâce notamment aux pays émergents, d'une croissance mondiale soutenue ; solidité, notamment en termes de fonds propres, des acteurs financiers les plus importants. Mais, le moment venu, note le rapport, les leçons de la crise devront être tirées par les acteurs financiers et les régulateurs pour renforcer les systèmes financiers à l'égard de tensions futures.

Parmi les problèmes relevés figurent : le *mismatching* entre actifs à terme et/ou illiquides et passifs à court terme, résultant notamment de l'émission sur le marché américain de papier commercial garanti par des actifs hypothécaires ; une dispersion des actifs, conduisant potentiellement à une meilleure allocation des risques, mais accroissant dans l'immédiat les incertitudes ; le développement de véhicules hors bilan (*conduits* et *special purpose vehicles*) disposant ou non d'engagements contingents des banques, pouvant ainsi être conduites à réintermédiaire ces actifs, au moment où elles même, ou leurs contreparties sur le marché interbancaire, risquent d'avoir à faire face à des engagements accrus au titre

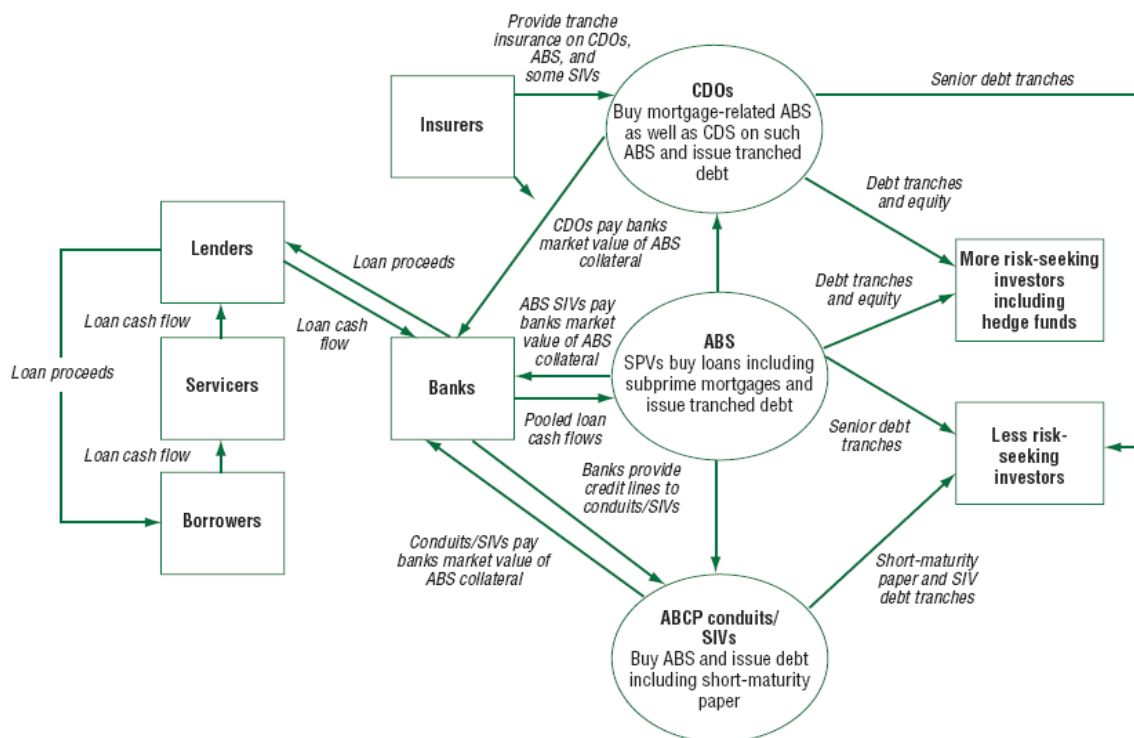
des LBO déjà lancés mais non encore financés ; poids excessif consacré par les investisseurs financiers aux notations données aux produits structurés par les agences de *rating*, appelées ensuite à dégrader ces notations ; transfert intégral des risques par les banques d'origine qui se désintéresseront alors de l'évolution ultérieure du risque et qui n'auront pas à assurer la liquidité de ces produits sur des marchés secondaires ; trop grande homogénéité des modèles d'évaluation des risques, facteur d'accroissement de la volatilité des marchés.

Ces conclusions sont sous tendues par les analyses conduites dans les trois chapitres suivants et les tableaux et graphiques qui les accompagnent.

CHAPITRE I – EVALUATION DES RISQUES POUR LA STABILITE FINANCIERE GLOBALE

La crise est née dans le secteur des *subprimes* aux Etats-Unis où se sont multipliés les défauts de paiement. Mais la structure internationale du marché hypothécaire en a diffusé les effets (cf. Figure 1.10).

Figure 1.10. Mortgage Market Flows and Risk Exposures



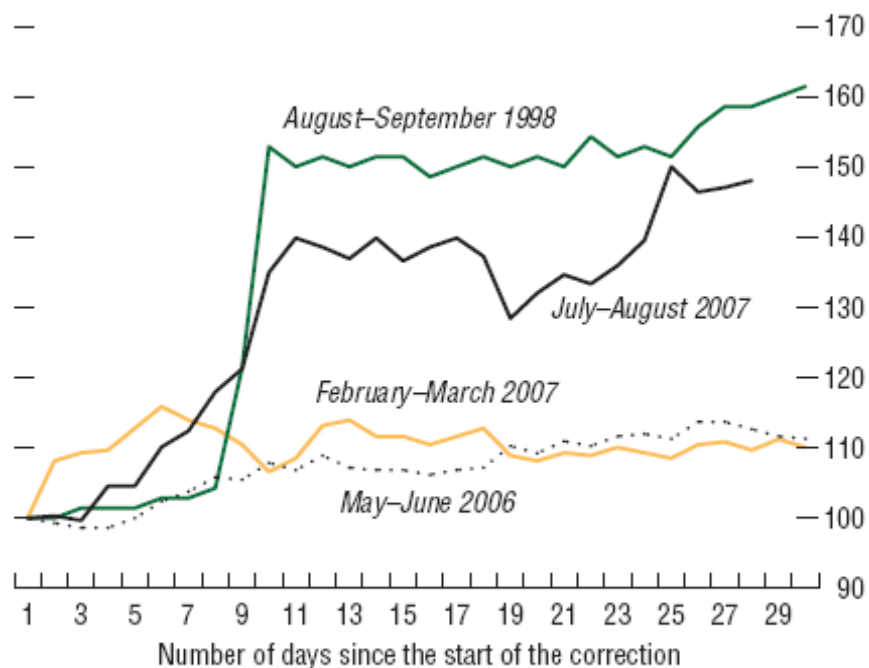
Structure du marché hypothécaire américain qui distingue le marché primaire (*lenders, servicers, borrowers*), l'assemblage de ces prêts en titres négociables (ABS, CDOs, rehausseurs de crédits, papier commercial), les investisseurs finaux, achetant directement ou à travers les *conduits* et les SIVs bancaires, les titres intermédiaires (capital et tranches ordinaires pour les investisseurs, y compris les *hedge funds*, prêts à prendre des risques, titres à court terme et tranches seniors pour les autres investisseurs).

Répartition des acheteurs de CDOs sur ABS par type d'acheteurs (45 % *hedge funds*, 25 % banques, 20 % *asset managers*, 10 % compagnies d'assurance) et par régions (75 % Etats-Unis, 15 % Europe et 10 % Asie-Australie).

La crise s'est traduite par des évolutions très différenciées de classes d'actifs, notamment au niveau des *spreads* avec les évolutions comparées suivantes : *commercial paper* (à 30 jours en points de base, de 20 de 2006 jusqu'à mi 2007 à 250 en août 2007), avec une réduction de 1.400 milliards \$ de janvier à août 2007 de l'encours de l'*asset backed commercial paper* (ABCP), dont *cash flow structures* (conduits) - 1.100, *mark to market structures* - 300 (dont SIVs - 100, arbitrage - 200).

En particulier l'évolution des *spreads* sur les *highyield corporate* bonds a été plus accentuée en fin de période que lors des épisodes de crise antérieures (cf. Figure 1.3).

Figure 1.3. U.S. High-Yield Corporate Bond Spreads Index

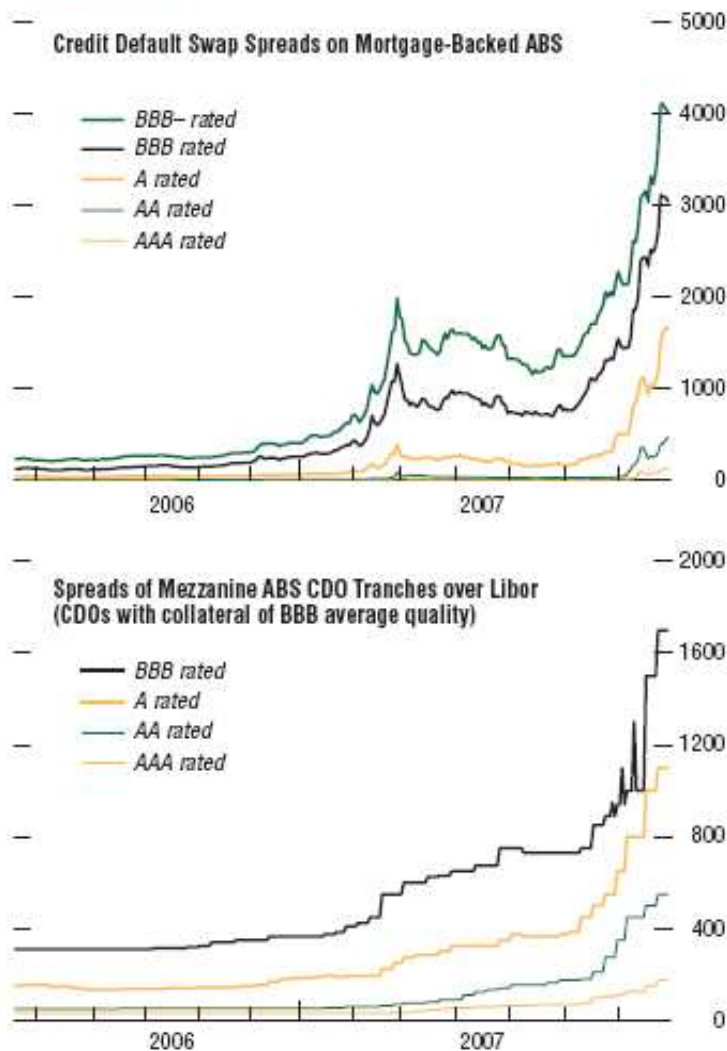


Sources: Merrill Lynch; and IMF staff estimates.
 Note: Spreads are normalized to 100 at the beginning of the crisis.

De même les *spreads* sur les classes d'actifs liés aux prêts hypothécaires se sont rapidement élargis (cf. Figure 1.9).

Figure 1.9. Representative Spreads of Mortgage-Backed ABS and ABS CDOs

(In basis points)



Source: JPMorgan Chase & Co.

Note: ABS = asset-backed security; CDO = collateralized debt obligation.

Les *credit default swaps spreads* sur ABS sont passés de 20 points de base début 2007 à respectivement 2.000, 3.000 et 4.000 pour les titres notés A, BBB et BBB-, l'évolution correspondante pour les titres AA étant de 0 à 500 ; *spreads* par rapport au Libor sur les tranches mezzanines d'ABS-CDOs de 100 à 400 début 2007 à 400 à 1.600 en août 2007 pour respectivement les titres AA, A et BB, cependant que pour les titres AAA l'évolution correspondante était de - 200 à + 500.

Ces analyses conduisent le rapport à faire état d'estimations sur les encours et sur les pertes potentielles qui s'y attachent (depuis février 2007) :

	Encours (en milliards \$)	en % de la dette hypothécaire totale	Pertes estimées en <i>cash flow</i>	Pertes estimées <i>mark to market</i>
total subprime	1.300	15%	- 145	
total ALT-A	1.000	11%	- 25	
Total non prime	2.300	26%	- 170	
ABS				- 65 - 70
ABS CDOs				- 120 - 130
Total				- 200

Le rapport est centré sur les données relatives au marché américain mais note que des difficultés potentielles de même type pourraient se matérialiser sur le marché britannique et, avec une possibilité moindre, sur le marché australien. En traitant du cas de pays émergents il note que dans beaucoup de pays d'Europe centrale et orientale et dans la CEI, la croissance récente a été nourrie par l'accroissement des emprunts en monnaies étrangères qui risquent de se tarir et analyse symétriquement, la montée en puissance des fonds souverains et l'impact potentiel de différentes stratégies de placement de la part des pays excédentaires.

CHAPITRE 2 – LES TECHNIQUES DE GESTION DES RISQUES DE MARCHE AMPLIFIENT ELLES LES RISQUES SYSTEMIQUES ?

Dans ce chapitre, le rapport, à partir d'analyses modélisées de différentes situations de tension (de *stress* sur les marchés) montre comment la similitude des modèles bancaires de calcul des risques (la « *VaR* », la *value at risk*) et des prises en compte de leurs indications, peut conduire à une amplification de la volatilité globale et donc à un accroissement des risques systémiques.

CHAPITRE 3 – LA QUALITE DES MARCHES FINANCIERS NATIONAUX ET LES ENTREES DE CAPITAUX ETRANGERS

Dans ce chapitre sont comparés les degrés respectifs de « *financiarisation de l'économie* » et les risques de déstabilisation de certaines économies émergentes pouvant résulter de la croissance très rapide dans les années récentes des entrées de capitaux dans ces pays, certaines de ces entrées étant susceptibles d'être interrompues, voire renversées par la suite.

—

C.

LES PREVISIONS DU FMI WORLD ECONOMIC OUTLOOK, octobre 2007

A l'occasion de l'Assemblée générale du FMI et de la BIRD tenue à Washington les 20-21 octobre, le FMI a publié ses prévisions semestrielles d'évolution de l'économie mondiale (*World Economic Outlook, WEO*, octobre 2007). Ce document révisé, par rapport à celles publiées début juillet 2007, les perspectives macroéconomiques, traite des déséquilibres mondiaux et analyse la situation des différentes catégories de pays. Ses données principales, comparées à celles présentées antérieurement sont retracées dans les tableaux joints.

PERSPECTIVES DE L'ECONOMIE MONDIALE

	2006	Nouvelles projections		Ecart par rapport aux prévisions juillet	
		2007	2008	2007	2008
Monde	5,4	5,2	4,8	-	0,4
Economies avancées (1)	2,9	2,5	2,2	-0,1	-0,16
Etats-Unis	2,9	1,9	1,9	-0,1	-0,9
Japon	2,2	2,0	1,7	-0,6	-0,3
Royaume Uni	2,8	3,1	2,3	0,2	-0,4
Zone euro	2,8	2,5	2,1	-0,1	-0,4
(Allemagne)	(2,9)	(2,4)	(2,0)	(-0,2)	(-0,4)
(France)	(2,0)	(1,9)	(2,0)	(-0,3)	(-0,3)
(Italie)	(1,9)	(1,7)	(1,3)	(-0,1)	(-0,4)
Economies émergentes et PED	8,1	8,1	7,4	0,1	0,2
Europe centrale et orientale	6,3	5,8	5,2	0,1	-0,2
CEI	7,7	7,8	7,0	0,2	-0,1
(Russie)	(6,7)	(7,0)	(6,8)	(-)	(-0,3)
Asie en développement	9,8	9,8	8,8	0,2	-0,3
(Chine)	(11,1)	(11,5)	(10,0)	(0,3)	(-0,5)
(Inde)	(9,7)	(8,9)	(8,4)	(-0,1)	(-)
Amérique latine	5,5	5,0	4,3	-	-0,2
(Brésil)	(3,7)	(4,4)	(4,0)	(-)	(-0,2)
Moyen Orient	5,6	5,9	5,9	0,5	0,4
Afrique	5,6	5,5	6,5	-0,7	0,3

(1) Y compris nouveaux pays industrialisés d'Asie (Corée, Taiwan, Hongkong, Singapour)

INDICATEURS DE CROISSANCE DE L'ECONOMIE MONDIALE

	2006	Projections actuelles		Ecart par rapport à juillet	
		2007	2008	2007	2008
En termes de pouvoir d'achat	5,4	5,2	4,8	-	-0,4
Aux taux de change courants	3,8	3,5	3,3	-0,1	-0,4
Ecart	1,6	1,7	1,5		

AUTRES DONNEES

	2006	Nouvelles projections		Ecart par rapport aux prévisions juillet	
		2007	2008	2007	2008
Union européenne	3,2	3,0	2,5	-0,1	-0,3
Taux de croissance de l'économie mondiale	3,8	3,5	3,3	-0,1	-0,4
(Taux de change courant/Commerce mondial (Produits et services)	9,2	6,6	6,7	-0,5	-0,7
Prix du Pétrole	20,5	6,6	9,5	7,4	1,7
Prix des autres matières premières	28,4	12,2	-6,5	-2,3	1,1
Prix à la consommation					
- économie développées	2,3	2,1	2,0	0,1	-0,1
- économies émergentes et en développement	5,1	5,9	5,3	0,5	0,6
Taux d'intérêt (2)					
- \$ Libor (6 mois)	5,3	5,2	4,4	-0,2	-0,9
- Euro Libor (3 mois)	3,1	4,0	4,1	0,2	0,4

D.

ANALYSE DU RAPPORT DE LA BCE FINANCIAL STABILITY REVIEW, décembre 2007

I. VUE D'ENSEMBLE

A. LES SOURCES DE LA CRISE RECENTE

La crise a été au confluent de plusieurs tendances antérieures :

- une chasse au rendement des actifs, stimulée par la baisse des taux d'intérêt à long terme conduisant les investisseurs à se porter sur les titres *corporate*, puis à aller vers des classes d'actifs plus risquées et/ou à augmenter l'effet de levier, d'où le développement d'instruments comme les CDOs ou les CLOs qui incorporent un effet de levier dans leurs propres structures ;
- une liquidité et une profondeur accrue des marchés ;
- l'application du modèle bancaire « *mettre en place puis distribuer* » (*originate and distribute*) qui conduit les banques d'origine des prêts à repackager ces prêts en ABS, souvent à travers des véhicules spéciaux, les *Special Investment Vehicles* puis à céder ces titres à des investisseurs, en adaptant ces instruments aux besoins spécifiques des investisseurs, entraînant une variété et une complexité croissante de ces produits financiers ; la croissance du marché des dérivés de crédit (une multiplication par dix de l'encours des *credit default swaps* (CDS), à 30.000 milliards \$, de fin 2002 à fin 2006) attestant de cet appétit croissant des investisseurs pour les dérivés de crédits.

Cette convergence, et notamment la dissociation entre risques initiaux et risques transférés, entachant l'analyse des risques, d'où la confiance accordée par les investisseurs aux notations accordées par les agences de *rating*, a nourri les ferments de la crise.

B. LA PROPAGATION DE LA CRISE

Les taux de défaut sur les crédits hypothécaires *subprime* aux Etats-Unis se sont fortement accrus après mi 2005 (le développement des *short term resets*, la révision programmée des conditions initiales avantageuses en termes de taux d'intérêt, et des hypothèques rechargeables qui permettent de contracter de nouveaux prêts au fur et à mesure que s'élève la valeur de l'actif immobilier). Cette situation a rapidement conduit à une chute de la valeur de *residential mortgage backed securities* (RBMS).

L'impact sur le système financier dans son ensemble a résulté de l'empilement d'instruments financiers assis sur les prêts initiaux : les RBMS, les CDOs exposés à ces RBMS, et les CDOs de CDOs ou CDOs au carré et de l'annonce par les agences de rating en juillet qu'elles dégraderaient des ABS fondés sur des crédits *subprime* et allaient réviser leur méthodologie d'appréciation des risques correspondants.

En outre la crise a affecté les ABS garantis par des portefeuilles d'autres actifs tels les obligations *corporate*, les crédits bancaires, les prêts automobiles et les cartes de crédit, instruments qui ont tous vu leurs *spreads* s'accroître brutalement en liaison avec la crise du *subprime*.

Une aversion croissante au risque et une liquidité déclinante dans les marchés de produits structurés se sont traduites par une baisse marquée des émissions de CDOs mais également de LBOs dans la mesure où les portefeuilles de CLOs se sont retirés de ce marché. Les banques se sont retrouvées avec un encours de dette lié aux LBOs, compris entre 250 et 350 milliards \$, ce qui a conduit un grand nombre de LBOs à être reportés, restructurés ou même retirés du marché.

Les gestionnaires de *money market funds* se sont également trouvés engagés dans ce processus, dans la mesure où ils avaient investi sur le marché de l'*asset backed commercial paper* (ABCP) où les émetteurs étaient des conduits ou des SIVs détenant des ABS exposés au *subprime*. Face au tarissement qui s'en est suivi du marché des ABCP, les émetteurs ont tiré sur les lignes de crédit contingentes qui leur avaient été ouvertes par les banques, ce qui accroissait le besoin de liquidité de ces banques elles-mêmes. Tel a été le cas en particulier en Allemagne pour deux banques, IKB et Sachsen LB, ce qui a entraîné la mise en place de prêts de substitution par d'autres banques allemandes mais des difficultés sont également apparues chez d'autres banques, par exemple chez BNP Paribas suspendant temporairement les rachats sur plusieurs de leurs *money market funds*.

Les participants sur le marché ont réagi en relevant les primes de risque qu'ils souhaitaient obtenir à travers des *credit default swaps*, notamment à l'égard des groupes bancaires larges et complexes (les LCBGs) entraînant ainsi une crise de liquidité sur le marché interbancaire. Cette crise reflétait une perception malaisée du risque de contrepartie, un désir des banques excédentaires de préserver leurs liquidités pour leurs besoins potentiels, les *money market funds* adoptant en outre une position comparable.

Cette crise de liquidité s'est reflétée pour les taux d'intérêt sur le marché interbancaire, sur toutes les échéances autres que le jour le jour, par des primes élevées par rapport au taux directeur des banques centrales, ce qui a conduit notamment la BCE à accroître ses volumes d'intervention dans ses appels d'offres réguliers (les *main refinancing operations*, les MROs) et de procéder à des refinancements à terme plus longs pouvant atteindre trois mois.

Bien que faisant preuve d'une volatilité moindre que les écarts correspondant sur les taux en dollar ou les taux en sterling, l'écart entre les taux interbancaires à 3 mois (Euribor) et les taux au jour le jour (Eonia *swaps*) a suivi en tendance les évolutions des autres grands marchés monétaires (cf. Table E).



Source : Bloomberg

Note : Spreads between EURIBOR and EONIA swaps (EUR), GBP Libor and SONIA swaps (GBP), and USDLIBOR and USD OISs (USD).

Par ailleurs le rapport retrace l'évolution des créances sur les entités non bancaires dans les centres financiers *offshore* : de 400 milliards \$ au 1^{er} trimestre 2001 à 1.300 au 1^{er} trimestre 2007 globalement dont 150 au 1^{er} trimestre 2001 à 400 au 1^{er} trimestre 2007 pour les banques de la zone euro et compare les indices représentatifs des principaux groupes bancaires (*subordinated credit default swap spreads*) avec les données suivantes :

- début 2007 : maximum 20, minimum 10, median 10 ;
- novembre 2007 : maximum 90, minimum 30, median 70.

C. LES PREMIERES LECONS A TIRER DE LA CRISE

La crise récente a fait apparaître que le modèle bancaire actuel *originate and distribute* présentait quatre zones de faiblesse en termes de gestion des risques : évaluation des risques de crédit ; gestion du risque de liquidité ; prise en compte du risque de contrepartie ; perception du rôle joué dans ce modèle par des entités non réglementées.

En ce qui concerne le risque de crédit, les véhicules hors bilan (les SIVs) ne disposaient pas des fonds propres nécessaires pour faire face à la crise. Ils recouraient à des émissions de titres à court terme bénéficiant d'une très bonne notation des agences de rating, ce qui a fait apparaître une confiance excessive dans les *ratings* des agences, dont le rôle a été à ce titre remis en cause. Par ailleurs ayant cédé l'essentiel de leurs crédits, les banques initiales n'avaient plus de motivation à suivre l'évolution de leurs emprunteurs.

En ce qui concerne le risque de liquidité, le *mismatching* entre les actifs et le passif (ABCP) des conduits a accru les tensions, dans la mesure où les banques qui avaient ouvert des lignes de crédit contingentes faisaient face elles-mêmes à des problèmes de liquidité. En ce qui concerne le risque de contrepartie, la transparence insuffisante quant à la localisation finale de l'exposition au risque a généralisé la crainte quant à la situation réelle des contreparties, d'autant qu'il apparaissait que les normes comptables laissaient une latitude discrétionnaire pour l'évaluation des actifs, créant une incertitude qui ne pouvait être levée avant la publication de comptes financiers audités.

Enfin en ce qui concerne les entités non régulées, les risques potentiels les plus élevés ont été ceux des SIVs, conduisant les banques à rapatrier ces risques dans leurs bilans ou à en assurer le refinancement.

Ces développements soulignent la nécessité de renforcer la surveillance du secteur financier par les autorités de régulation, d'améliorer les pratiques des acteurs financiers en matière de gestion des risques, notamment de liquidité. Bâle II, en cours de mise en place, répondra à certaines des faiblesses récemment apparues mais a à être renforcé par des méthodes et pratiques de *stress-testing*.

D. LA STABILITE FINANCIERE DANS LA ZONE EURO

Dans l'ensemble les grands groupes bancaires de la zone euro ont traversé la crise sans enregistrer des pertes substantielles, cependant qu'il apparaissait en novembre 2007 que le montant des LBOs en instance de refinancement se réduisait mais, malgré le processus ainsi engagé de *de-leveraging* et de reintermédiation, l'incertitude persistait en fin d'année sur l'évolution du marché dans son ensemble. Ces incertitudes portent notamment sur l'ampleur des retours de crédit vers les bilans des banques sur les réponses des banques aux pertes qu'elles enregistrent, et sur la possibilité de nouvelles défaillances en provenance du marché hypothécaire américain. En outre le système financier pourrait se révéler moins résistant à des crises d'autres origines, qu'il s'agisse d'autres catégories de prêts hypothécaires américains ou des marchés hypothécaires européens dont certains apparaissent vulnérable. Enfin au niveau mondial les déséquilibres persistants de balance des paiements recèlent des risques de réduction brutale et désordonnée des financements qu'ils appellent.

Au total si l'appréciation de la stabilité du système financier dans la zone euro s'est dégradée sur les six derniers mois, les perspectives économiques demeurent dans l'ensemble favorables ainsi que la situation financière des ménages et des entreprises, cependant que les grands groupes financiers disposent encore de situation de fonds propres leur permettant d'absorber de nouveaux chocs. Mais les gouvernements, les régulateurs et les acteurs financiers ont à restaurer la confiance en corrigeant les faiblesses qu'a révélées la crise récente.

II. L'ENVIRONNEMENT MACRO FINANCIER

A. L'ENVIRONNEMENT EXTERIEUR :

L'environnement extérieur a été marqué par des évolution de deux sortes :

- les déséquilibres globaux : la désépargne américaine ; les excédents des pays en transition et en développement et l'émergence d'une nouvelle classe d'investisseurs, les fonds souverains ; la détérioration de la situation d'endettement des ménages américains ; la croissance rapide des crédits au secteur privé dans les pays de l'Union européenne, non membres de la zone euro ;
- la crise sur les marchés financiers internationaux, née de la crise hypothécaire américaine et de sa diffusion.

B. L'ENVIRONNEMENT DANS LA ZONE EURO

Quatre indicateurs sont retenus :

- l'évolution économique ;
- les situations bilantielles des sociétés non financières : effet de levier croissant ; réévaluation des risques et des *spreads* avec la diffusion de la crise américaine ;
- marché immobilier non résidentiel : chute des actions des acteurs immobiliers plus accusée que celle des indices actions globaux ;
- situation d'endettement du secteur des ménages : décélération du rythme d'accroissement des prêts aux ménages ; accroissement de la charge d'intérêt par rapport aux revenus ; détérioration des ratios encore limitée.

PRINTEMPS 2008

—

E.

BANQUE D'ANGLETERRE ANALYSE DU *FINANCIAL STABILITY REPORT*, avril 2008

Dans son rapport semestriel (avril 2008), la Banque d'Angleterre analyse les raisons pour lesquelles le processus de *repricing* des risques de crédit et de *deleveraging* a été lent. Les participants au marché surréagissent aux valeurs de marché et aux dépréciations d'actifs correspondantes, ce qui les contraint sans doute à surestimer le coût final de la crise. Une information inadéquate sur les variables clés des évaluations et les incertitudes sur les pertes associées et les expositions aux risques ont prolongé les craintes sur les risques de contrepartie et les tensions sur les marchés monétaires.

A court terme, les conditions contraignantes de financement, ont rendu les banques vulnérables à des développements ou des rumeurs adverses, comme attesté par le *run* sur Bear Stearns à mi-mars (un pool de liquidité d'une valeur comprise entre 15 et 20 milliards \$ du 22 février au 9 mars, tombant à 12 milliards \$ le 10 mars et à 2 milliards \$ le 13 mars).

Sur la base de calculs des risques de pertes potentielles ultimes (par comparaison aux pertes reflétant les valeurs présentes de marché des actifs dépréciés, les perspectives à trois ans sont, selon le rapport, les suivantes : les conditions de crédit plus sévères sont susceptibles de conduire à une progression des défauts d'emprunteurs vulnérables, y compris certaines catégories de ménages, une part du marché du *commercial property sector* et certaines sociétés à effet de levier accusé. En outre des difficultés financières pourraient se faire jour dans certains marchés émergents, en particulier dans les pays d'Europe centrale et orientale à déficits courants importants.

Enfin le rapport de la Banque d'Angleterre recense comme suit les actions essentielles qui doivent être engagées pour :

- restaurer la confiance dans les institutions financières : nouveaux schémas d'intervention des banques centrales (initiatives récentes de la Banque d'Angleterre) ; levées de fonds propres par les banques dans des marchés volatils ; information rigoureuse, fréquente et coordonnée par les banques sur leurs positions et leurs pertes, y compris les hypothèses et les probabilités associées ; information renforcée sur les instruments financiers complexes ; *guidance* autorisée sur l'application des règles comptables du *mark to market* dans des marchés sous tension ;
- améliorer la stabilité financière globale : meilleure gestion des risques de crédit et de marché par les banques ; meilleure gestion du risque de liquidité

par les banques, avec des standards de régulation renforcés ; notations différenciées pour les produits structurés, avec davantage d'information sur les facteurs de risque et les incertitudes associées aux notations ; incitations réglementaires plus précises au contrôle des risques bancaires associés au cycle du crédit ; renforcement des engagements de gestion de crise, tant nationalement que transfrontières.

Parmi les chiffres les plus significatifs figurant dans les chapitres du rapport et leurs joints, doivent pour l'essentiel être mentionnés les suivants :

A. OVERVIEW

- Evolution des prix des actifs pendant la crise ; évolution de la liquidité sur le marché ; estimation des taux de perte sur les prêts *subprimes* ; pertes sur les actifs *subprimes* et ABS ; primes de *credit default swaps* pour les banques ; taux interbancaires à 3 mois.
- Emissions d'ABS : entre 600 et 700 milliards \$ aux 1^{er} et 2^{ème} trimestres 2007, 300 milliards au 3^{ème} trimestre, 200 au 4^{ème} et 100 au 1^{er} trimestre 2008.

COMPARAISON DES DEPRECIATIONS D'ACTIFS (EN MILLIARDS \$)

	Principales banques britanniques	LCFIs ¹ européennes	Investment banks (US)	Banques commerciales (US)
Total des dépréciations				
. 2 ^{ème} semestre 2007	14	32	39	30
. 1 ^{er} trimestre 2008	-	5	13	17
Exposition résiduelle	192	232	295	195
Actifs totaux	11.215	11.748	4.086	5.579

Evolution de *Tier 1* :

- principales banques britanniques : 8% 1^{er} trimestre 2007 et 1^{er} trimestre 2008 ;
- LCFIs européennes : 9 % 1^{er} trimestre 2007 et 8 % 1^{er} trimestre 2008 ;
- *investment banks* américaines : 5 % 1^{er} trimestre 2007 et 4 % 1^{er} trimestre 2008 ;
- banques commerciales américaines : 8,5 % 1^{er} trimestre 2007 et 7,5 % 1^{er} trimestre 2008.

B. SHOCKS TO THE FINANCIAL SYSTEM

Le rapport recense les facteurs ayant affecté les différentes classes d'actifs :

¹ LCFIs, *large and complex financial institutions*.

- pertes sur *le subprimes* : taux de défaut sur le *subprime* de 6% début 2006 à 8% début 2008 ; taux de saisies de 1,5% début 2006 à 3% début 2008 ;
- pertes cumulées sur les MBS *subprimes* : de 0 début 2007 à 160 fin 2007 (pertes de valeurs de marché : 20 début 2007, 300 fin 2007, 400 1^{er} trimestre 2008) ;
- évolution des primes de risque sur les taux interbancaires US à 3 mois : 10 en juillet 2007 ; 90 en août 2007 ; 30 en janvier 2008 ; 90 en avril 2008 ;
- évolution des encours ABCP : +10 par mois de mai à juillet 2007 ; - 50 en août 2007 ; -10 par mois de septembre à décembre 2007 ; +5 en janvier 2008 ; -5 par mois en février-mars 2008 ;
- évolution des émissions d'ABS et de CDOs : 800 milliards \$ au 1^{er} et au 2^{ème} trimestres 2007, 400 milliards \$ au 3^{ème} trimestre 2007, 250 au 4^{ème} trimestre 2007 et, en prévision, 250 milliards \$ en 2008.

Table 1 Estimated loss of market value of US sub-prime mortgage-backed securities based on actual and model-implied prices^{(a)(b)}

US\$ billions

	Vintage of sub-prime mortgage-backed securities					Total
	Pre-2006 H1	2006 H1	2006 H2	2007 H1	2007 H2	
Estimated loss of market value based on ABX prices						
AAA	13	34	49	54	9	159
AA	10	22	27	25	4	88
A	11	19	19	15	2	66
BBB	11	14	11	10	2	47
BBB-	5	6	5	4	1	20
Total	50	95	110	108	17	381
	Vintage of sub-prime mortgage-backed securities					Total
	Pre-2006 H1	2006 H1	2006 H2	2007 H1	2007 H2	
Estimated loss of market value based on model-implied prices						
AAA	7	28	18	31	5	89
AA	15	30	27	25	4	101
A	11	19	16	14	2	62
BBB	9	14	11	9	2	45
BBB-	4	6	5	4	1	19
Total	46	97	77	84	14	317

Sources: Bank of America, BlackRock, Dealogic, JPMorgan Chase & Co. and Bank calculations.

(a) Changes in 2006 H1 ABX index prices were applied to all sub-prime mortgage-backed securities issued before 2006 H1.

(b) Totals may differ from the sum of their constituents due to rounding.

Au total, le rapport fait état de pertes sur actifs estimées en valeur de marché à 381 milliards \$ sur les titres hypothécaires américains (cf. Table 1, ci-dessus)², à l'intérieur d'un total de dépréciation d'actifs atteignant pour les Etats-Unis 738,8 milliards \$ à comparer à 62,7 milliards £ pour le Royaume-Uni et à 344,1 milliards € pour la zone euro.

C. STRUCTURE OF THE FINANCIAL SYSTEM

Ce chapitre décrit notamment :

- l'évolution des composantes du bilan des banques britanniques avec un *customer funding gap* passant de 500 milliards £ début 2007 à 650 fin 2007 ;
- l'évolution de l'exposition aux risques avec une forte progression des primes CDS sur les assureurs monolines ;
- l'évolution des fonds propres affectée par les variations suivantes :

	Principales banques britanniques	LCFIs européennes	Investment banks (US)	Banques commerciales (US)
Dépréciations d'actifs	- 25	- 60	- 50	- 45
Augmentation de capital	+ 30	+ 20	+ 15	+ 35
Dividende	- 20	- 10	- 2	- 5

D. PROSPECTS FOR THE UK FINANCIAL SYSTEM

Ce chapitre retrace :

- l'évolution des *spreads* et le schéma de transmission de détérioration des conditions macro-économiques ;
- l'évolution des actifs, des expositions aux risques et des pertes avec les estimations globales suivantes : pertes sur les *subprimes* ABS : dépréciations d'actifs annoncées 150 milliards \$; pertes de valeurs sur les marchés 350 milliards \$; estimation des pertes sur crédit constatées début 2008 20 milliards \$; estimation des pertes finales sur crédit constatées début 2008 150 milliards \$.

E. MITIGATING RISKS TO THE UK FINANCIAL SYSTEM

E1. Intervention des banques centrales : calendrier des décisions principales (septembre 2007-décembre 2007 et mars 2008-avril 2008) pour la Fed, la BCE et la Banque d'Angleterre ; accroissement de la part des repo à long terme dans l'encours total des repo : de 30% de janvier à août 2007 tant pour la BCE que pour la Banque d'Angleterre à 60% de septembre 2007 à avril

² Toutefois les pertes potentielles à terme fondées sur les modèles internes de la Banque d'Angleterre pourraient être ramenées à 317 milliards \$.

2008 pour la BCE et de 30% en octobre 2007, à 90% en janvier 2008 et 75% en avril 2008 pour la Banque d'Angleterre.

E2. Comparaisons des règles nationales en matière de liquidité et comparaisons entre Bale I et Bale II.

—

F.

ANALYSE DU RAPPORT DU FMI CONTAINING SYSTEMIC RISKS AND RESTORING FINANCIAL SOUNDNESS, avril 2008

Le rapport d'avril 2008 sur la stabilité financière globale, rapport publié semestriellement par le FMI, traite des sujets suivants :

- Chapitre I : Evaluation des risques pour la stabilité financière globale (53 pages).
- Chapitre II : Les produits financiers structurés (32 pages).
- Chapitre III : L'illiquidité des marchés et du financement (23 pages).

Il est accompagné d'une importante annexe statistique (60 pages). Ses enseignements principaux sont les suivants.

CHAPITRE I – EVALUATION DES RISQUES POUR LA STABILITE FINANCIERE GLOBALE

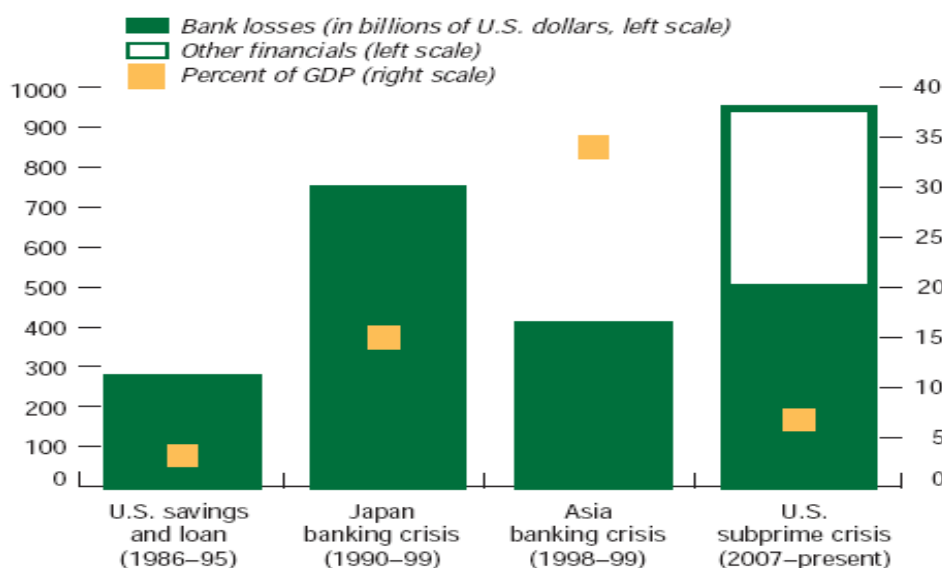
Par rapport au précédent rapport sur la stabilité financière globale (octobre 2007), les risques associés à la crise financière se sont très fortement accrus. Depuis en effet se sont concrétisés les risques macroéconomiques, comme le montrent les analyses du *World Economic Outlook*, publié simultanément, contribuant à l'extension et à l'amplification des secteurs de crédit menacés, cependant qu'une incertitude croissante affectait la liquidité des marchés. L'assouplissement de la politique monétaire a été compensé par un durcissement des conditions de crédit et de premières difficultés sont apparues pour les pays émergents.

La détérioration de la situation des crédits a été particulièrement manifeste dans le secteur du crédit hypothécaire américain, avec au 3^{ème} trimestre 2007, 43 % de saisies immobilières liées à des prêts *subprimes* à taux ajustable (ARMs), 18 % à des prêts prime à taux fixe, 12 % à des prêts *subprimes* à taux fixe, et 9 % à des prêts bénéficiant d'une garantie de la Federal Housing Administration. Et des difficultés de même nature commencent à apparaître en Europe avec un déclin anticipé du prix de l'immobilier au Royaume Uni cependant que le marché américain du *commercial mortgage* suscite également des interrogations. Enfin la détérioration de la situation économique devrait fragiliser le secteur du crédit à la consommation cependant que s'accroissent les défauts sur titres *corporate*, notamment au titre des LBOs (des défauts sur prêts à effet de levier atteignant, en janvier 2008, deux fois le nombre constaté sur l'année 2007 dans son ensemble, à l'intérieur de défauts sur *high yield debt* dont le nombre a été aussi élevé en janvier 2008 que pour l'année 2007 dans son ensemble). Bien que les banques aient pour l'essentiel conservé en

portefeuille leurs prêts LBOs, les prix de cession de ces prêts ont baissé de 8 % fin février 2008 par rapport à mi-2007.

Globalement, le total cumulé des pertes et des dépréciations d'actifs (cf. Figure 1.12) pourrait atteindre 945 milliards \$: 565 au titre des prêts hypothécaires résidentiels (et de leurs titres représentatifs) ; 240 au titre du commercial *real estate* ; 120 au titre des prêts *corporate* ; 20 au titre des prêts à la consommation. Depuis octobre 2007, les valeurs de marché de ABS ont reculé de - 20 % à - 40 % pour les tranches notées de AAA à BBB, et de - 50 % pour les ABS-CDO. Les banques enregistreront la moitié environ (440 à 510 milliards \$) de ces pertes totales, l'autre moitié étant subie par les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les fonds monétaires, les *hedge funds* et les autres investisseurs institutionnels.

Figure 1.12. Comparison of Financial Crises



Sources: World Bank; and IMF staff estimates.
 Note: U.S. subprime costs represent staff estimates of losses on banks and other financial institutions from Table 1.1. All costs are in real 2007 dollars. Asia includes Indonesia, Korea, the Philippines, and Thailand.

Comme le montre la Figure 1.12, les crises financières récentes se comparent comme suit en montants :

- crise du *subprime* américain (2007-avril 2008) : pertes 945 milliards \$ (dont banques 500), soit 7% du PIB américain ;
- crise bancaire asiatique (1998-99) : pertes bancaires 15 milliards \$, soit 35% du PIB de la zone ; crise bancaire japonaise (1990-99) : pertes bancaires 700 milliards \$, soit 15% du PIB japonais ;
- crise des S and L américaines (1986-95) : 100 milliards \$, soit 4% du PIB américain.

À mi mars 2008, les banques américaines avaient fait état de la majorité de leurs pertes, alors que les banques européennes accusent un retard en ce domaine. En réponse à cette perte en fonds propres (des pertes déclarées par les grandes

banques atteignant 193 milliards \$) les banques ont eu recours à des augmentations de capital, atteignant depuis novembre 2007, 105 milliards \$ (dont 41 en provenance de fonds souverains). Pour leur part les banques centrales, de manière coordonnée, ont procédé à des injections massives de liquidité sur les marchés monétaires, en élargissant à cet effet la gamme des titres sur lesquels elles interviennent. Ces pertes potentielles ont réduit de 2,50 points pour les banques américaines et de 1,50 point pour les banques européennes leurs *capital adequacy ratios*, soit, en termes de PIB, un impact comparable à celui de la crise des banques japonaises dans les années 1990.

Table 1.6. Global Bank Losses as of March 2008
(In billions of U.S. dollars)

Country/Region	Total Reported Losses	Estimated Losses on U.S. Subprime/Alt-A Loans	Estimated Losses on ABS	Estimated Losses on CDOs	Estimated Losses on Conduits/SIVs	Total Estimated Subprime-Related Losses	Remaining Subprime-Related Losses Expected
Europe	80	16	27	53	27	123	43
<i>Of which:</i>							
United Kingdom	19	16	1	12	11	40	22
Switzerland	23	0	7	15	1	23	0
Scandinavia	0	0	0	0	1	1	1
Euro area	33	0	10	20	15	45	12
Unallocated	5	0	9	6	0	14	9
United States	95	29	12	90	13	144	49
Asia excluding Japan	1	0	3	0	0	4	3
<i>Of which: China</i>	1	0	3	0	0	3	2
Japan	10	0	5	5	0	10	0
Asia	11	0	9	5	0	13	3
Canada	7	0	2	5	0	7	0
Gulf Cooperation Council	1	0	1	1	0	1	0
Total	193	44	50	153	40	288	95

Sources: Goldman Sachs; UBS; and IMF staff estimates.

Note: Bank allocation to asset-backed securities (ABS) in Table 1.1 includes estimated losses on ABS and conduits/SIVs. CDO = collateralized debt obligation; SIV = structured investment vehicles.

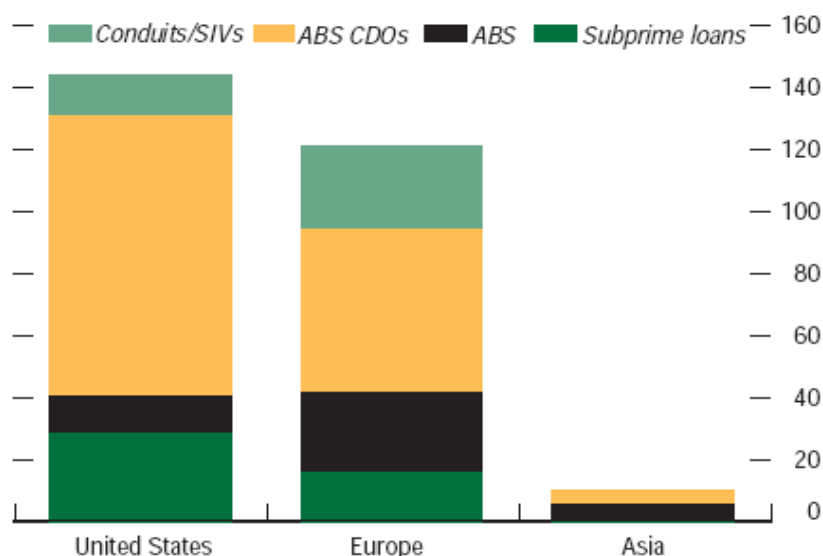
Il est précisé que les pertes 2007 (11 mois) liées au *subprime* se répartissent ainsi : banques 41,3% (part dans l'exposition globale 38,8%), *hedge funds* 29,2% (23,8%), compagnies d'assurance 21,6% (25,7%), sociétés financières 5,2% (7,3%), fonds de pension et fonds mutuels 2,7% (4,4%), total 100% : pertes 70 milliards \$ (exposition 326 milliards \$).

Par ailleurs, les estimations des coefficients d'abattement sur les différents types de titres en avril 2008, avec entre parenthèses le chiffre correspondant en janvier-mai 2008, sont les suivantes : obligations du Trésor américain 3% (0,25%), *obligations investment grade* 8-12% (0-3%), obligations *highyield* 25-40% (10-15%), actions 20% (15%), prêts à effet de levier 15 à 35% (10 à 20%), prêts *mezzanine* 35+% (18-25%), ABS/CDOs AAA et AA 15/20% (2-7%), A et BB 30 à 70% (8 à 20%), *equity* 100% (50%), AA CLOs 10-20% (4%), AAA RMBS 10-20% (2-4%), Alt-A/MBS 20-50% (3-5%).

Au total la capitalisation boursière des banques a décliné de mi 2007 à mars 2008 de 720 milliards \$ et celle des compagnies d'assurance d'environ 120 milliards \$. La dégradation des notations des rehausseurs de crédit (encours garanti 800 milliards \$) aggraverait cette estimation des pertes. S'y ajoutent les risques de défaut de contreparties et de contagion au marché des *credit default swaps*, dont les infrastructures de marché demeurent inadaptées. En outre, un certain nombre de *hedge funds* sont désormais contraints de céder des actifs sur les marchés, aux prix de

nouvelles dépréciations d'actifs, cependant que les appels de marges peuvent conduire à la liquidation de certains d'entre eux.

Figure 1.13. Expected Bank Losses as of March 2008
(In billions of U.S. dollars)



Sources: Goldman Sachs; UBS; and IMF staff estimates.
Note: ABS = asset-backed security; CDO = collateralized debt obligation;
SIV = structured investment vehicle.

Comme le montre la Figure 1.13, les pertes potentielles globales en mars 2008 se répartissent comme suit :

- prêts américains non titrisés : *subprime* 45 milliards \$ (encours 300 milliards \$), Alt-A 30 (600) ; prime 40 (3.800) ; hypothécaire commercial 30 (2.400) ; prêts à la consommation 20 (1.400) ; prêts corporate 50 (3.700) ; prêts à effet de levier 10 (170) soit un total pour les prêts de 225 milliards \$ de pertes (encours 12.370 milliards \$) ;
- pertes en valeur de marché sur les titres émis : ABS, pertes estimées 210 milliards \$ (encours 1.100 milliards \$) ; ABS/CDOs 240 (400) ; prime/MBS 0 (3.800) ; CMBS 210 (940) ; consumer ABS 0 (650) ; dette *corporate* 0 (3.000) ; dette *corporate highyield* 30 (600) ; CLOs 32 (650), soit un total pour les titres de 720 milliards de pertes (encours 10.840 milliards \$) ;
- total prêts et titres : pertes totales 945 milliards \$ (encours 23.210 milliards \$), ces pertes totales se répartissant en 440-510 pour les banques, 105-130 pour le secteur de l'assurance, 90-160 pour les fonds d'épargne et de pension, 70 à 140 pour les gouvernements et les agences publiques et 110 à 200 pour les autres (*hedge funds*,...).

Par catégorie, les estimations de pertes sont passées de 40 milliards \$ estimées en octobre 2007 à 225 milliards \$ estimés en mars 2008 pour les pertes sur prêts, de 200 à 720 milliards \$ pour les pertes sur titres, et de 240 à 945 milliards pour les pertes totales.

Par ailleurs, par rapport aux analyses d'octobre 2007, le *Global Financial Stability Report* d'avril 2008 note que la crise financière et économique rend plus vulnérables certains pays émergents à déficits courants élevés (Etats baltes, Bulgarie, Roumanie, Serbie), compte tenu notamment des problèmes de refinancement de leurs banques, fortement emprunteuses sur les marchés.

Enfin les tensions persistantes sur les marchés se reflètent dans les conditions de crédit des banques par un phénomène de contagion (des *subprimes* aux financements à effets de levier et en matière de produits structurés) et aux marchés monétaires puis à l'ensemble des *spreads* de crédit dans l'ordre décroissant des *spreads* de risques associés (du *credit squeeze*, discriminant, au *credit crunch*, généralisé).

Dans ce contexte, le rapport recense comme suit les principaux défis à relever :

- restaurer la confiance dans les contreparties, une priorité immédiate, à laquelle une politique de prise en compte rapide et publique des pertes et des dépréciations d'actifs est la réponse essentielle ;
- renforcer les fonds propres des institutions financières à rôle systémique important, les régulateurs les incitant à cet effet, par un suivi plus attentif des risques, à des contraintes accrues en matière de « *capital adequacy ratios* », notamment au titre des opérations à effet de levier et des véhicules hors bilan, et en matière de liquidité ;
- atténuer les tensions sur le marché hypothécaire américain par des interventions publiques (moratoire sur les révisions de taux d'intérêt, accroissement des capacités d'intervention de Fannie Mae et de Freddie Mac) ;
- être prêt à mettre en œuvre des mesures plus fondamentales (des sauvetages de banques, en en partageant le coût avec les actionnaires et les créanciers) si les risques systémiques s'accroissaient significativement ;
- mettre en place des réformes tendant à renforcer le système financier dans son ensemble : secteur bancaire public allemand, supervision des banques au Royaume Uni, régulation du secteur de l'assurance aux Etats-Unis ;
- prolonger les efforts engagés par les banques centrales pour restaurer la confiance et la liquidité sur les marchés interbancaires ;
- renforcer la capacité des économies émergentes à résister à la crise.

CHAPITRE II – LES PRODUITS FINANCIERS STRUCTURES

A. PROBLEMES D'EVALUATION

L'évaluation et l'information relatives aux produits structurés complexes ont été au cœur du développement de la crise. Au 2^{ème} semestre 2007, les trois principales agences de notation ont dû dégrader dans la précipitation un très grand nombre de produits financiers structurés représentatifs de prêts hypothécaires *subprime* sur lesquels les taux de défaut s'étaient fortement accrus par rapport aux estimations antérieures. Parmi les produits ainsi dégradés figuraient des titres notés AAA, la meilleure notation possible, ce qui avait conduit beaucoup d'investisseurs à acheter de tels produits, certains étant d'ailleurs tenus réglementairement à se limiter aux meilleures notations. Les agences de notation font valoir que leur notation mesure les risques de défaut et non les probabilités de dégradation des notes ou d'évolution

des prix de marché correspondants. Elles ont depuis indiqué qu'elles étaient cependant prêtes à introduire des échelles différenciées de leurs notation pour les produits structurés afin d'indiquer les risques de dégradation des notations. Simultanément les agences seront appelées à revoir leur méthodologie concernant les risques sous-jacents.

La prise en compte des dépréciations d'actifs sur produits structurés diffère selon les pays : aux Etats-Unis, mise en œuvre des US GAAP en Europe pour les sociétés cotées, normes internationales IFRS, les sociétés non cotées pouvant utiliser également des normes nationales, comme cela est le cas pour les pays hors Etats-Unis et Europe.

Fondamentalement l'évaluation est fondée sur la valeur de marché, qui s'est révélée particulièrement difficile à établir dans la période récente de tensions. Selon les normes américaines, en l'absence de référence de marché doivent être recherchées des références déduites de marchés voisins (pour les actifs dits de classe II) ou des estimations autonomes (actifs de classe III), l'information sur les classifications et reclassifications revêtant ainsi une grande importance. Les auditeurs mettent en œuvre leurs méthodologies propres et c'est donc au moment des comptes audités, après réconciliation des approches méthodologiques, qu'une comparabilité entre les données publiées par les différents acteurs est disponible, étant précisé que l'imputation en compte de résultats ou directement en fonds propres dépend de la nature des actifs concernés.

Dans les circonstances de marché actuelles beaucoup d'acteurs font valoir que la référence à la valeur de marché peut déclencher une spirale négative de dépréciations d'actifs, de ventes forcées, de nouvelles dépréciations d'actifs. Une réponse partielle pourrait être apportée à cette préoccupation en indiquant de manière extra comptable des niveaux de valeurs de marché qui pourraient conduire à réviser les évaluations annoncées.

B – ROLE DES ENTITES HORS BILAN

Les entités hors bilan (SIVs, *conduits*) se sont développées à partir du milieu des années 90 pour permettre aux institutions financières de ne pas faire apparaître la totalité de leurs risques dans leurs bilans et de préparer la titrisation des crédits correspondants, cette pratique étant permise tant dans les normes comptables européennes que dans les normes comptables américaines, avec quelques nuances dans les critères de consolidation, les normes américaines imposant en règle générale la consolidation si plus de la moitié des pertes doivent être subies par la banque elle-même. Des exigences comptables plus contraignantes et plus uniformes seraient souhaitables. Un livre blanc présenté en 2007 par le *Center for Audit Quality* propose par exemple qu'une revue régulière des entités non consolidées soit opérée afin de déterminer si un changement de l'évaluation initiale

justifie désormais leur consolidation, l'alternative étant de publier en parallèle les comptes relatifs aux entités consolidées et aux entités non consolidées.

On peut noter que Bale II renforce les contraintes sur les fonds propres réglementaires nécessaires pour faire face aux risques hors bilan et prévoit des discussions sur les activités de titrisation mais il s'agit plus de prescriptions qualitatives que quantitatives.

Outre les risques associés aux actifs hors bilan, les banques peuvent être amenées à être liées à ces entités par des facilités en termes de liquidité ou par l'octroi de garanties, ce qui a conduit les régulateurs américains (mais non les régulateurs européens) à imposer des fonds propres additionnels face à de tels engagements de liquidité. Cette exigence sera généralisée (et étendue aux rehaussements de crédit) par Bâle II même si de nouveaux arrangements évitant ces contraintes ne soient pas inenvisageables. En ce qui concerne les institutions financières non bancaires, non sujettes aux règles de Bale, les contraintes réglementaires portent pour l'essentiel en matière d'assurance sur les rehausseurs de crédit, ce qui explique que les banques, avec 38,8 % de l'exposition totale au *subprime* et les *hedge funds* qui en représente 23,8 %, ont déclaré respectivement 41,3 % et 29,3 % des pertes correspondantes, la part des compagnies d'assurance étant symétriquement de 25,7 % de l'exposition totale et de 21,6 % des pertes déclarées. On peut toutefois noter que ce sont généralement les *hedge funds* qui détiennent les tranches les plus risquées des produits structurés.

Parmi les réponses à apporter à la crise figure donc l'introduction de disciplines nouvelles en matière de produits structurés, qu'il s'agisse d'une évaluation homogène des risques ou de règles de consolidation applicables à tous les acteurs dans tous les pays.

CHAPITRE III – L'ILLIQUIDITÉ DU MARCHÉ ET DU FINANCEMENT

Définie comme la possibilité de céder facilement une position sur un actif sans en altérer substantiellement le prix, la liquidité s'est fortement détériorée depuis juillet 2007 pour de très nombreux actifs, comme attesté par l'accroissement des écarts entre prix d'achat et prix de vente, la volatilité accrue et l'évolution des index représentatifs des *spreads* de risque³. Les incertitudes qui se sont développées sur le

³ Parmi les évolutions de *spreads* les plus significatives doivent être mentionnées les suivantes :

- marché Repo (Repo 3 mois contre T-bill 3 mois) : nul début 2007, maximum en 2007 : 90, fin 2007 : 40 ; papier commercial (3 mois *investment grade* contre T-bill 3 mois) : inférieur à 10 début 2007, 120 août 2007, 160 fin 2007, 120 début 2008 ;
- *swap spreads* (par rapport aux obligations à 10 ans) : Etats-Unis : 50 début 2007, maximum 2007 80, début 2008 65 ; zone euro : 30 début 2007, maximum 2007 50, début 2008 40 ; Japon : 20 début 2007, maximum 2007 30, début 2008 25 ;

marché interbancaire n'ont en outre pas permis de compenser cette illiquidité de marché spécifique par un recours aux sources globales de liquidité, dans une période où l'émission de titres à long terme ou de produits titrisés était elle-même interrompue.

Face à de telles circonstances, les régulateurs ont adopté des solutions diversifiées, en imposant généralement toutefois des exigences minimum de liquidité mais en cherchant davantage à apprécier la qualité de la gestion du risque de liquidité qu'en imposant des ratios de liquidité spécifiques.

Au cours des mois récents les développements associés à ces problèmes de liquidité ont pour l'essentiel été les suivants : les banques ont eu tendance à conserver leur liquidité propre ce qui a aggravé l'illiquidité globale ; les banques ont préféré recourir à des financements alternatifs qu'à des facilités jugées discriminatoires comme les possibilités de réescompte ; l'impossibilité de négocier certains actifs a exigé des interventions d'urgence (Northern Rock, dont la crise a également souligné les insuffisances du dispositif britannique d'assurance des dépôts bancaires) ; pour les banques opérant transfrontières des problèmes de liquidité ont pu apparaître dans des monnaies autres que la monnaie du pays où est logée la majorité de leurs activités, ce qui a conduit les banques centrales à mettre en place à partir de décembre 2007 des facilités de *swaps* transdevises. Plus généralement, les banques centrales ont été appelées à développer quantitativement et qualitativement leurs interventions sur le marché monétaire pour faire face à ces problèmes de liquidité, adaptant en conséquence la durée de leurs interventions et la gamme des titres sur lesquels elles peuvent porter avec des différences significatives entre les banques centrales.

Face à cette expérience récente, les recommandations principales paraissent devoir être les suivantes :

- les acteurs de marché doivent prendre en compte davantage les risques de liquidité dans leur modèle de risque et dans leur *stress-testing*, être plus transparents sur leur situation de liquidité (risques associés, sources de financement, engagement de liquidité, adéquation des maturités, plans contingents, hypothèses faites sur l'évolution des défauts, prise en compte par les banques transfrontières des problèmes de liquidité multidevises) ;
- les régulateurs et les superviseurs doivent accompagner et amplifier cette démarche en relevant les exigences minimums en termes d'actifs liquides, en fixant des limites plus strictes en termes de maturité comparée, en édictant des règles plus précises en matière de diversification des sources de financement et de risques de tarissement de ces sources.

- par rapport aux obligations du Trésor américain : de 100 début 2007 à 180 fin 2007 pour Aaa ; de 180 à 250 pour Baa ; de 300 à 580 pour le *highyield*.

Le Comité de Bâle est à ce titre en train d'examiner le management et la régulation des risques de liquidité en se limitant toutefois à ce stade à des considérations qualitatives, ce qui pourrait les conduire à formuler des exigences plus au titre du pilier 2 de Bale II qu'en termes de ratio en capital.

En ce qui concerne les autorités monétaires, le rapport recommande une très large diversification des types et des supports d'intervention. Les banques centrales ont à mettre en place des procédures opérationnelles permettant de faire face à des problèmes de liquidité à des horizons différents et à assurer entre elles une coopération étroite pour faire face aux différentes circonstances qui peuvent se développer, avec une prise en compte particulière des problèmes de liquidité susceptibles d'apparaître sur les marchés de certains pays émergents.

Enfin, le Fonds monétaire lui-même, au titre de sa surveillance bilatérale et des examens périodiques qu'il conduit au titre du *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) aurait selon le rapport sur la stabilité financière globale à porter davantage son attention sur les risques systémiques de liquidité.

G.

LES PREVISIONS DU FMI WORLD ECONOMIC OUTLOOK, avril 2008

A l'occasion des réunions de printemps du FMI et de la BIRD tenue à Washington en avril 2008, le FMI a publié ses prévisions semestrielles d'évolution de l'économie mondiale (*World Economic Outlook, WEO*, avril 2008). Ce document révisé, par rapport à celles publiées en octobre 2007, les perspectives macroéconomiques, traite des déséquilibres mondiaux et analyse la situation des différentes catégories de pays. Ses données principales, comparées à celles présentées antérieurement sont retracées dans le tableau joint.

Table 1.1. Overview of the World Economic Outlook Projections¹
(Annual percent change unless otherwise noted)

	2006	2007	Current Projections		Difference from January 2008 WEO Update	
			2008	2009	2008	2009
World output	5.0	4.9	3.7	3.8	-0.5	-0.6
Advanced economies	3.0	2.7	1.3	1.3	-0.6	-0.8
United States	2.9	2.2	0.5	0.6	-1.0	-1.2
Euro area	2.8	2.6	1.4	1.2	-0.2	-0.7
Germany	2.9	2.5	1.4	1.0	-0.1	-0.7
France	2.0	1.9	1.4	1.2	-0.1	-1.0
Italy	1.8	1.5	0.3	0.3	-0.5	-0.7
Spain	3.9	3.8	1.8	1.7	-0.6	-0.8
Japan	2.4	2.1	1.4	1.5	-0.1	-0.2
United Kingdom	2.9	3.1	1.6	1.6	-0.2	-0.8
Canada	2.8	2.7	1.3	1.9	-0.5	-0.5
Other advanced economies	4.5	4.6	3.3	3.4	-0.4	-0.4
Newly industrialized Asian economies	5.6	5.6	4.0	4.4	-0.4	-0.4
Emerging and developing economies	7.8	7.9	6.7	6.6	-0.2	-0.4
Africa	5.9	6.2	6.3	6.4	-0.7	-0.2
Sub-Saharan	6.4	6.8	6.6	6.7	-0.3	-0.2
Central and eastern Europe	6.6	5.8	4.4	4.3	-0.2	-0.8
Commonwealth of Independent States	8.2	8.5	7.0	6.5	—	-0.1
Russia	7.4	8.1	6.8	6.3	0.2	-0.2
Excluding Russia	10.1	9.6	7.4	7.0	-0.6	0.2
Developing Asia	9.6	9.7	8.2	8.4	-0.4	-0.4
China	11.1	11.4	9.3	9.5	-0.7	-0.5
India	9.7	9.2	7.9	8.0	-0.5	-0.2
ASEAN-5	5.7	6.3	5.8	6.0	-0.2	-0.2
Middle East	5.8	5.8	6.1	6.1	0.2	0.1
Western Hemisphere	5.5	5.6	4.4	3.6	0.1	-0.4
Brazil	3.8	5.4	4.8	3.7	0.3	-0.3
Mexico	4.8	3.3	2.0	2.3	-0.6	-0.7
Memorandum						
European Union	3.3	3.1	1.8	1.7	-0.3	-0.7
World growth based on market exchange rates	3.9	3.7	2.6	2.6	-0.4	-0.7
World trade volume (goods and services)	9.2	6.8	5.6	5.8	-0.8	-1.1
Imports						
Advanced economies	7.4	4.2	3.1	3.7	-1.3	-1.2
Emerging and developing economies	14.4	12.8	11.8	10.7	—	-1.1
Exports						
Advanced economies	8.2	5.8	4.5	4.2	-0.4	-0.9
Emerging and developing economies	10.9	8.9	7.1	8.7	-1.3	-1.0
Commodity prices (U.S. dollars)						
Oil ²	20.5	10.7	34.3	-1.0	13.0	1.3
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	23.2	14.0	7.0	-4.9	7.1	1.2
Consumer prices						
Advanced economies	2.4	2.2	2.6	2.0	0.2	-0.1
Emerging and developing economies	5.4	6.4	7.4	5.7	1.0	0.3
London interbank offered rate (percent) ³						
On U.S. dollar deposits	5.3	5.3	3.1	3.4	-0.9	-1.0
On euro deposits	3.1	4.3	4.0	3.6	-0.2	-0.4
On Japanese yen deposits	0.4	0.9	1.0	0.8	-0.1	-0.2

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during January 30–February 27, 2008. See the Statistical Appendix for details on groups and methodologies.

¹Country weights used to construct aggregate growth rates for groups of countries were revised from those reported in the October 2007 *World Economic Outlook* to incorporate updated PPP exchange rates released by the International Comparison Program.

²Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$70.95 in 2007; the assumed price is \$95.50 in 2008 and \$94.50 in 2009.

³Six-month rate for the United States and Japan; three-month rate for the euro area.

H.

FORUM DE STABILITE FINANCIERE (FSF) ANALYSE DU COMMUNIQUE DU G7 FINANCE (Washington , 11 avril 2008)

Après s'être félicité des mesures prises par certaines banques centrales pour élargir l'accès à leurs facilités de prêt et la gamme des supports de leurs interventions sur le marché monétaire et avoir marqué une inquiétude quant au caractère prolongé de la crise et à ses effets potentiels sur la croissance, le communiqué du G7 traite des solutions à mettre en place face à la crise financière.

1. Il rappelle à cet égard qu'il avait demandé, lors de sa réunion de septembre 2007 à Washington, au Forum de stabilité financière (FSF), présidé par Mario Draghi, gouverneur de la Banque d'Italie, de lui faire rapport en avril 2008 sur les mesures à prendre en ce domaine. Le G7 déclare apporter son plein soutien aux propositions détaillées que le FSF lui a soumises, en retenant comme priorités immédiates à mettre en œuvre dans les cent prochains jours les engagements suivants :

- les acteurs financiers doivent rapidement et complètement faire état de leurs expositions aux risques, de leurs dépréciations d'actifs, de leurs estimations des valeurs de marché pour les instruments complexes et illiquides, dès leurs prochains comptes semestriels, par référence aux bonnes pratiques recensées par le FSF ;
- l'IASB et les autres émetteurs de normes doivent initier une action urgente pour améliorer les standards de comptabilisation et d'information en matière d'entités hors bilan et renforcer les règles de détermination de la *fair value*, en particulier dans l'évaluation des instruments financiers en période de *stress* ;
- les acteurs financiers ont à améliorer, avec le soutien des régulateurs, leurs pratiques de gestion, notamment à travers un *stress testing* rigoureux et, si nécessaire, à renforcer leurs positions en fonds propres ;
- le Comité de Bâle avant juillet 2008 aurait à réviser ses lignes directrices en matière de gestion du risque de liquidité et l'IOSCO (l'OICV) à réviser en profondeur le code de conduite qu'il a établi pour les agences de notation.

2. Le G7 approuve en outre les propositions suivantes du FSF, à mettre en œuvre avant fin 2008 :

- renforcer la supervision prudentielle du capital, de la liquidité et de la gestion du risque notamment en relevant les exigences en capital associées aux instruments de crédit structurés et aux véhicules hors bilan ;

- accroître la transparence en matière notamment d'évaluation, le Comité de Bâle fixant des lignes directrices en matière de processus d'évaluation, d'information sur les entités hors bilan, sur l'exposition aux titrisations et sur les engagements de liquidité ;
- changer le rôle et l'utilisation des notations de crédit : examen plus attentif par les investisseurs ; solution à apporter par les agences de notation au problème de conflits d'intérêt ; différenciation des notations des produits structurés ; meilleure information sur les méthodologies de notation ; examen plus attentif de la qualité de l'information fournie par les originateurs, les arrangeurs et les émetteurs de produits structurés ;
- renforcer les capacités des autorités à répondre aux risques : intensification de la coopération entre régulateurs et superviseurs et des échanges d'informations entre les superviseurs et les banques centrales ; mise en place de collèges internationaux de superviseurs pour chacune des principales institutions financières globales ; intervention conjointe et rapide des autorités de marché en matière de fraude, d'abus de marché et de manipulation ;
- mettre en œuvre des arrangements solides pour faire face aux crises : apport de liquidité par les banques centrales ; renforcement des arrangements permettant de traiter des cas de banques en situation de faiblesse, tant sur un plan domestique que transfrontières.

Le G7 demande enfin au FSF de veiller d'ici à la fin 2008 à la pleine mise en œuvre de leurs recommandations, avec un premier examen à la réunion du FSF en juin à Osaka et un rapport de suivi à présenter par le FSF au G7 à l'automne. Le G7 souligne enfin que le renforcement de la coopération entre le FSF et le FMI et les efforts des participants du secteur privé pour proposer des solutions constituent également des apports significatifs pour la solution de la crise.

I.

OCDE

ANALYSE DU RAPPORT AU COMITE DES MARCHES DE CAPITAUX (juin 2008)

Le Comité des marchés financiers de l'OCDE s'est réuni les 14 et 15 avril 2008, puis a tenu une session avec des acteurs privés du marché. En outre, les participants ont examiné un nouveau rapport intitulé *'The subprime crisis: size, deleveraging and some policy options'* (*La crise des subprimes : son ampleur, le mouvement de désendettement et les premières solutions*).

Après avoir estimé en 2007 les pertes liées à la crise à 300 milliards \$, l'OCDE estime désormais à l'aide d'une méthodologie différente que la première vague de pertes pourrait atteindre (hors dépréciation d'actifs) 422 milliards \$, dont 90 milliards \$ supportés par les banques américaines. Il sera essentiel de procéder à une recapitalisation des banques pour éviter les répercussions économiques plus sévères du désendettement, notamment à travers un repli sensible de la distribution des crédits.

L'OCDE rapproche ses estimations de pertes de celles constatées en bourse sous la forme d'une diminution de la capitalisation boursière des principales banques du G10 qui a évolué comme suit.

EVOLUTION DE LA CAPITALISATION BOUSIERE DES PRINCIPALES BANQUES DU G10

(en milliards \$) (a)

	2008	2007	2006	2005
Etats-Unis	-102,5	-359,4	118,0	- 20,2
Royaume Uni	- 51,7	- 108,4	130,5	- 17,5
Suisse	- 44,7	- 44,5	56,7	22,1
Italie	- 38,7	76,5	63,2	47,4
Japon	- 34,6	- 112,2	-49,6	204,6
France	- 27,0	-31,6	108,6	13,1
Canada	- 23,9	12,1	31,2	37,0
Allemagne	- 11,3	- 3,6	34,3	14,8
Suède	- 2,7	- 4,3	26,7	0,7
Pays Bas	- 0,0	0,5	0,5	0,1
Belgique	- 0,7	5,5	54,0	20,0
Total G10	- 336,5	- 569,5	643,0	322,1
Global (b)	- 691,7	- 123,3	1.227,0	525,3

Source : Thomson Financial et calculs du Secrétariat de l'OCDE

- (a) Sur la base des banques incluses dans les index bancaires Datastream des différents pays.
(b) Sur la base des banques incluses dans l'index mondial Datastream des différents pays.

Par ailleurs, le Comité des marchés financiers de l'OCDE a repris à son compte les recommandations du Forum de stabilité financière et du G7 en vue de traiter la crise. Mais l'OCDE se penche aussi sur les problèmes liés au cadre général de la réglementation financière et notamment l'élaboration d'une approche plus dynamique et moderne de la réglementation financière. L'OCDE estime en effet que la réforme de fond du système financier et de sa réglementation doit être au centre des débats dans les mois qui viennent.

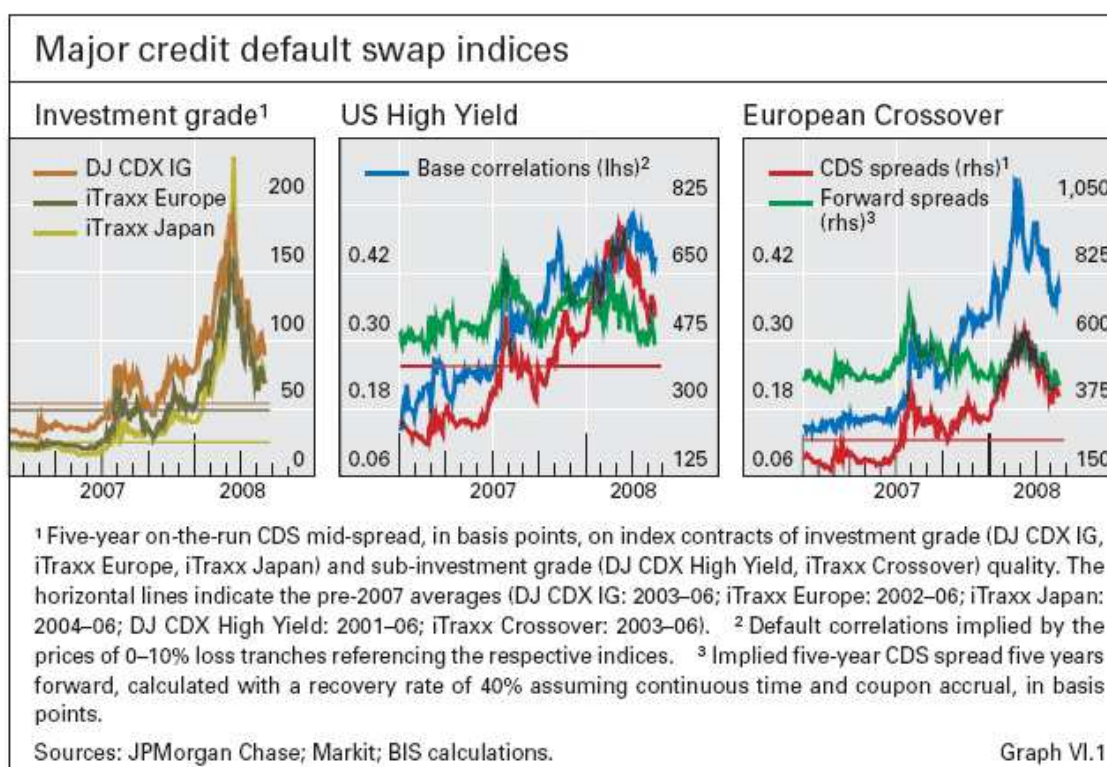
—

J.

BRI

ANALYSE DU 78^{ème} RAPPORT ANNUEL, juin 2008

Après avoir analysé l'évolution des économies avancées et des économies des pays émergents, le rapport annuel de la BRI décrit l'évolution de la politique monétaires dans les principaux pays industriels, les mouvements enregistrés sur les marchés de change et sur les marché des capitaux en retraçant l'évolution des primes de risques.



Comme le montre les graphiques VI.1, les primes de risques ont été marquées par une forte hausse au cours de la période, en liaison avec la « fuite vers la qualité » et une très grande volatilité.

Enfin, le rapport de la BRI consacre un chapitre particulier au développement du secteur financier dans les économies avancées avec un accent mis sur la réduction des opérations de LBOs, des encours des *hedge funds* et des fonds de *private equity*.

Il note par ailleurs qu'aux Etats-Unis (cf. graphique VII.3 ci-après) les dépréciations d'actifs liés à la crise du *subprime* s'élevaient, à mi mai 2008, au total pour les banques américaines à 261 milliards \$ à comparer à 137 milliards \$ de fonds propres levés sur les marchés.

Subprime-related writedowns and capital-raising ¹				
	Writedowns			Capital raised ²
	Amount ²	% of profits ³	% of capital ⁴	
Commercial banks ⁵	197	102	21	169
Investment banks ⁶	64	163	24	37

¹ As of mid-May 2008. ² In billions of US dollars. ³ Pre-tax profits in 2007 (for two commercial banks, 2006). ⁴ Tier 1 capital in 2007; for investment banks, total equity. ⁵ Twenty largest commercial banks. ⁶ Top five investment banks.

Sources: Bankscope; Bloomberg.

Table VII.3

En outre, la BRI fait état, comme dans ses rapports précédents, de l'évolution de la rentabilité des banques et de leur ratio de capital et de liquidités.

Profitability of major banks ¹												
As a percentage of total average assets												
	Pre-tax profits			Loan loss provisions			Net interest margin			Operating costs		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria (3)	0.85	1.64	1.29	0.30	0.38	0.28	1.64	1.90	2.24	2.10	2.40	2.40
Australia (4)	1.52	1.62	1.67	0.14	0.13	0.15	1.92	1.96	2.01	1.70	1.64	1.63
Canada (5)	1.01	1.32	1.27	0.10	0.10	0.14	1.79	1.64	1.68	3.00	2.56	2.57
Switzerland (6)	0.66	0.87	0.31	0.00	0.00	0.01	0.63	0.53	0.45	1.67	1.73	1.70
Germany (7) ²	0.38	0.55	0.28	0.06	0.07	0.04	0.65	0.68	0.52	0.96	1.32	0.98
Spain (5)	1.15	1.51	1.65	0.23	0.33	0.41	1.55	1.78	1.94	1.70	1.91	1.96
France (5)	0.76	0.87	0.41	0.06	0.06	0.09	0.93	0.76	0.47	1.47	1.43	1.28
United Kingdom (8)	0.87	0.97	0.67	0.23	0.27	0.23	1.23	1.26	0.94	1.59	1.70	1.36
Italy (4)	1.23	1.12	0.88	0.23	0.26	0.25	1.95	1.93	1.71	2.34	2.34	2.01
Japan (13) ²	0.66	0.67	0.50	0.12	0.15	0.13	0.89	0.97	0.75	1.05	1.15	0.80
Netherlands (4)	0.58	0.57	0.38	0.05	0.10	0.10	1.09	1.17	0.99	1.29	1.48	1.37
Sweden (4)	0.90	1.06	0.98	0.01	-0.03	0.01	1.03	1.08	1.07	1.07	1.11	1.07
United States (11)	1.93	1.82	1.02	0.20	0.20	0.56	2.72	2.50	2.47	3.44	3.12	3.51

¹ All values are IFRS; the number of banks included is shown in parentheses. ² Values are a mix of local and US GAAP.

Sources: Bankscope; FitchRatings.

Table VII.1

Comme le montre le tableau VII.1, les marges nettes d'intérêt demeurent significativement plus élevées aux Etats-Unis (2,47% des actifs moyens) qu'au Japon (0,75%) et que dans les grands pays européens (Espagne : 1,94% ; Italie 1,71% ; Royaume Uni 0,94% ; Allemagne 0,52% et France 0,47 %).

Capital and liquidity ratios of major banks ¹									
	Tier 1 capital/risk-weighted assets			Non-performing loans/total assets			Net loans/total deposits		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria (3)	7.7	8.9	8.1	2.3	2.1	1.8	56.4	58.1	63.2
Australia (4)	7.5	7.2	6.8	0.1	0.2	0.2	88.3	89.8	85.1
Canada (5)	9.9	10.4	9.6	0.3	0.2	0.2	58.3	56.2	57.2
Switzerland (4)	11.7	11.7	9.8	0.2	0.2	0.1	25.2	26.1	27.3
Germany (7)	8.4	8.4	8.0	1.0	0.6	0.8	36.2	30.4	25.4
Spain (5)	7.9	7.6	7.9	0.5	0.5	0.6	69.9	76.7	76.1
France (4)	8.1	7.9	7.4	1.2	1.2	1.3	32.3	36.5	25.8
United Kingdom (7)	7.5	7.9	7.6	0.8	0.7	0.8	54.8	54.5	51.1
Italy (4)	4.7	5.0	6.6	4.0	3.2	3.1	42.7	49.6	70.9
Japan (10)	7.3	7.9	7.4	1.1	1.0	0.9	53.1	55.1	62.5
Netherlands (4)	10.4	9.4	10.0	0.6	0.6	0.4	54.1	55.8	55.1
Sweden (4)	7.1	7.2	7.1	0.4	0.4	0.3	71.7	74.2	74.9
United States (11)	8.4	8.6	8.0	0.3	0.3	0.6	63.4	63.6	61.5

¹ Weighted averages by banks' total assets; in per cent; the number of banks included is shown in parentheses.
Source: Bankscope. Table VII.2

Au niveau du capital *Tier 1* par rapport aux actifs pondérés et au niveau des prêts compromis par rapport aux actifs totaux, les données et les coefficients sont plus homogènes entre les États-Unis et l'Europe, cependant que le *ratio* des prêts nets aux dépôts totaux, indicateurs de liquidités, les chiffres comparés sont les suivants : États-Unis 61,5% ; Espagne 76,1 % ; Italie 70,9 %).

ETE-AUTOMNE 2008

—

K.

BANQUE D'ANGLETERRE

ANALYSE DU *FINANCIAL STABILITY REPORT*, octobre 2008

Executive summary

Au cours des semaines récentes, la crise monétaire et financière s'est muée en une véritable dislocation du système financier mondial, faisant suite au sauvetage de deux agences hypothécaires américaines et à la faillite de Lehman Brothers. En réponse à cette amplification de la crise, les autorités britanniques ont adopté, le 8 octobre, un plan d'ensemble comportant des apports en capital de fonds publics pour les banques ; des garanties de bonne fin apportées par l'Etat aux dettes à court et moyen terme des banques, restaurant ainsi leur accès à la liquidité, dans le cadre d'un *Special Liquidity Scheme* confirmé et étendu.

Dans les jours qui ont suivi, les autres pays ont également adopté des mesures systémiques, fondées sur des principes sous jacents similaires. La réponse immédiate à ces mesures a été positive mais les banques auront à ajuster progressivement leurs bilans et leurs schémas de financement pour pouvoir sortir d'un système à dominante désormais publique. La croissance des crédits devrait en conséquence être plus lente que lors des années précédentes, accentuant le retournement de la croissance. A long terme, des réponses devraient également être recherchées, au niveau international, concernant les protections contre les risques systémiques, y compris le développement de politiques macroéconomiques contribuant à limiter l'incidence des cycles financiers.

SECTION 1 – AN EXTENDED GLOBAL CREDIT BOOM

La globalisation et son effet positif sur l'inflation, le recyclage des excédents de la Chine et des pays pétroliers et des taux d'intérêt réels bas se sont traduits au cours de la décennie écoulée par une très rapide expansion du crédit, en direction notamment des ménages. Au niveau des intermédiaires financiers étaient recherchés des rendements plus substantiels sur le marché (avec les prises de risques associées) cependant que le recours à des financements sur les marchés de gros, notamment internationaux, permettait une expansion rapide des bilans bancaires, alors même que se développaient les transferts de risque, à l'intérieur d'un modèle *originate to distribute*. La montée des défauts sur les crédits, *subprimes* aux Etats Unis a mis fin à cette ère et conduit à une prise de conscience des risques de contrepartie et donc à une crise de liquidité.

SECTION 2 – AN ADVERSE SPIRAL DEVELOPS

Jusqu'à mai-juin 2008, on avait pu penser que la situation se restaurerait après prise en compte des dépréciations d'actifs et recours à des augmentations de capital par les banques.

Table 1 Mark-to-market losses on selected financial assets^{(a)(b)}

	Outstanding amounts	Losses: Apr. 2008 Report	Losses: Oct. 2008 Report
United Kingdom (£ billions)			
Prime residential mortgage-backed securities	193	8.2	17.4
Non-conforming residential mortgage-backed securities	39	2.2	7.7
Commercial mortgage-backed securities	33	3.1	4.4
Investment-grade corporate bonds	450	46.2	86.5
High-yield corporate bonds	15	3.0	6.6
Total		62.7	122.6
United States (US\$ billions)			
Home equity loan asset-backed securities (ABS) ^(c)	757	255.0	309.9
Home equity loan ABS collateralised debt obligations (CDOs) ^{(c)(d)}	421	236.0	277.0
Commercial mortgage-backed securities	700	79.8	97.2
Collateralised loan obligations	340	12.2	46.2
Investment-grade corporate bonds	3,308	79.7	600.1
High-yield corporate bonds	692	76.0	246.8
Total		738.8	1,577.3
Euro area (€ billions)			
Residential mortgage-backed securities ^(e)	387	21.5	38.9
Commercial mortgage-backed securities ^(e)	34	2.8	4.1
Collateralised loan obligations	103	6.8	22.8
Investment-grade corporate bonds	5,324	283.8	642.9
High-yield corporate bonds	175	29.1	75.9
Total		344.1	784.6

Source: Bank calculations.

- (a) Estimated loss of market value since January 2007, except for US collateralised loan obligations which are losses since May 2007.
 (b) Data to close of business on 20 October 2008.
 (c) 2005 H1 to 2007 H2 vintages. The home equity loan asset class is comprised mainly of US sub-prime mortgages, but it also includes, for example, other mortgages with high loan to value ratios. Home equity loans are of lower credit quality than USAIt-A and prime residential mortgages.
 (d) High-grade and mezzanine ABS CDOs, excluding CDO-squareds.
 (e) Germany, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal and Spain.

Comme le montre le Table 1, la Banque d'Angleterre a ainsi plus que doublé par rapport à ses estimations d'avril 2008 les estimations de pertes présentées en octobre 2008, en les portant de 1.406,7 milliards \$ à 2.861,6 milliards \$.

Outre la prise de conscience des risques systémiques (à travers notamment la faillite de Lehman Brothers), l'évolution adverse des marchés immobiliers dans beaucoup de pays, notamment aux Etats Unis et au Royaume Uni, et la détérioration des perceptions économiques d'ensemble ont ensuite conduit à un élargissement des *spreads* sur les titres *corporate*, à un doublement, par rapport aux estimations du FSR d'avril 2008, de pertes potentielles dans le système (une estimation atteignant aujourd'hui 2.800 milliards \$ contre 1.400 il y a six mois), les pertes en valeur économique à terme devant cependant se révéler moindres⁴.

Pour rééquilibrer leurs bilans, les *investment banks* américaines ont été conduites à céder des actifs à des prix toujours plus dépréciés, en l'absence de liquidité sur le marché.

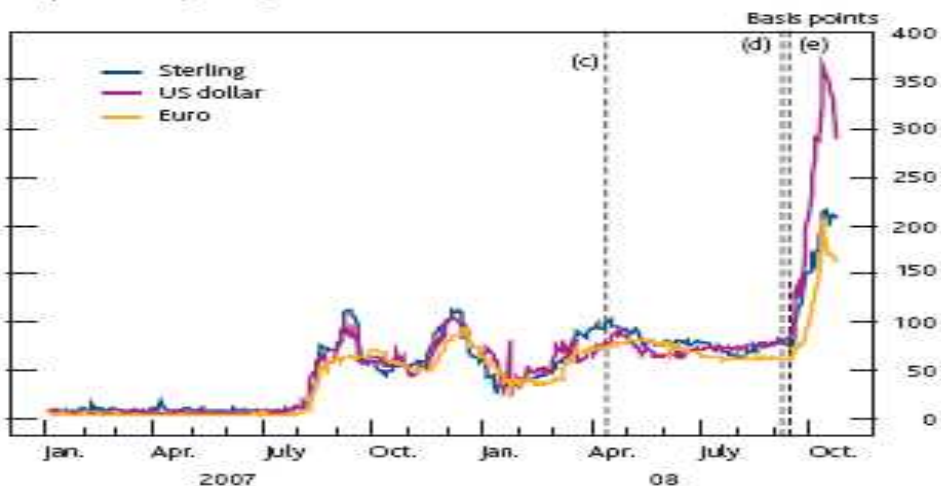
SECTION 3 – INSTITUTIONAL RISKS MATERIALISE

Dans ce contexte, un enchaînement de défaillances bancaires a pris place : prise de contrôle, le 7 septembre, par l'Etat américain de Fannie Mae et Freddie Mac, dont les titres étaient contestés sur les marchés ; faillite de Lehman Brothers, confronté à une crise de liquidité, le 15 septembre ; intervention substantielle (85 milliards \$ pour 79,9% du capital) des autorités américaines en faveur de l'assureur AIG le 16 septembre, enchaînement qui a conduit à un effondrement global des marchés interbancaires, avec notamment aux Etats Unis de très importants retraits sur les fonds monétaires mutuels, importants apporteurs traditionnels de liquidité sur le marché interbancaire, au profit de placements en titres du Trésor américain, évolution affectant également le marché du *commercial paper*. Les risques de contrepartie associés à la faillite de Lehman Brothers ont pu être maîtrisés, cependant que les banques centrales intervenaient massivement pour apporter des liquidités, y compris en monnaies étrangères, mais l'injection de fonds budgétaires est finalement apparue nécessaire. Cela a été d'abord le *Troubled Asset Relief Programm* (700 milliards \$ pour le rachat de titres illiquides) adopté le 3 octobre par le Congrès américain, mais cette initiative n'a pas convaincu les marchés et des risques de défaillances de banques se sont manifestés ou concrétisés tant aux Etats Unis (Washington Mutual, Wachovia) qu'en Europe (au Royaume Uni, Alliance and Leicester, puis Bradford & Bingley, puis HBOS appelée à être reprise par Lloyds-TSB⁵, cependant que des *building societies* moins importantes étaient appelées à se regrouper, Dexia, Fortis et Hypo Real Estate en Europe continentale et, en Islande, les trois banques principales).

⁴ Selon des calculs fondés sur des projections de *cash flows*, on peut estimer que les pertes réelles pourraient se limiter à environ la moitié (54% pour les UK *prime* RMBS et 63% pour les US *subprime* RMBS) de la perte en valeur, sur les marchés, des actifs correspondants depuis le début de la crise.

⁵ Les interventions du Trésor britannique au profit des banques se sont traduites finalement par des apports en capital de fonds publics, sous forme d'actions préférentielles pouvant être transformées en actions ordinaires (Abbey National, HBOS, HSBC, Lloyds-TSB, Nationwide Building Society, RBOS et Standard Chartered pour 37 milliards £), et une garantie apportée par le Trésor britannique à une émission (3 milliards de £) de *senior bonds* par Barclays.

Chart 3.3 Three-month interbank rates relative to expected policy rates^{(a)(b)}

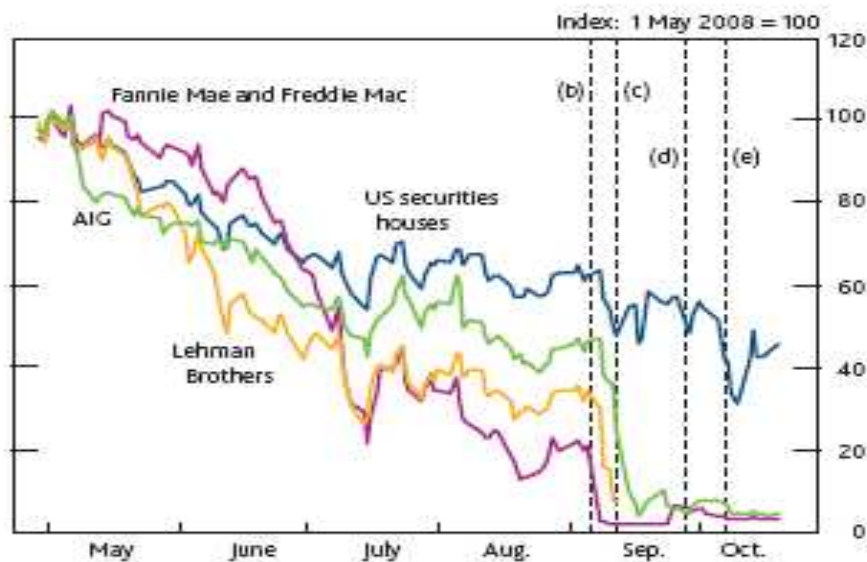


Sources: Bloomberg and Bank calculations.

- (a) Spread of three-month Libor to three-month overnight indexed swap rates.
- (b) Data to close of business on 20 October 2008.
- (c) April 2008 Report.
- (d) Fannie Mae and Freddie Mac taken into conservatorship.
- (e) Lehman Brothers Holdings files for Chapter 11 bankruptcy protection.

Comme le montre le Chart 3.3 les taux à trois mois sur le marché interbancaire ont été portés d'environ 20 au 1^{er} semestre 2007 à 100 en août 2007, montant auquel il s'est pratiquement maintenu jusqu'en septembre 2007, la faillite de Lehman Brothers entraînant ensuite une progression vers une zone 200-250, avec toutefois une légère baisse à partir de mi octobre.

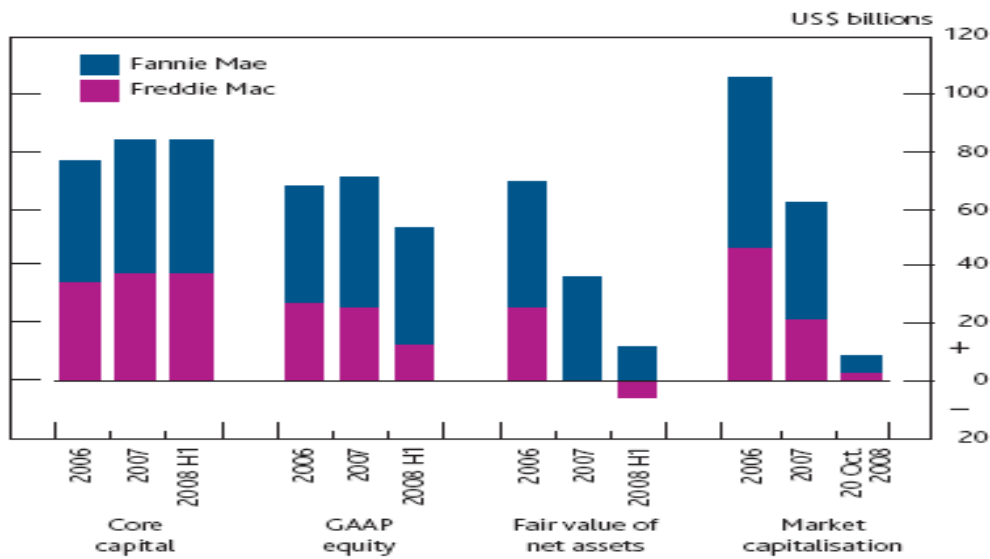
Chart 3.4 Equity prices of distressed institutions^(a)



Sources: Bloomberg and Bank calculations.

- (a) Data to close of business on 20 October 2008.
- (b) Fannie Mae and Freddie Mac taken into conservatorship.
- (c) Lehman Brothers Holdings files for Chapter 11 bankruptcy protection.
- (d) Benelux, Icelandic and UK governments nationalise or take stakes in banks.
- (e) UK authorities announce comprehensive package of measures.

Chart 3.5 Capital positions of Fannie Mae and Freddie Mac



Sources: Bloomberg and published accounts.

Comme le montre le Chart 3.4 de la page précédente, sur une base 100 en mai 2008, les indices du cours des actions des entités financières américaines les plus affectées se situaient en octobre 2008 à 40 pour la moyenne des *investment banks* américaines, mais depuis septembre à 0 pour Lehman Brothers et AIG.

En ce qui concerne les agences hypothécaires, leurs cours avoisinaient également 0 en octobre 2008, mais comme le montre le Chart 3.5, leurs fonds propres et leurs actifs nets demeuraient à cette date positifs.

SECTION 4 – A SYSTEM WIDE RESPONSE

Finalement, les primes de risqué sur les titres émis par les banques, la chute du cours de leurs actions, le tarissement du marché interbancaire ont conduit à la conclusion qu'une réponse systémique d'ensemble était nécessaire. Tel a été l'objet du programme britannique annoncé le 8 octobre (recapitalisation des banques pouvant atteindre 50 milliards £, garanties pouvant atteindre 250 milliards £ apportées aux emprunts bancaires pour restaurer la liquidité sur le marché interbancaire, apports au marché à hauteur de 200 milliards £ par la Banque d'Angleterre au titre du *Special Liquidity Scheme*).

Cette initiative britannique a servi de référence à des initiatives comparables dans les autres pays industrialisés : réaffectation aux Etats Unis des 700 milliards \$ autorisés par le Congrès en adoptant le TARP (250 milliards \$ au moins pouvant désormais être utilisé pour des opérations de recapitalisation, sous la forme d'actions préférentielles) cependant qu'était relevé le plafond des dépôts garantis par la FDIC et mis en place, par elle, un programme de garantie pour les *senior liabilities* des banques); en Europe, adoption de programmes nationaux, coordonnés au sein de la zone euro ou indépendants les uns des autres hors de la zone euro.

Table 2 Selected government support packages^(a)

Country	Guarantee of banks' wholesale liabilities ^(b) (billions)	Capital injection (billions)	Purchase of assets (billions)	Other
United Kingdom	£250	£50		£200 ^(c) £149 ^(d)
United States	\$1,400	\$250	\$450 ^(e)	\$198 ^(f)
Euro area^(g)				
Austria	€85	€15		
Belgium	Pre-Oct. 2009 debt	€4.4 ^(h)	€2.5 ⁽ⁱ⁾	
France		€41 ^(j)		€320 ^(k)
Germany	€400	€130 ^(l)		
Greece	€15	€5		
Ireland	Banks' wholesale debt			
Italy	Pre-Dec. 2009 debt	As needed ^(m)		
Netherlands	€200	€46.8 ⁽ⁿ⁾		
Portugal	€20			
Spain	€100		€50 ^(o)	
Norway				NRK350
Sweden	SEK1,500			
Switzerland		CHF6	US\$60 ^(p)	
Canada	Banks' wholesale debt ^(q)		US\$60	CAD\$25
Denmark	Banks' wholesale debt			
Iceland	Nationalisation of Glitnir, Landsbanki and Kaupthing			
Australia	Banks' wholesale debt			A\$8
South Korea	\$100	KRW 1,000	KRW 10,000	
Total (€ billions)^(r)	£2,927	£395	£397	£754

Sources: Press releases.

(a) Table includes government announcements up to 24 October 2008.

(b) These guarantees may cover (i) money market borrowing and (ii) term debt.

(c) Bank of England is making at least £200 billion available under the Special Liquidity Scheme.

(d) £99 billion Northern Rock and £50 billion Bradford & Bingley.

(e) The United States has also announced other packages to finance purchases of commercial paper and assets held by money market mutual funds.

(f) Term Securities Lending Facility, outstanding to date.

(g) All euro-area bank guarantees cover debt issued until end-2009. Maturity of debt guaranteed ranges from three to five years depending on the country. Details for Spain are known for 2008 only.

(h) €2 billion Dexia and €2.4 billion Fortis.

(i) 24% stake in a portfolio of structured products arising from the restructuring of Fortis.

(j) €1 billion Dexia and €40 billion other.

(k) France is offering €320 billion of collateralised lending to its banking system.

(l) €50 billion Hypo and €80 billion other.

(m) The Italian Ministry of the Economy and Finance has been authorised to subscribe to or guarantee capital raising decided by banks incorporated in Italy.

(n) €16.8 billion Fortis, €10 billion ING and €20 billion available for other banks.

(o) Fund established with an initial endowment of €30 billion extendable to €50 billion.

(p) A special purpose vehicle (SPV) will be set up to purchase up to US\$60 billion of illiquid assets. The Swiss National Bank will loan this SPV US\$54 billion and UBS will provide US\$6 billion. UBS will bear the first US\$6 billion of losses.

(q) The maximum amount of insurance available to an eligible financial institution will be the greater of 125% of the contractual maturities of wholesale debt instruments for that institution during the six-month period beginning 1 November 2008, or 20% of deposits as of 1 October 2008.

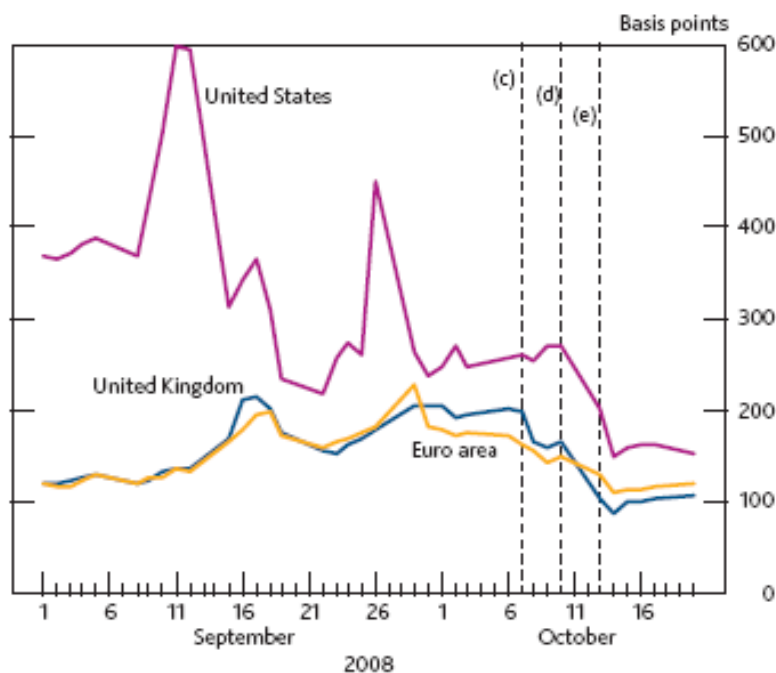
(r) Bank of England estimates. Guarantees for Australia, Belgium, Canada, Denmark, Ireland and Italy have been estimated on the basis of existing banks' wholesale debt. Totals computed using foreign exchange rates as of 22 October 2008.

Comme indiquait dans le Table 2 ci-dessus, le total des programmes de soutien aux banques mis en place en octobre, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, s'élève à plus de 4.400 milliards £, dont 2.927 milliards £ au titre des garanties, 400 au titre des apports en capital, 400 au titre des rachats d'actifs et 750 au titre des autres formes de concours.

SECTION 5 – NEAR-TERM PROSPECTS FOR THE FINANCIAL SYSTEM

L'annonce de ces mesures a immédiatement entraîné une détente des primes sur les CDS bancaires et, une certaine détente des *spreads* sur le marché interbancaire, demeurant toutefois à un niveau élevé.

Chart 5.1 Indices of bank CDS premia^{(a)(b)}



Sources: Thomson Datastream and Bank calculations.

- (a) Data to close of business on 20 October 2008.
- (b) Five-year senior credit default swaps.
- (c) Last closing price before UK Government's announcement of financial support package.
- (d) Last closing price before French, German, Spanish and other European governments announce support packages and UK Government announces scale of equity purchases.
- (e) Last closing price before US Treasury's announcement that up to US\$250 billion of the Troubled Asset Relief Program is to be used for bank recapitalisation.

Comme le montre le graphique 5.1, les primes de risques sur les valeurs bancaires (CDS) qui avaient été portées à mi septembre aux Etats-Unis à 600, au Royaume Uni et dans la zone euro à 200 sont revenues fin octobre 2008 après l'annonce des plans de soutien à env. 150 aux Etats-Unis et 100 tant au Royaume Uni que dans la zone euro.

Simultanément, cependant sont apparues de nouvelles sources d'inquiétudes (les *hedge funds*, les compagnies d'assurance, les pays émergents) cependant que les cours des actions des banques évoluaient de manière différenciée selon le schéma retenu pour l'apport en capital de fonds publics et donc les risques de dilution.

Table 5.A Major UK banks' CDS spreads and equity prices^(a)

Credit default swap spreads (basis points) ^(b)			
	April 2008 <i>Report</i>	Prior to support package ^(c)	October 2008 <i>Report</i>
Barclays	99	196	101
HBOS	175	264	102
Lloyds TSB	73	146	80
RBS	113	291	103
HSBC	78	98	65
Nationwide	211	292	103

Equity prices (index: April 2008 <i>Report</i> = 100)			
	April 2008 <i>Report</i>	Prior to support package ^(c)	October 2008 <i>Report</i>
Barclays	100	66	55
HBOS	100	19	16
Lloyds TSB	100	54	41
RBS	100	31	29
HSBC	100	107	100

Sources: Thomson Datastream and Bank calculations.

(a) Data to close of business on 20 October 2008.

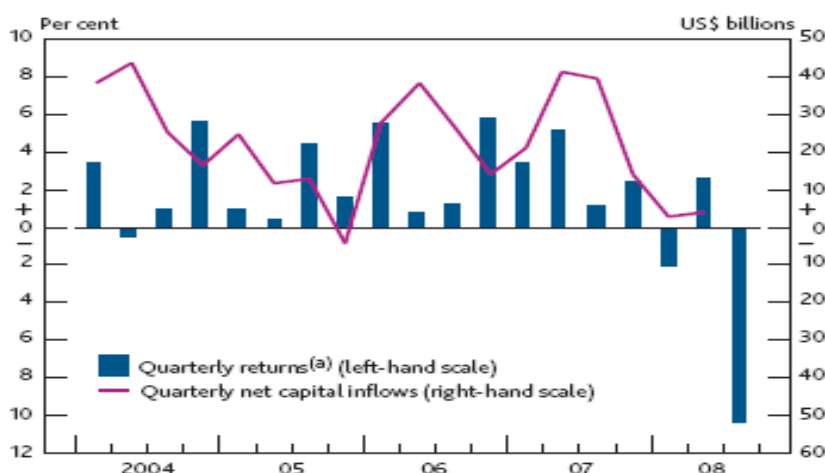
(b) Five-year senior credit default swaps.

(c) Last closing price before UK Government's announcement of financial support package.

Comme l'indique le Table 5A, cette réduction a été d'autant plus marquée que les banques concernées apparaissaient en septembre plus vulnérables. L'évolution au niveau du cours des actions a été toutefois moins marquée.

Dans une perspective moins immédiate, les banques auront à allonger la durée de leurs financements en réduisant leur dépendance à l'égard du secteur public, à accroître la proportion de leur base de dépôts par rapport à leurs encours de prêts, à constituer un plus large « coussin » en titres liquides.

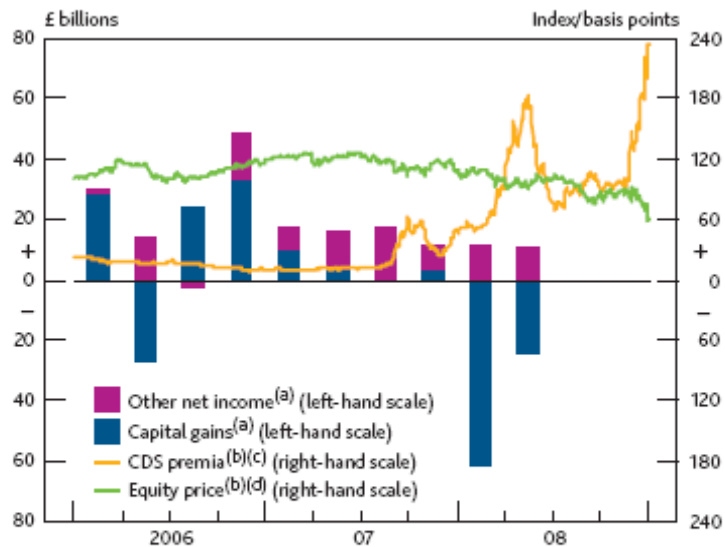
Chart 5.6 Hedge fund returns and net capital inflows



Sources: Bloomberg, CSFB/Tremont, Lipper (a Thomson Reuters Company) and Bank calculations.

(a) CSFB/Tremont aggregate hedge fund index.

Chart 5.7 UK insurance company net income and financial indicators



Sources: ONS, Thomson Datastream and Bank calculations.

(a) UK long-term insurance funds. 2008 Q3 not yet available.

(b) Data to close of business on 20 October 2008.

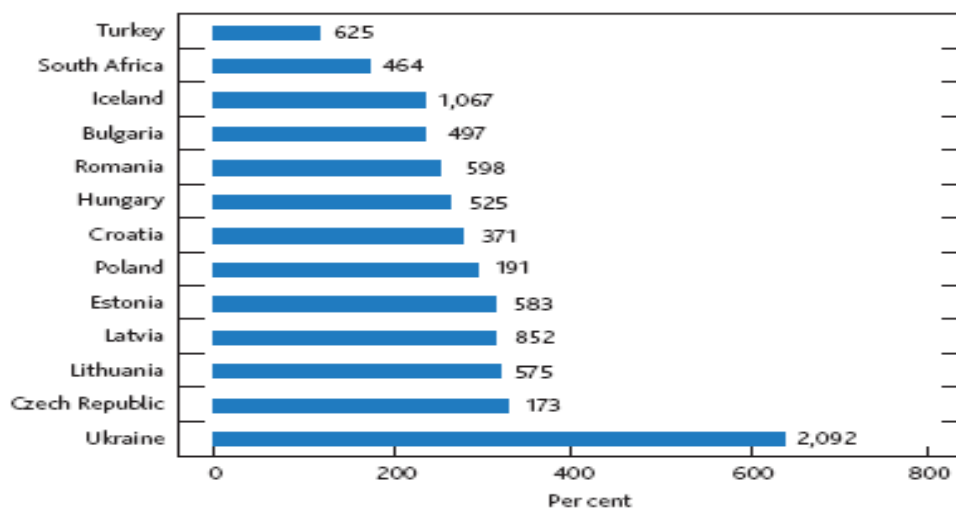
(c) UK insurance sector five-year senior CDS index spread.

(d) Index: 1 January 2006 = 100.

En ce qui concerne les autres acteurs financiers :

- le Chart 5.6 fait apparaître l'ampleur des retraits sur les *hedge funds* à partir de septembre 2008,
- le Chart 5.7 la détérioration à partir de la même date des indicateurs financiers concernant les compagnies d'assurance,
- le Chart 5.8 l'élargissement des primes de risque sur les pays émergents entre avril 2008 et octobre 2008, les portant à plus de 1000 pour l'Islande et à plus de 2000 pour l'Ukraine.

Chart 5.8 Proportionate changes in selected sovereign credit default swap premia since April Report^{(a)(b)}



Sources: Thomson Datastream and Bank calculations.

(a) Data to close of business on 20 October 2008.

(b) Labels on bars show five-year senior CDS spreads on 20 October in basis points.

Table 5.C Expansion of central banks' balance sheets and availability of government guarantees on banks' wholesale funding

	Pre-crisis ^(a)	Latest ^(b)		Pre-crisis ^(a)	Latest ^(b)
Central bank open market operations			Other new market-wide facilities		
Board of Governors of the Federal Reserve (US\$ billions)	20	343	Board of Governors of the Federal Reserve (US\$ billions) ^(g)	-	257
Repurchase agreements	20	80	ABC ^(h) Money Market Mutual Fund Facility	-	123
Term Auction Facility	-	263	Primary Dealer Credit Facility	-	134
European Central Bank (€ billions)			Government guarantees of banks' wholesale liabilities⁽ⁱ⁾		
Main refinancing operations ^(c)	438	739	United States (US\$ billions)	-	1,400
Longer-term refinancing operations	288	292	Euro area (€ billions)	-	820 ^(j)
Bank of England (£ billions)	150	447	United Kingdom (£ billions)	-	250
Short-term repurchase agreements	46	104			
Longer-term repurchase agreements	31	0			
	15	104			
Collateral swaps			Sources: Bank of England, Board of Governors of the Federal Reserve, European Central Bank and press releases.		
Board of Governors of the Federal Reserve Term Securities Lending Facility (US\$ billions)	-	198 ^(d)	(a) 22-27 June 2007.		
Bank of England Special Liquidity Scheme (£ billions available)	-	200 ^(e)	(b) Latest available at close of business on 20 October 2008.		
US dollar swap lines			(c) Includes fine-tuning operations and marginal lending facility.		
Provided by Board of Governors of the Federal Reserve (US\$ billions)	-	Unlimited	(d) Outstanding amount to date (up to US\$200 billion is available).		
of which to European Central Bank (US\$ billions)	-	236 ^(f)	(e) At least this amount available.		
of which to Bank of England (US\$ billions)	-	89 ^(f)	(f) Outstanding amount to date.		
			(g) Outstanding amounts to date. The Federal Reserve also announced a new Commercial Paper Funding Facility and Money Market Investor Funding Facility in October 2008. These are not yet operational, so are not reflected in the table.		
			(h) Asset-backed commercial paper.		
			(i) Covering money market borrowing and term debt.		
			(j) All euro-area bank guarantees cover debt issued until end-2009, except Belgium (October 2009) and Spain (details known only for 2008). In addition, Ireland has offered unlimited guarantees.		

Comme le montre le Table 5.C, le niveau des opérations d'*open market* des banques centrales est passé de juin 2007 à octobre 2008, de 20 à 343 milliards \$ pour la Fed, de 438 à 739 milliards € pour la BCE et de 46 à 104 milliards £ pour la Banque d'Angleterre.

Par ailleurs, se sont mis en place de nouvelles facilités monétaires au niveau de la Fed pour un montant total de 257 milliards \$, cependant que les garanties gouvernementales apportées aux emprunts des banques atteignaient 1.404 milliards \$ aux Etats-Unis, 250 milliards £ au Royaume Uni et 820 milliards € pour la zone euro.

SECTION 6 – THE MEDIUM TERM AGENDA

La restauration d'un système financier et monétaire viable, compétitive, solide doit résulter d'une concertation internationale assez large.

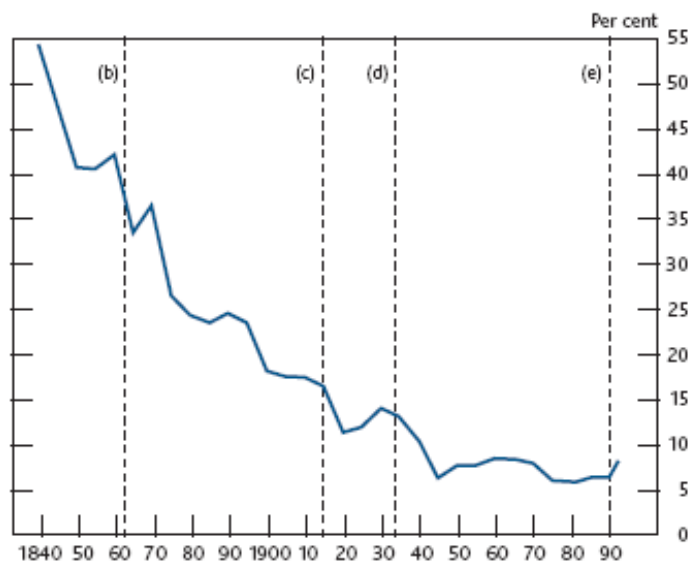
Mais déjà apparaissent les changements nécessaires pour accroître la résistance du système :

- des instruments macroéconomiques (des *capital requirements* plus élevés) pour aborder en meilleure position une nouvelle crise dans le futur (un ratio maximum pour l'effet de levier global, un provisionnement dynamique) ;
- une meilleure prise en compte des risques, y compris les risques systémiques, à tous les niveaux ;

- une qualité des fonds propres (les titres hybrides...) à améliorer ; une attention particulière étant à cet égard portée aux institutions systémiquement importantes ;
- des normes de liquidité mieux adaptées ;
- une législation renforçant les dispositifs nationaux de gestion de crise ;
- un renforcement corrélatif de la gestion internationale des crises.

En outre de tels changements devraient s'inscrire dans une perspective de maintien des disciplines de marché, de transparence accrue et de renforcement, là où cela est nécessaire, des infrastructures de marché.

Chart 6.1 Long-run capital levels for US commercial banks 1840–1993^(a)

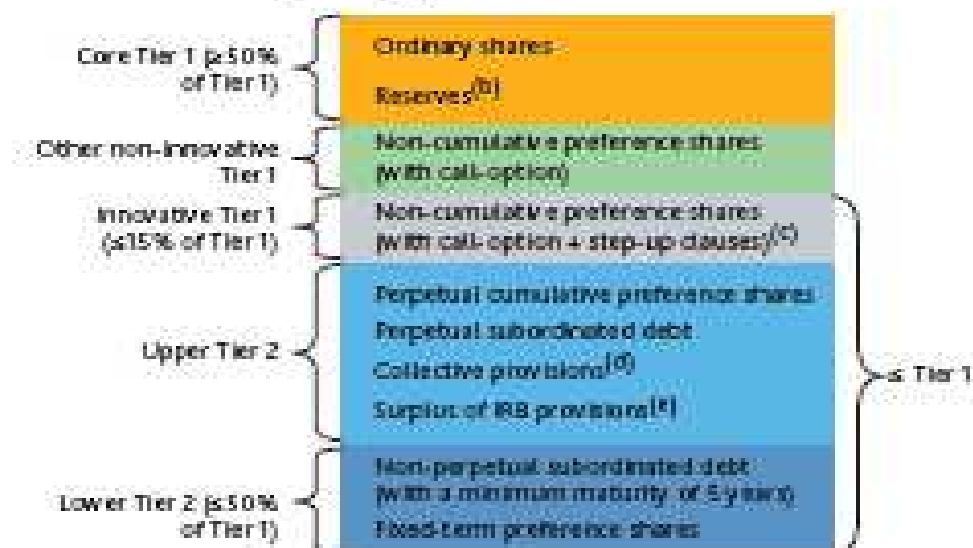


Source: Berger, A, Herring, R and Szegö, G (1995), 'The role of capital in financial institutions', *Journal of Banking and Finance*, pages 393–430.

- (a) Equity as a percentage of assets (ratio of aggregate dollar value of bank book equity to aggregate dollar value of bank book assets).
- (b) National Banking Act 1863.
- (c) Creation of Federal Reserve 1914.
- (d) Creation of Federal Deposit Insurance Corporation 1933.
- (e) Implementation of Basel risk-based capital requirements 1990.

Comme l'indique le graphique 6.1, le niveau des fonds propres des banques américaines en pourcentage de leurs actifs totaux a été relativement stable, aux environs de 7 % dans les trois dernières décennies, après une chute continue au cours des décennies antérieures.

Chart 6.2 Key components of Tier 1 and Tier 2 capital and relevant regulatory limits under Pillar 1^(a)



Source: General Prudential Sourcebook for Banks, Building Societies, Insurers and Investment Firms, PSA.

- (a) Limits are expressed in terms of Tier 1 which excludes Tier 1 innovative instruments and also deducts investments in own shares, intangible assets and other specific Tier 1 deductions.
- (b) Includes non-repayable capital contributions and externally verified interim net profits after prudential filters (eg losses arising from valuation adjustments).
- (c) A step-up clause allows an increase in the coupon rate beyond a specific date.
- (d) Provisions that cannot be identified to specific transactions and correspond to portfolios under the standardised approach.
- (e) The positive difference between the level of provisions and the level of expected losses associated with portfolios under the internal ratings-based (IRB) approach.

Le graphique 6.2 précise les types de composantes des fonds propres pris en compte dans la détermination du numérateur des ratios d'adéquation du capital, au titre de Bâle II.

La période qui s'est écoulée entre le *Financial Stability Report* d'avril 2008 et celui d'octobre 2008 a été caractérisée par une instabilité financière exceptionnelle. Des mesures systémiques de grande ampleur ont dû être mises en place au Royaume Uni et internationalement. Mais l'ampleur de ces concours publics, et des interventions récentes des banques centrales, poseront des problèmes difficiles de transition pour les banques, qui auront, dans le moyen terme, à reconstruire des bilans viables. Et, à plus long terme, est désormais posé le problème d'une révision fondamentale des sauvegardes réglementaires actuellement mises en place pour atténuer les risques systémiques à l'intérieur du système financier.

L.

PRESENTATION DES ANALYSE DU FMI

GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, octobre 2008

FINANCIAL STRESS AND DELEVERAGING

EXECUTIVE SUMMARY

La crise financière s'est accentuée en septembre 2008 : pertes s'accroissant ; chute des prix des actifs ; recul de l'activité économique. Le processus de *deleveraging*, décrit dans le rapport d'avril 2008, s'est accéléré et est devenu désordonné : forte baisse des actions des institutions financières ; augmentation des coûts de financement et de protection contre les défauts ; prix des actifs déprimés. Cette situation a entraîné la faillite d'institutions et des interventions ponctuelles des pouvoirs publics qui n'ont pas restauré la confiance et, finalement, le marché monétaire global s'est pratiquement fermé. Le moment est venu d'une approche globale concertée, se traduisant par un engagement collectif et public des autorités des pays concernés, fondé sur des mesures du type suivant : restaurer la liquidité, injecter des fonds propres, soutenir la valeur des actifs dépréciés par des interventions publiques, en direction d'un système financier stable et viable, en assurant aux concours publics un caractère temporaire et en promouvant une coopération internationale étroite.

Pour que les crédits au secteur privé continuent de s'accroître, le GFSR estime à 675 milliards \$, sur les plus prochaines années, les besoins en fonds propres des principales banques mondiales, ce qui devrait entraîner des apports publics en fonds propres, comportant un retour sur investissement pour le contribuable et une incitation à des apports privés concomitants, tout en acceptant des processus ordonnés de traitement des cas de défaillance. Simultanément des rachats d'actifs compromis, dans les pays où les banques sont très exposées à de tels actifs, notamment ceux qui ont été titrisés, pourraient intervenir ainsi qu'un recours plus marqué au jugement dans l'application des règles de *mark to market* (ce qui impliquerait un grand degré de transparence et de supervision pour ne pas altérer la confiance dans les bilans des institutions).

Simultanément au niveau du financement des banques et donc de leur liquidité, outre les interventions des Banques centrales, auront à être envisagées la mise en place de contreparties centrales sur les marchés monétaires, une extension des

garanties données aux déposants et, si nécessaire, des garanties publiques apportées aux dettes bancaires à court et moyen terme.

Et déjà, sous des formes variées, beaucoup de pays sont intervenus en ce sens. Il reste à coordonner et à renforcer ces efforts, dans une perspective à moyen terme où serait simultanément révisé le cadre actuel de la régulation.

CHAPITRE 1 – ASSESSING RISKS TO THE GLOBAL FINANCIAL STABILITY

Aux Etats Unis, où les taux de défaut n'ont pas encore atteint leur niveau maximum, et compte tenu de l'aggravation récente de la crise, les pertes sur prêts et actifs sécurisés pourraient atteindre 1.400 milliards \$, chiffre très supérieur aux estimations du GSFR d'avril 2008. La levée de fonds propres sur les marchés qu'appelle une telle situation est désormais compromise et les banques sont de ce fait conduites à réduire leur *leverage* (un *deleveraging* impliquant des cessions d'actifs, une moindre croissance des prêts, un changement des *business models* des banques, ce dont a attesté la disparition aux Etats Unis du concept de *pure investment banking*). Un processus similaire prend place pour des institutions financières non bancaires, tels les *hedge funds*, les fonds monétaires mutuels et revêt désormais une dimension internationale élargie, en direction des pays émergents et des pays en développement.

Beaucoup de réponses doivent être apportées par les acteurs privés eux-mêmes : maintenir un processus ordonné de *deleveraging* ; renforcer le système de gestion des risques ; améliorer les techniques d'évaluation et de communication, en prenant en compte les *guidelines* établies par le Forum de stabilité financière ; développer des mécanismes de clearing et de règlement-livraison sur les produits OTC, notamment les *credit default swaps*.

CHAPITRE 2 – STRESS IN BANK FUNDING MARKETS AND IMPLICATION FOR MONETARY POLICY

Face au gel du marché interbancaire mondial, outre une amélioration souhaitable des conditions de fixation des taux directeurs sur le marché, le Libor (et l'Eurolibor), les taux Libor sous tendant plus de 400.000 milliards £ de contrats dérivés. La défiance mutuelle est au cœur de l'élargissement des *spreads* Libor-OIS (*Overnight Index Swap*) sur le dollar, phénomène transmis, à travers les opérations de swaps à l'Euribor-OIS et au Libor-OIS sur le sterling.

Simultanément sont à l'œuvre des évolutions structurelles dans le financement des banques : rôle croissant des non-banques ; refinancement bancaire davantage fondé sur des opérations à court terme sur les marchés, la part des dépôts stables se réduisant ; usage plus large des marchés globaux de refinancement.

Le rapport recommande d'apporter de premières remèdes à cette situation : une amélioration des infrastructures du marché, portant notamment sur la fixation du Libor ; une attention accrue apportée par les autorités aux risques de crédit et de liquidité ; une transition ordonnée du dispositif actuel du financement pour les banques conduites à un financement par le marché lui-même ; une coopération renforcée entre banques centrales, s'accompagnant d'une convergence de leurs modes d'intervention.

CHAPITRE 3 – FAIR VALUE ACCOUNTING AND PROCYCLICALITY

Depuis le début de la crise, le rôle du *fair value accounting* a été mis en cause pour son rôle pro cyclique.

Une comparaison de l'effet comptable de différents chocs pour cinq types représentatifs d'institutions financières a été conduite. Elle confirme bien la procyclicité (dans les deux sens) des nouvelles normes comptables, ce qui signifie que, si la *fair value* est la voie de l'avenir, des ajustements méthodologiques sont à envisager pour y remédier. Mais ces ajustements doivent prendre en compte trois recommandations :

- assurer une information complète sur les méthodes d'évaluation, y compris sur les variations de la *fair value*, les techniques de modélisation et les hypothèses qui les sous tendent pour que les utilisateurs puissent juger de manière appropriée les risques de l'institution ;
- renforcer les fonds propres (un coussin de 30% à 40% par rapport au niveau normal ?) et les processus (à travers un *forward looking provisioning* ;
- fournir fréquemment des informations ciblées sur les risques, de manière à répondre aux différents types de demandes des utilisateurs.

CHAPITRE 4 – SPILLOVER TO EMERGING EQUITY MARKETS

Les pays émergents n'ont pas été au premier rang dans la crise mais leur vulnérabilité ne doit pas être sous estimée, les différentes études de corrélation montrant que le rôle des évolutions extérieures sur l'évolution des marchés domestiques des actions s'est accru, avec ses effets potentiels sur la consommation et l'investissement.

Afin que ces marchés soient, à moyen terme, plus résistants, les recommandations suivantes paraissent appropriées :

- élargir et diversifier la base des investisseurs, en direction des compagnies d'assurance et des fonds de pension, aux horizons d'investissement à long terme ;

- supprimer les entraves à la formation des cours (la *price discovery*) qui peuvent entraîner des délais dans l'information, ou les limites assignées aux mouvements des cours ;
- développer les infrastructures de marché (les règles légales, la régulation, les règles prudentielles) ;
- améliorer le fonctionnement des marchés actions, en élargissant, de manière progressive, la gamme des instruments financiers négociés.

*

Prenant en compte les analyses ici présentées, et ses recommandations présentées dans le rapport d'avril 2008, qui demeurent d'actualité, le FMI continuera à collaborer avec le FSF, à évaluer les progrès accomplis et à assister ses membres à travers sa surveillance bilatérale, y compris les *Financial Sector Assessment Programms* (les FSAPs) et l'assistance technique.

ANNEXE AU RAPPORT

La *Global Financial Stability map* régulièrement présentée dans les rapports semestriels et qui représente graphiquement l'évolution de cinq critères (risques macroéconomiques, conditions monétaires et financières, tendance à la prise des risques, risques de marché et de liquidité, risques de crédit, risques sur les pays émergents) a été sur les six derniers mois défavorable sur l'ensemble des critères à deux exceptions près : les conditions monétaires et financières (grâce à la baisse des taux directeurs des banques centrales) et la prise de risque (les acteurs étant devenus plus prudents). En sens inverse l'index *funding and market liquidity* sur une base 100 en 1996 est passé à l'indice 300 en avril 2007 et après être revenu aux environs de 200 début 2008 est remonté jusqu'à 400 en septembre 2008. En outre les retraits subis par les *money market funds* et leur retour vers des titres publics ont tari leurs apports de liquidité au marché interbancaire et en matière de crédit aux entreprises. Face aux risques d'illiquidité, les Banques centrales ont eu à intervenir massivement (cf. tableaux joints). Simultanément, les refinancements apportés par la titrisation se sont fortement réduits ; de 790 milliards \$ en 2006 à 614 en 2007 et à 180 en 2008, en rythme annuel, aux Etats Unis (*Home Equity Loans, CMBS, credit card, student loans*), et de 308 milliards \$ en 2006 à 250 en 2007 et 0 en 2008 en Europe (RMBS et CMBS). Enfin, en Europe, l'importance des flux transfrontières (des *cross border liabilities* atteignant, en pourcentage du PIB, environ 100% en France et en Allemagne) mais 300% en Belgique et au Pays Bas et 400% en Suisse, 0% en Espagne) s'est révélée un facteur de vulnérabilité.

Simultanément la dépréciation des actifs titrisés, et la montée des défauts sur prêts, conduit à réviser à la hausse les estimations de pertes potentielles présentées en avril avec les données comparatives suivantes :

ESTIMATIONS DES PERTES POTENTIELLES DU SECTEUR FINANCIER (1)
(en milliards \$)

	avril 2008	octobre 2008
Prêts aux Etats Unis	225	425 (dont banques 275, autres 150)
Dépréciations liées au <i>mark to market</i> de titres	720	960 (dont banques 500, assurance 180, autres 280)
Total	945	1.405 (dont banques 775, assurance 205, autres 525)

(1) Publié postérieurement aux réunions du FMI, le *Financial Stability Report* semestriel de la Banque d'Angleterre (27 octobre 2008) fait état, pour ce champ couvert plus large géographiquement que celui couvert par le FMI, et en précisant qu'un tiers à la moitié de ces pertes potentielles pourraient s'effacer dans les plus prochaines années, des estimations suivantes.

Banque d'Angleterre	Estimations avril 2008	Estimations octobre 2008
Total (en milliards \$)	1.400	2.800
UK prime RBMS	(12)	(25)
UK investment grade corporate bonds	(70)	(130)
US investment grade corporate bonds	(120)	(900)
US high yield corporate bonds	(115)	(370)

Désormais, selon les critères de pourcentage des pertes des banques par rapport au PIB, la crise actuelle est la plus importante jamais éprouvée, à 35% du PIB contre 10% lors de la crise asiatique (1998-1999), 15% lors de la crise japonaise (1990-1999) et 5% lors de la crise du S and L aux Etats Unis (1986-1995)

Malgré des opérations de recapitalisation (420 milliards \$ au total du 3^{ème} trimestre 2007 au 3^{ème} trimestre 2008, à comparer à des dépréciations d'actifs atteignant 550 milliards \$ sur la même période) et des cessions d'actifs, les ratios de fonds propres aux risques (totaux ou pondérés) dans les banques ont été ramenés respectivement à 5% pour les banques américaines et 3% pour les banques européennes, et à 6% pour les banques européennes et à 7% pour les banques américaines.

Parallèlement, les cours des actions bancaires ont chuté en bourse, avec des capitalisations revenues dans la plupart des pays de 1,5 à 1 fois la valeur nette comptable aux Etats Unis. Sur une base 100 en janvier 2007, l'indice S&P 500 s'établissait à 80 en septembre 2008, tous secteurs confondus et à 50 pour le secteur des acteurs financiers.

Table 1.1. Estimates of Financial Sector Potential Writedowns*(In billions of U.S. dollars)*

	Base Case Estimates of Writedowns on U.S. Loans			Writedowns on U.S. Loans				
	Outstandings	April estimated losses	October estimated losses	Banks	Insurance	Pensions/Savings	GSEs and government	Other (hedge funds, etc.)
Subprime	300	45	50	35-40	0-5	0-5	—	10-15
Alt-A	600	30	35	20-25	0-5	0-5	—	5-10
Prime	3,800	40	85	25-30	0-5	0-5	45-55	0-5
Commercial real estate	2,400	30	90	60-65	5-10	0-5	—	10-20
Consumer loans	1,400	20	45	30-35	0-5	0-5	—	10-15
Corporate loans	3,700	50	110	80-85	0-5	0-5	—	25-30
Leveraged loans	170	10	10	5-10	0-5	0-5	—	0-5
Total for loans	12,370	225	425	255-290	5-40	0-35	45-55	60-100
	Base Case Estimates of Mark-to-Market Losses on Related Securities			Losses on Securities				
	Outstandings	April estimated mark-to-market losses	October estimated mark-to-market losses	Banks	Insurance	Pensions/Savings	GSEs and government	Other (hedge funds, etc.)
ABS	1,100	210	210	100-110	40-45	35-55	10-15	10-25
ABS CDOs	400	240	290	145-160	55-75	30-45	15-20	15-30
Prime MBS	3,800	0	80	20-25	10-15	10-20	20-25	0-5
CMBS	940	210	160	80-90	20-25	15-35	10-20	15-20
Consumer ABS	650	0	0	—	—	—	—	—
High-grade corporate debt	3,000	0	130	65-75	20-30	20-35	—	5-20
High-yield corporate debt	600	30	80	45-50	10-15	15-20	—	5-15
CLOs	350	30	30	15-20	0-5	0-5	—	5-10
Total for securities	10,840	720	980	470-530	155-210	125-215	55-80	55-125
Total for loans and securities	23,210	945	1,405	725-820	160-250	125-250	100-135	115-225

Sources: Goldman Sachs; JPMorgan Chase & Co.; Lehman Brothers; Markit.com; Merrill Lynch; and IMF staff estimates.

Note: The prime residential loans category includes a portion of GSE-backed mortgage securities. ABS = asset-backed security; CDO = collateralized debt obligation; CLO = collateralized loan obligation; GSE = government-sponsored enterprise; CMBS = commercial mortgage-backed security; MBS = mortgage-backed security.

Les estimations du FMI concernant les *'aggregate writedowns based on global holdings of US originated and securitized mortgage, consumer, and corporate debt'* atteignent, sur une base de valeur de marché, 1,405 milliards \$ en octobre 2008, chiffre à comparer à une estimation de 945 milliards \$ présentée en avril 2008.

Ces développements et les menaces qu'ils représentent pour la survie des banques avaient conduit (avant même la crise de septembre-octobre 2008) la plupart des pays à des apports de fonds publics aux institutions financière (y compris aux Etats Unis, les agences de refinancement hypothécaires, les *government sponsored enterprises*).

Une note annexe (Box 1.3 ci-après) compare, par grandes zones géographiques et par catégories d'apports en fonds propres, les pertes bancaires potentielles et les renforcements des fonds propres des banques déjà intervenues.

Box 1.3. Global Bank Writedowns and Capital-Raising

This box provides greater detail on bank writedowns and capital-raising efforts, as well as the changing nature of banks' investor base.

Since the turmoil started in mid-2007, global writedowns at banking institutions have totaled roughly \$580 billion through September 2008. They have been concentrated in a few banks, with the three largest losers accounting for around 30 percent, and the 20 largest around three-quarters, of the total. About 95 percent of the writedowns were reported by North American and European banks, with only a small amount reported by Asian firms. Over the same period, capital raised has totaled \$430 billion and has been similarly concentrated in a small number of institutions in the United States and Europe (see first figure).

The form of capital that was raised changed during this period (see second figure). At

first, a substantial portion was in the form of hybrid securities, which combine elements of debt and equity.¹ These were attractive to issuers, as they are tax efficient, do not dilute common—shareholders, and partly count toward—regulatory capital. They were seen as signaling to the market that the bank was in a strong position (in contrast to common equity issuance), and offered investors the security of a bond, with some element of upside potential. However, hybrid capital has become less attractive in recent months as regulators, rating agencies, and investors have grown less comfortable with its high share within total capital.² Recently issued hybrid instruments

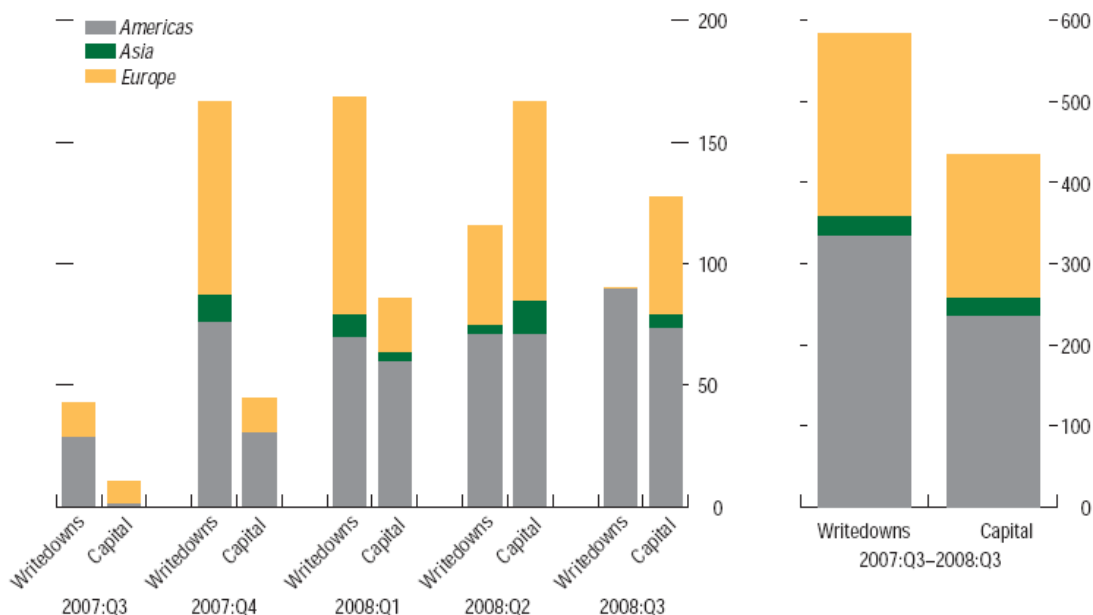
¹These include preferred and preference shares, trust preferred securities, deferrable coupon securities, and various convertible securities.

²Beginning in 2009, U.S. banks will be limited to a maximum of 25 percent trust preferred capital to Tier 1 capital (and 15 percent for internationally active banks).

Note: The authors of this box are Ana Carvajal, Antonio Garcia Pascual, and Xiongtao Huang.

Bank Writedowns and Capital Raised

(In billions of U.S. dollars)



Source: Bloomberg L.P.

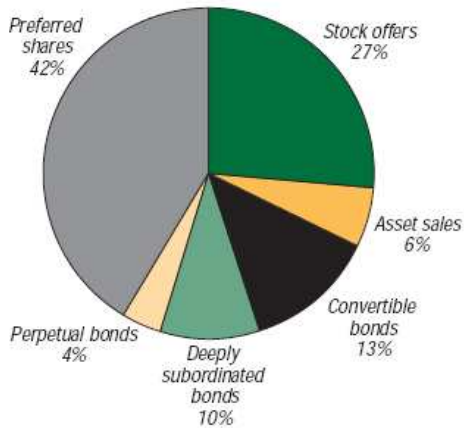
Box 1.3 (concluded)

Capital Raised by Type of Instrument

(In percent)

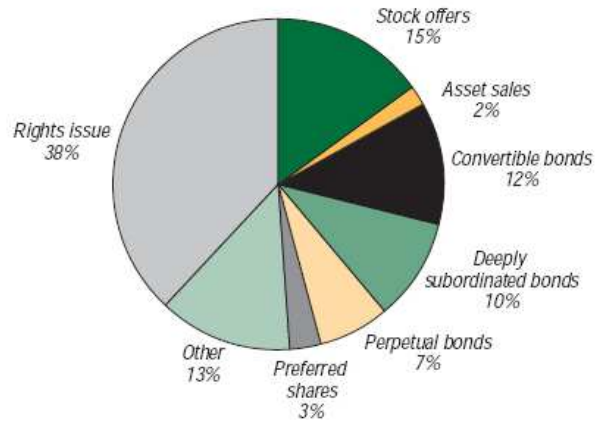
North American Banks

(\$178 billion)



European Banks

(\$153 billion)



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

carry considerably higher spreads than those issued before the crisis. For example, deeply subordinated bonds issued by some of the affected institutions were paying yields of 7.5

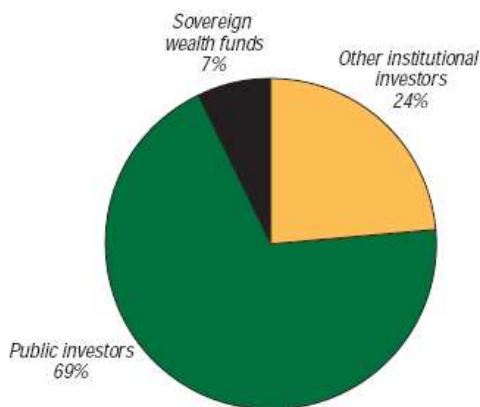
to 8.5 percent (spreads of 300 to 400 basis points over U.S. treasuries), compared with around 6 percent (or about 100 basis points over treasuries) before the crisis.

Capital Raised by Source

(In percent)

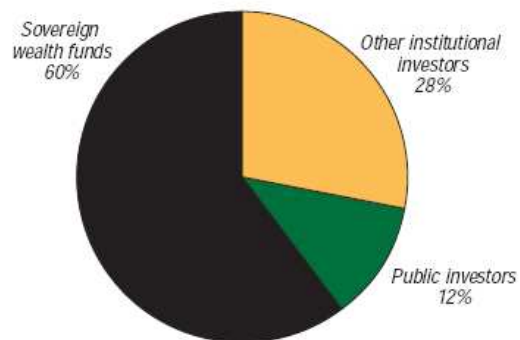
January 2008–July 2008

(\$300 billion)



July 2007–December 2007

(\$56 billion)



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

M.

LES PREVISIONS DU FMI, *WORLD ECONOMIC OUTLOOK*, octobre 2008

FINANCIAL STRESS, DOWNTURNS AND RECOVERIES

EXECUTIVE SUMMARY

L'économie mondiale est confrontée à un choc financier majeur, le plus important depuis les années 30. En termes économiques, la croissance s'est fortement ralentie en 2008, année qui a en outre enregistré une accélération de l'inflation, et une reprise, modérée, n'est pas envisagée avant la deuxième moitié de 2009.

Face à la crise financière, les autorités américaines et européennes ont adopté dès septembre des mesures extraordinaires (apports de liquidité, soutien aux banques en difficulté, extension de la garanties des dépôts, rachats d'actifs), l'évolution future demeurant, début octobre, incertaine. Mais même avec une mise en œuvre réussie des nouveaux programmes d'interventions envisagés, le retour à la stabilité des marchés financiers, à travers un *deleveraging*, fondé notamment sur des apports en capital, ne peut être que progressif.

Des éléments positifs existent cependant : inversion dans l'évolution du prix des matières premières, et notamment du pétrole ; stabilisation possible du marché de l'immobilier aux Etats Unis ; résistance, atténuée mais présente, des grandes économies émergentes. Dans ces conditions, le scénario de base fait apparaître en octobre 2008 les différentes suivantes avec le scénario présenté en juillet 2008.

	2006	2007	2008	2009	Ecart (1)	
					2008	2009
Monde	5,1	5,0	3,9	3,0	-0,2	-0,9
Pays avancés	3,0	2,6	1,5	0,5	-0,2	-0,9
(dont Etats Unis)	2,8	2,0	1,6	0,1	0,3	-0,7
(Japon)	2,4	2,1	0,7	0,5	-0,8	-1,0
(Royaume Uni)	2,8	3,0	1,0	-0,1	-0,8	-1,8
(Zone euro) (2)	2,8	2,6	1,3	0,2	-0,4	-1,0
Pays émergents et en développement	7,9	8,0	6,9	6,1	-	-0,6
(dont Russie)	7,4	8,1	7,0	5,5	-0,7	-1,8
(Chine)	11,6	11,9	9,7	9,3	-	-0,5
(Inde)	9,8	9,3	7,9	6,9	-0,1	-1,1
(Brésil)	3,8	5,4	5,2	3,5	0,3	-0,5

(1) Par rapport aux prévisions FMI de juillet.

(2) dont Allemagne 1,8 en 2008 et 0,0 en 2009 (soit - 0,2 et - 1,0) et France 0,8 en 2008 et 0,2 en 2009 (soit - 0,8 et - 1,2).

Dans ce contexte, les décideurs politiques ont à la fois à stabiliser le système financier et à veiller à une évolution économique plus favorable de leurs économies. Il y aura en particulier à concilier les efforts budgétaires à consentir au niveau du système bancaire (rachat d'actifs compromis, recapitalisation, restauration de la liquidité sur les marchés) et les intérêts des contribuables et à veiller à ce que la tendance récente à une diffusion plus rapide de la crise bancaire aux entreprises non financières, en termes de niveau de *spreads* et de disponibilité et de coût du crédit, ne s'accroisse pas. Une croissance se situant en dessous de son potentiel et une inflation mondiale en voie de diminution ouvrent à cet égard des opportunités en matière de baisse des taux d'intérêt, notamment au Royaume Uni. Au niveau des politiques budgétaires, les stabilisateurs automatiques ont à jouer leur rôle, complété, si nécessaire, dans les pays disposant d'une marge de manœuvre, par des actions budgétaires et fiscales additionnelles. Enfin une plus grande liberté dans les régimes de change peut se révéler appropriée pour apporter des réponses flexibles aux effets des mouvements internationaux de capitaux.

Simultanément, il y aura à répondre, si possible collectivement, à un certain nombre de défis : améliorer la régulation du système financier en mettant l'accent sur les exigences en matière de capitaux propres, de liquidité et de transparence en étendant la régulation au delà du secteur bancaire traditionnel et en réexaminant et renforçant les procédures internationales de traitement des crises ; rééquilibrer l'évolution relative de l'offre et de la demande du pétrole et d'autres matières premières ; remédier aux déséquilibres mondiaux dans le prolongement des recommandations de la stratégie multilatérale proposée par le Fonds en 2006 et 2007 ; consolidation budgétaire aux Etats Unis ; réévaluation de la monnaie chinoise ; modération de la croissance de la demande interne dans les pays du Moyen Orient, exportateurs de pétrole ; politique de réforme des marchés de biens et du marché du travail, au Japon et en Europe, en soutien d'une croissance potentielle plus forte. Enfin un aboutissement des discussions commerciales multilatérales (le cycle de Doha) et une acceptation partagée du rôle des fonds souverains, après l'adoption récente par eux des principes de Santiago, contribueraient au maintien d'un nécessaire climat d'ouverture et de confiance dans les relations internationales.

*

Après l'accentuation en septembre-octobre de la crise bancaire, les perspectives d'un rebond de la conjoncture, aujourd'hui déprimée, se sont éloignées dans le temps. Un élément fondamental à cet égard est l'évolution à venir du marché immobilier⁶ qui, par son effet sur le secteur de la construction et sur « l'effet de richesse » et donc sur la consommation des ménages est une composante très

⁶ Sur lequel, selon le FMI, persistent, par rapport aux évolutions tendanciennes, des surprises de l'ordre de 30% en Irlande, de 20% au Royaume Uni, de 10% à 20% en France, en Espagne, dans les pays du Bénéluxien, par ordre décroissant des surprises.

négalive de l'évolution actuelle et prochaine. La réduction progressive des tensions sur le marché interbancaire devrait progressivement contribuer à remédier à cette évolution et plus généralement à diffuser des éléments de soutien à l'activité économique.

Au total, ce n'est qu'au 2^{ème} semestre 2009 qu'une reprise pourrait s'engager, conduisant, du 4^{ème} trimestre 2008 au 4^{ème} trimestre 2009, à une croissance de 1,0% (contre 0,7% du 4^{ème} trimestre 2007 au 4^{ème} trimestre 2008), pour les économies avancées, dont 0,4% (après 0,8%), aux Etats Unis, 0,6% (après 0,4%) dans la zone euro, 0,9% (après 0,2%) au Japon et 6,5% (après 6,1%) dans les pays émergents ou en développement, soit au niveau mondial +3,2%.

Mais, par rapport à ces prévisions, de grands facteurs d'incertitudes demeurent concernant notamment les risques de prolongement sur l'ensemble de l'année 2009 de la crise de l'immobilier et de poursuite d'une attitude restrictive des banques en matière de crédit aux entreprises et aux ménages. En sens inverse, par rapport au scénario de base, peuvent jouer en faveur des économies avancées l'allègement de la facture pétrolière bénéficiant notamment aux ménages, en soutien de la consommation et donc de la demande intérieure et, pour les pays émergents ou en développement, le desserrement corrélatif des contraintes extérieures, au moins dans les pays qui n'ont pas fondé leur expansion dans les années récentes sur l'endettement international.

ANNEXE AU RAPPORT

Sont par ailleurs reproduits dans le *WEO* et ses annexes, le détail des prévisions de croissance par pays en 2008-2009 (Table 1.1, ci-après).

De même, sont rappelées par ailleurs les nouvelles orientations du FMI en matière de pertes potentielles des banques parues in *Global Financial Stability report, Financial stress and deleveraging* d'octobre 2008 (cf. supra pp. 120-121).

Table 1.1. Overview of the World Economic Outlook Projections*(Percent change, unless otherwise noted)*

	Year over Year						Q4 over Q4		
	2006	2007	Projections		Difference from July 2008 WEO Projections		Estimates	Projections	
			2008	2009	2008	2009	2007	2008	2009
World output¹	5.1	5.0	3.9	3.0	-0.2	-0.9	4.8	2.8	3.2
Advanced economies	3.0	2.6	1.5	0.5	-0.2	-0.9	2.6	0.7	1.0
United States	2.8	2.0	1.6	0.1	0.3	-0.7	2.3	0.8	0.4
Euro area	2.8	2.6	1.3	0.2	-0.4	-1.0	2.1	0.4	0.6
Germany	3.0	2.5	1.8	—	-0.2	-1.0	1.7	0.7	0.6
France	2.2	2.2	0.8	0.2	-0.8	-1.2	2.2	-0.1	0.8
Italy	1.8	1.5	-0.1	-0.2	-0.6	-0.7	0.1	-0.1	0.2
Spain	3.9	3.7	1.4	-0.2	-0.4	-1.4	3.2	0.1	0.1
Japan	2.4	2.1	0.7	0.5	-0.8	-1.0	1.4	0.2	0.9
United Kingdom	2.8	3.0	1.0	-0.1	-0.8	-1.8	2.9	-0.3	0.7
Canada	3.1	2.7	0.7	1.2	-0.3	-0.7	2.8	0.3	1.7
Other advanced economies	4.5	4.7	3.1	2.5	-0.2	-0.8	5.0	2.0	3.7
Newly industrialized Asian economies	5.6	5.6	4.0	3.2	-0.2	-1.1	6.1	2.6	5.4
Emerging and developing economies ²	7.9	8.0	6.9	6.1	—	-0.6	8.5	6.1	6.5
Africa	6.1	6.3	5.9	6.0	-0.5	-0.4	...	...	...
Sub-Saharan	6.6	6.9	6.1	6.3	-0.5	-0.5	...	...	...
Central and eastern Europe	6.7	5.7	4.5	3.4	-0.1	-1.1	...	...	...
Commonwealth of Independent States	8.2	8.6	7.2	5.7	-0.6	-1.5	...	...	...
Russia	7.4	8.1	7.0	5.5	-0.7	-1.8	9.5	5.9	5.8
Excluding Russia	10.2	9.8	7.6	6.2	-0.2	-0.8	...	...	...
Developing Asia	9.9	10.0	8.4	7.7	—	-0.7	...	...	...
China	11.6	11.9	9.7	9.3	—	-0.5	11.3	9.2	9.4
India	9.8	9.3	7.9	6.9	-0.1	-1.1	8.9	7.2	6.9
ASEAN-5	5.7	6.3	5.5	4.9	-0.1	-1.0	6.6	4.7	5.7
Middle East	5.7	5.9	6.4	5.9	0.2	-0.1	...	...	...
Western Hemisphere	5.5	5.6	4.6	3.2	0.1	-0.4	...	...	...
Brazil	3.8	5.4	5.2	3.5	0.3	-0.5	6.2	3.9	3.7
Mexico	4.9	3.2	2.1	1.8	-0.3	-0.6	4.2	0.9	2.4
<i>Memorandum</i>									
European Union	3.3	3.1	1.7	0.6	-0.4	-1.1	...	...	...
World growth based on market exchange rates	3.9	3.7	2.7	1.9	-0.2	-0.8	...	...	...
World trade volume (goods and services)	9.3	7.2	4.9	4.1	-1.2	-1.9	...	...	...
Imports									
Advanced economies	7.5	4.5	1.9	1.1	-1.6	-2.3	...	...	...
Emerging and developing economies	14.7	14.2	11.7	10.5	-0.7	-1.1	...	...	...
Exports									
Advanced economies	8.4	5.9	4.3	2.5	-0.7	-1.8	...	...	...
Emerging and developing economies	11.0	9.5	6.3	7.4	-2.0	-1.7	...	...	...
Commodity prices (U.S. dollars)									
Oil ³	20.5	10.7	50.8	-6.3	-13.0	-13.6	...	...	...
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	23.2	14.1	13.3	-6.2	-1.3	-1.0	...	...	...
Consumer prices									
Advanced economies	2.4	2.2	3.6	2.0	0.2	-0.3	3.0	3.3	1.7
Emerging and developing economies ²	5.4	6.4	9.4	7.8	0.3	0.4	6.7	7.9	6.2
London interbank offered rate (percent)⁴									
On U.S. dollar deposits	5.3	5.3	3.2	3.1	0.4	-0.5	...	...	...
On euro deposits	3.1	4.3	4.8	4.2	-0.2	-1.1	...	...	...
On Japanese yen deposits	0.4	0.9	1.0	1.2	-0.1	-0.3	...	...	...

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during August 18–September 15, 2008.

¹The quarterly estimates and projections account for 90 percent of the world purchasing-power-parity weights.

²The quarterly estimates and projections account for approximately 76 percent of the emerging and developing economies.

³Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$71.13 in 2007; the assumed price based on future markets is \$107.25 in 2008 and \$100.50 in 2009.

⁴Six-month rate for the United States and Japan. Three-month rate for the euro area.

N.

**ANALUSE DU RAPPORT DU FINANCIAL STABILITY FORUM,
ENHANCING MARKET AND INSTITUTIONAL RESILIENCE, octobre
2008**

EXECUTIVE SUMMARY

Le FSF avait soumis en avril 2008 au G7 ministériel un rapport contenant un ensemble de recommandations tendant à remédier aux dysfonctionnements que la crise avait fait apparaître et, pour l'avenir, à renforcer le système financier, avec les objectifs suivants : réduction de l'effet de levier ; remèdes apportés aux incitations qui se sont révélées dangereuses ; meilleure surveillance en termes de régulation et de normes prudentielles ; transparence accrue permettant une meilleure identification et gestion des risques.

Depuis lors, la crise a revêtu une ampleur nouvelle, conduisant à des mesures d'urgence exceptionnelles. Dans cet effort conjoint de stabilisation, le FSF s'est concentré sur la mise en œuvre de recommandations qu'il avait soumises en avril 2008 et que le G7 avait approuvées. Un point d'aboutissement fin 2008 avait été retenu pour certaines d'entre elles (renforcement des standards et du contrôle pour l'adéquation des fonds propres et les exigences de liquidité ; standards de gestion des risques ; normes comptables et pratiques d'évaluation). Le FSF entend veiller à ce que ses objectifs soient atteints, d'une manière qui préserve les avantages d'un marché financier mondial intégré et d'une concurrence loyale.

Le FSF se propose en outre de traiter de nouveaux sujets : interaction internationale et compatibilité des réponses et arrangements d'urgence face à la crise ; pratiques en matière de provisionnement ; problèmes de procyclicité ; modes de rémunération et gestion des interactions entre l'effet de levier et la valorisation ; extension de la régulation à des domaines ou acteurs non couverts ; meilleure intégration de la politique macro-économique et de la supervision prudentielle.

*

I. ASSESSMENT OF IMPLEMENTATION PROGRESS

Les actions lancées par le G7 en avril 2008 respectent bien le calendrier proposé par le FSF dans ses recommandations, notamment en ce qui concerne :

- les exigences en capital de Bâle II : le Comité de Bale sur la supervision bancaire et l'Organisation internationale des Commissions de valeurs

proposent de les renforcer dans les *Guidelines for computing capital for incremental risks in the trading book* qu'ils ont présentées en juillet ; le Comité de Bale proposera en outre avant la fin de l'année 2008 des mesures tendant à accroître les exigences en capital pour les opérations de titrisation et les facilités de liquidité à court terme associées aux conduits ABCP (*asset backed commercial paper*) ;

- la gestion de la liquidité : les principes de saine de gestion et supervision des risques de liquidité publiés en septembre relèvent en ce domaine les standards et les « coussins » de sécurité à prévoir ; simultanément est recommandée une pratique plus constante *du stress testing* et une plus grande convergence dans la mise en œuvre de la supervision de la liquidité à l'égard des groupes bancaires transfrontières ;
- la supervision de la gestion des risques : par référence au cadre établi par le FSF en avril, les grandes institutions financières ont accru la transparence de leurs opérations en matière notamment d'exposition aux risques, de valorisation, d'entités hors bilan et de politiques mises en œuvre à ces différents titres ; pour sa part l'IASB (ainsi que la SEC et le FASB), présentera en septembre ses recommandations concernant la meilleure pratique en matière d'évaluation des instruments financiers, en faisant appel davantage au jugement pour les actifs illiquides ; avant la fin de l'année, le Comité de Bâle présentera, au titre du 2^{ème} pilier de la supervision, des recommandations en matière de pratiques d'évaluation, de *corporate governance* et de gestion des risques ;
- des standards révisés seront proposés par l'IASB en ce qui concerne la consolidation des véhicules hors bilan et la prise en compte des risques correspondants, dans une approche appelée à converger avec celle du FASB ;
- les participants au marché se sont engagés à développer, à partir de 2008, de solides facilités centrales de clearing pour les produits dérivés OTC, domaine où doit être recherchée une accélération du calendrier et un renforcement des garanties offertes aux participants ;
- l'adoption et la mise en œuvre par les agences de rating du code de conduite révisé par l'OICV, code soumis à l'examen de l'OICV, qui publiera en janvier 2009 un rapport sur le sujet, l'OICV entend également mettre en place des mécanismes permettant en ce domaine une meilleure coordination entre les régulateurs ; le FSF souhaite en outre que les agences de notation prennent en compte, dans des propositions conjointes, les recommandations du FSF tendant à une information et/ou une notation différenciée pour les produits structurés.

En outre sera recherchée une plus grande réactivité aux risques de la part des superviseurs avec notamment des protocoles établis avant fin 2008 concernant la surveillance des opérations transfrontières des grands groupes financiers internationaux, sous l'égide de collègues de superviseurs.

Enfin, les banques centrales ont mis en œuvre des programmes exceptionnels d'alimentation du marché en liquidité, dans un cadre coordonné, cependant que les autorités examinent, au niveau national, les améliorations à apporter aux dispositifs de gestion des défaillances bancaires. Dans ce dernier domaine, le FSF a initié un projet tendant à définir des principes de gestion pour les crises transfrontières, à présenter en mars 2009, sur la base notamment des analyses du Comité de Bale qui conduit une analyse, à présenter en décembre 2008, de la répartition des responsabilités, de la compatibilité des pratiques, et des améliorations concevables dans la recherche d'une approche commune.

Dans tous ces domaines, le FSF souligne la nécessité d'éviter une approche fragmentaire, différente selon les pays, en ce qui concerne notamment les agences de notation, les normes de comptabilisation et d'évaluation, les standards de supervision et de régulation, la surveillance des pratiques de gestion des risques. Il précise que certains ajustements réglementaires (notamment pour les *capital requirements* auraient à être mis en œuvre progressivement pour ne pas accroître les difficultés actuelles des banques.

Enfin, le FSF se félicite du travail accompli par des associations ou institutions privées⁷ et souhaite qu'elles soient pleinement associées à la mise en œuvre des mesures recommandées par le FSF.

*

II. WORK OF THE FSF GOING FORWARD

En ce qui concerne le futur immédiat, les priorités à retenir sont selon le FSF : la revue des différents arrangements mis en place pour apporter des réponses à la crise ; la conduite à leur terme des programmes de travail assignés aux émetteurs de normes comptables, dans une perspective de convergence internationale de ces normes ; la finalisation des améliorations à apporter au dispositif Bâle II.

Parmi les domaines appelant, à moyen terme, un examen et des recommandations pour l'action, de la part du FSF, figurent enfin la gestion des crises transfrontières, l'extension de la régulation aux entités non couvertes actuellement, l'intégration de la surveillance macroéconomique et de la supervision prudentielle.

*

III. IMPLEMENTATION OF THE FSF RECOMMENDATIONS

Cette partie traite en détail des dispositifs rappelés dans la partie I, notamment :

⁷ telles l'ISDA, la SIFMA, la *Securities Industry and Financial Markets Association*, l'IIIF, et le CRMPG III, le *Counterparty Risk Management Policy Group*.

A. La surveillance des fonds propres, de la liquidité et de la gestion des risques

- Bâle II (procyclicité ; traitement des conduits structurés et des activités de titrisation ; mise à jour permanente des standards ; problèmes spécifiques posés par les assureurs *monolines*) ;
- liquidité (« coussins de liquidité », *stress testing* ; gestion *intraday* de la liquidité) ;
- supervision de la gestion des risques (recours au pilier 2 de Bâle II, gestion des risques chez les investisseurs institutionnels, rémunérations fondées sur la profitabilité à moyen terme de l'institution) ;
- infrastructures pour les dérivés OTC (proposition détaillée attendue pour octobre 2008, de la part des participants au marché ; possibilité de créer une facilité centrale de *clearing* ; mise en œuvre des recommandations de l'ISDA).

B. La transparence et la valorisation des actifs

- information sur les risques (renforcement des obligations en ce domaine, au titre du pilier 3 de Bâle II) ;
- standards de valorisation et d'information pour les entités hors bilan ;
- valorisation (normes comptables et guidelines associées, sur la base du projet d'avis que doit présenter l'IASB en octobre) ; prise en compte par le Comité de Bâle et l'Association des régulateurs d'assurance) ;
- transparence dans les opérations de titrisation (amélioration, en liaison avec les associations professionnelles, l'American Securitization Forum, l'European Securitisation Forum, la Japan Securities Dealer Association, de l'information concernant tant les produits que les actifs sous jacents).

C. Les agences de notation

- qualité du processus de notation/code de conduite et initiatives réglementaires en Amérique du Nord et en Europe ;
- notations différenciées ;
- évaluation par les agences de notation de la qualité des informations fournies (vérification de la qualité de l'information, « *due diligences* » conduites par les initiateurs, les arrangeurs et les émetteurs) ;
- utilisation des notations par les investisseurs et les régulateurs (refus d'une *over-reliance* sur la notation, mise au point de standards concernant les *due diligences* et les analyses de crédit, à conduire par les investisseurs eux-mêmes ;
- référence aux notations dans les limites réglementaires (revue à conduire avant fin 2008 par le FSF, dans une perspective d'élimination dans la régulation de la SEC ou de la Commission européenne de références explicites et opérationnelles à des notations).

D. La réactivité des autorités aux risques

- meilleure perception des risques et mise en œuvre plus rapide des remèdes qu'ils appellent ;
- amélioration de l'information mutuelle et de la coopération entre autorités ;
- renforcement du rôle des institutions multilatérales (collaboration FSF/FMI).

E. Des arrangements solides pour faire face aux tensions dans le système financier

- les opérations des banques centrales (un cadre d'intervention suffisamment souple pour pouvoir faire face à toutes les éventualités) ;
- le traitement des banques vulnérables (amélioration des dispositifs nationaux et transfrontières) ;
- le renforcement des garanties offertes aux déposants.

—

A d d e n d u m

LISTE DES RECOMMANDATIONS

**Report of the Financial Stability Forum
on Enhancing Market and Institutional Resilience**

ADDENDUM – LISTE DES RECOMMANDATIONS

Le document du FSF est accompagné d'une mise à jour du tableau de recommandations et de dates de mise en œuvre qu'il avait établi en avril 2008 (Annexe A du *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, Follow-up on Implementation*, 10 October 2008, pp. 28-35) :

II. Strengthened prudential oversight of capital, liquidity and risk management

Capital requirements		
<i>The Basel II capital framework needs timely implementation. Supervisors will assess the impact of the implementation.</i>		
II.1 The Basel II capital framework needs timely implementation.	National supervisors	2008 -
II.2 Supervisors will assess the impact of Basel II implementation on banks' capital levels and will decide whether additional capital buffers are needed.	National supervisors, BCBS	2008 -
<i>Supervisors will strengthen the Basel II capital treatment of structured credit and securitisation activities.</i>		
II.3 The BCBS will issue proposals in 2008 to raise capital requirements for certain complex structured credit products such as CDOs of asset-backed securities (ABSs).	BCBS	2008
II.4 The BCBS and IOSCO will issue proposals in 2008 to introduce additional capital requirements for credit exposures in the banks' and securities firms' trading books.	BCBS, IOSCO	2008
II.5 The BCBS will issue proposals in 2008 to strengthen the capital treatment for banks' liquidity facilities to off-balance sheet ABCP conduits.	BCBS	2008
<i>Supervisors will continue to update the risk parameters and other provisions of the Basel II framework as needed.</i>		
II.6 Supervisors will continue to update the risk parameters and other provisions of the Basel II framework to ensure that its incentives remain adequate, and will rigorously assess banks' compliance with the framework.	BCBS, national supervisors	2008 -
II.7 Supervisors will assess the cyclical nature of the Basel II framework and take additional measures as appropriate.	BCBS	2009 -
<i>Authorities should ensure that the capital buffers for monoline insurers and financial guarantors are commensurate with their role in the financial system.</i>		
II.8 Insurance supervisors should strengthen the regulatory and capital framework for monoline insurers in relation to structured credit.	National supervisors, IAIS	2008 -

Liquidity management		
<i>Supervisors will issue for consultation sound practice guidance on the management and supervision of liquidity by July 2008.</i>		
II.9 The BCBS will issue for consultation sound practice guidance on the management and supervision of liquidity by July 2008.	BCBS	July 2008
II.10 National supervisors should closely check banks' implementation of the updated guidance as part of their regular supervision. If banks' implementation of the guidance is inadequate, supervisors will take more prescriptive action to improve practices.	National supervisors	2008 -
II.11 Supervisors and central banks will examine the scope for additional steps to promote more robust and internationally consistent liquidity approaches for cross-border banks. This will include the scope for more convergence around liquidity supervision as well as central bank liquidity operations.	BCBS, national supervisors, central banks	2008-09
Supervisory oversight of risk management, including of off-balance sheet entities		
<i>Supervisors will use Pillar 2 to strengthen banks' risk management practices, to sharpen banks' control of tail risks and mitigate the build-up of excessive exposures and risk concentrations.</i>		
II.12 National supervisors will use the flexibility within Basel II to ensure that risk management, capital buffers and estimates of potential credit losses are appropriately forward-looking and take account of uncertainties associated with models, valuations and concentration risks and expected variations through the cycle. National supervisors will report to the BCBS with a view to ensuring a level playing field and the BCBS will share its findings and actions with the FSF.	National supervisors, BCBS	2008-09
II.13 Supervisors will strengthen guidance relating to the management of firm-wide risks, including concentration risks.	BCBS, national supervisors	2008-09
II.14 Supervisors will strengthen stress testing guidance for risk management and capital planning purposes.	BCBS, national supervisors	2008-09
II.15 Supervisory guidance will require banks to manage off-balance sheet exposures appropriately.	BCBS, national supervisors	2008-09
II.16 Supervisors will issue guidance to strengthen risk management relating to the securitisation business.	BCBS, national supervisors	2008-09
II.17 Supervisors will strengthen their existing guidance on the management of exposures to leveraged counterparties.	National supervisors	2008-09
<i>Relevant regulators should strengthen the requirements for institutional investors' processes for investment in structured products.</i>		
II.18 Regulators of institutional investors should strengthen the requirements or best practices for firms' processes for investment in structured products.	National regulators	2009

<i>The financial industry should align compensation models with long-term, firm-wide profitability. Regulators and supervisors should work with market participants to mitigate the risks arising from inappropriate incentive structures.</i>		
II.19 Regulators and supervisors should work with market participants to mitigate the risks arising from remuneration policies.	National regulators, supervisors	2008 -
Operational infrastructure for OTC derivatives		
<i>Market participants should act promptly to ensure that the settlement, legal and operational infrastructure underlying OTC derivatives markets is sound.</i>		
II.20 Market participants should amend standard credit derivative trade documentation to provide for cash settlement of obligations stemming from a credit event, in accordance with the terms of the cash settlement protocol that has been developed, but not yet incorporated into standard documentation.	Market participants	2008
II.21 Market participants should automate trade novations and set rigorous standards for the accuracy and timeliness of trade data submissions and the timeliness of resolutions of trade matching errors for OTC derivatives.	Market participants	2008
II.22 The financial industry should develop a longer-term plan for a reliable operational infrastructure supporting OTC derivatives.	Financial industry	2008 -

III. Enhancing transparency and valuation

Risk disclosures by market participants		
<i>Financial institutions should strengthen their risk disclosures and supervisors should improve risk disclosure requirements under Pillar 3 of Basel II.</i>		
III.1 The FSF strongly encourages financial institutions to make robust risk disclosures using the leading disclosure practices summarised in this report, at the time of their upcoming mid-year 2008 reports.	Financial institutions	Mid-2008
III.2 Going forward, investors, financial industry representatives and auditors should work together to provide risk disclosures that are most relevant to the market conditions at the time of the disclosure.	Financial industry representatives, auditors	2008 -
III.3 The BCBS will issue by 2009 further guidance to strengthen disclosure requirements under Pillar 3 of Basel II.	BCBS	2009
Accounting and disclosure standards for off-balance sheet entities		
III.4 The IASB should improve the accounting and disclosure standards for off-balance sheet vehicles on an accelerated basis and work with other standard setters toward international convergence.	IASB	2008-09

Valuation		
<i>International standard setters should enhance accounting, disclosure and audit guidance for valuations. Firms' valuation processes and related supervisory guidance should be enhanced.</i>		
III.5 The IASB will strengthen its standards to achieve better disclosures about valuations, methodologies and the uncertainty associated with valuations.	IASB	2008-09
III.6 The IASB will enhance its guidance on valuing financial instruments when markets are no longer active. To this end, it will set up an expert advisory panel in 2008.	IASB	2008-09
III.7 Financial institutions should establish rigorous valuation processes and make robust valuation disclosures.	Financial institutions	2008
III.8 The BCBS will issue for consultation guidance to enhance the supervisory assessment of banks' valuation processes and reinforce sound practices in 2008.	BCBS	2008
III.9 The International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), major national audit standard setters and relevant regulators should consider the lessons learned during the market turmoil and, where necessary, enhance the guidance for audits of valuations of complex or illiquid financial products and related disclosures.	IAASB, major national audit standard setters, relevant regulators	2008-09
Transparency in securitisation processes and markets		
<i>Securities market regulators should work with market participants to expand information on securitised products and their underlying assets.</i>		
III.10 Originators, arrangers, distributors, managers and CRAs should strengthen transparency at each stage of the securitisation chain, including by enhancing and standardising information on an initial and ongoing basis about the pools of assets underlying structured credit products.	Originators, arrangers, distributors, managers and CRAs	2008
III.11 Originators and issuers of securitised products should be transparent about the underwriting standards for the underlying assets. They should also make available to investors and CRAs the results of their own due diligence.	Originators, issuers	2008
III.12 Investors, and their asset managers, should obtain from sponsors and underwriters of structured credit products access to better information about the risk characteristics of the credits, including information about the underlying asset pools, on an initial and ongoing basis.	Investors and their asset managers	2008
III.13 Securities market regulators will work with market participants to study the scope to set up a comprehensive system for post-trade transparency of the prices and volumes traded in secondary markets for credit instruments.	Securities market regulators, market participants	2008-09

IV. Changes in the role and uses of credit ratings

Quality of the rating process		
<i>CRAs should improve the quality of the rating process and manage conflicts of interest in rating structured products.</i>		
IV.1 IOSCO will revise its Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies by mid-2008.	IOSCO	Mid-2008
IV.2 CRAs should quickly revise their codes of conduct to implement the revised IOSCO CRA Code of Conduct Fundamentals. Authorities will monitor, individually or collectively, the implementation of the revised IOSCO Code of Conduct by CRAs, in order to ensure that CRAs quickly translate it into action.	CRAs, authorities	2008 -
IV.3 CRAs should demonstrate that they have the ability to maintain the quality of their service in the face of rapid expansion of their activities, and allocate adequate resources to both the initial rating and to the rating's regular review.	CRAs	2008 -
Differentiated ratings and expanded information on structured products		
<i>CRAs should differentiate ratings on structured finance from those on bonds, and expand the initial and ongoing information provided on the risk characteristics of structured products.</i>		
IV.4 CRAs should clearly differentiate, either with a different rating scale or with additional symbols, the ratings used for structured products from those for corporate bonds, subject to appropriate notification and comment.	CRAs	2008 -
IV.5 CRAs should expand the initial and ongoing information that they provide on the risk characteristics of structured products.	CRAs	2008 -
CRA assessment of underlying data quality		
<i>CRAs should enhance their review of the quality of the data input and of the due diligence performed on underlying assets by originators, arrangers and issuers involved in structured products.</i>		
IV.6 CRAs should review the quality of the data input and the due diligence performed by originators, arrangers and issuers.	CRAs	2008 -
Uses of ratings by investors and regulators		
<i>Investors should address their over-reliance on ratings. Investor associations should consider developing standards of due diligence and credit analysis for investing in structured products.</i>		
IV.7 Investors should reconsider how they use credit ratings in their investment guidelines and mandates and for risk management and valuation. Ratings should not replace appropriate risk analysis and management on the part of investors. Investors should conduct risk analysis commensurate with the complexity of the structured product and the materiality of their holding, or refrain from such investments.	Investors	2008 -

<i>Authorities will review their use of ratings in the regulatory and supervisory framework.</i>		
IV.8 Authorities should check that the roles that they have assigned to ratings in regulations and supervisory rules are consistent with the objectives of having investors make independent judgment of risks and perform their own due diligence, and that they do not induce uncritical reliance on credit ratings as a substitute for that independent evaluation.	International committees, national authorities	2008 -

V. Strengthening the authorities' responsiveness to risks

Translating risk analysis into action		
<i>Supervisors, regulators and central banks – individually and collectively – will take additional steps to more effectively translate their risk analysis into actions that mitigate those risks.</i>		
V.1 Supervisors should see that they have the requisite resources and expertise to oversee the risks associated with financial innovation and to ensure that firms they supervise have the capacity to understand and manage the risks.	National supervisors	2008 -
V.2 Supervisors and regulators should formally communicate to firms' boards and senior management at an early stage their concerns about risk exposures and the quality of risk management and the need for firms to take responsive action. Those supervisors who do not already do so should adopt this practice.	National supervisors and regulators	2008 -
V.3 At the international level, the FSF will give more force to its own risk analysis and recommendations, both directly and through the actions of its members, by initiating and following up action to investigate and mitigate risk.	FSF	2008 -
V.4 The FSF will establish a mechanism for regular interaction at senior level with private sector participants, including investors and CRAs, for prompting mitigating actions to identified risks and weaknesses.	FSF	2008
Improving information exchange and cooperation among authorities		
<i>Authorities' exchange of information and cooperation in the development of good practices will be improved at national and international levels.</i>		
V.5 The use of international colleges of supervisors should be expanded so that, by end-2008, a college exists for each of the largest global financial institutions.	National supervisors	2008
V.6 Supervisors involved in these colleges should conduct an exercise, by 2009, to draw lessons about good practices.	National supervisors	2009
V.7 To quicken supervisory responsiveness to developments that have a common effect across a number of institutions, supervisory exchange of information and coordination in the development of best practice benchmarks should be improved at both national and international levels.	National supervisors	2008 -

V.8 Supervisors and central banks should improve cooperation and the exchange of information including in the assessment of financial stability risks. The exchange of information should be rapid during periods of market strain.	National supervisors, central banks	2008 -
V.9 To facilitate central bank mitigation of market liquidity strains, large banks will be required to share their liquidity contingency plans with relevant central banks.	National supervisors, central banks, large banks	2008
Enhancing international bodies' policy work		
<i>International bodies will enhance the speed, prioritisation and coordination of their policy development work.</i>		
V.10 International regulatory, supervisory and central bank committees will strengthen their prioritisation of issues and, for difficult to resolve issues, establish mechanisms for escalating them to a senior decision-making level. As part of this effort, they will establish timetables for required action and action plans for addressing delayed or difficult issues.	International committees	2008 -
V.11 National supervisors will, as part of their regular supervision, take additional steps to check the implementation of guidance issued by international committees.	National supervisors	2008 -
V.12 The FSF will encourage joint strategic reviews by standard-setting committees to better ensure policy development is coordinated and focused on priorities.	FSF	2008 -
V.13 The FSF and IMF will intensify their cooperation on financial stability, with each complementing the other's role. As part of this, the IMF will report the findings from its monitoring of financial stability risks to FSF meetings, and in turn will seek to incorporate relevant FSF's conclusions into its own bilateral and multilateral surveillance work.	FSF/IMF	2008 -

VI. Robust arrangements for dealing with stress in the financial system

Central bank operations		
<i>Central bank operational frameworks should be sufficiently flexible in terms of potential frequency and maturity of operations, available instruments, and the range of counterparties and collateral, to deal with extraordinary situations.</i>		
VI.1 To meet an increased but uncertain demand for reserves, monetary policy operational frameworks should be capable of quickly and flexibly injecting substantial quantities of reserves without running the risk of driving overnight rates substantially below policy targets for significant periods of time.	Central banks	2008
VI.2 Policy frameworks should include the capability to conduct frequent operations against a wide range of collateral, over a wide range of maturities and with a wide range of counterparties, which should prove especially useful in dealing with extraordinary situations.	Central banks	2008

VI.3 To deal with stressed situations, central banks should consider establishing mechanisms designed for meeting frictional funding needs that are less subject to stigma.	Central banks	2008
VI.4 Central banks should have the capacity to use a variety of instruments when illiquidity of institutions or markets threatens financial stability or the efficacy of monetary policy.	Central banks	2008
VI.5 To deal with problems of liquidity in foreign currency, central banks should consider establishing standing swap lines among themselves. In addition, central banks should consider allowing in their own liquidity operations the use of collateral across borders and currencies.	Central banks	2008-09
Arrangements for dealing with weak banks		
<i>Authorities will clarify and strengthen national and cross-border arrangements for dealing with weak banks.</i>		
VI.6 Domestically, authorities need to review and, where needed, strengthen legal powers and clarify the division of responsibilities of different national authorities for dealing with weak and failing banks.	National supervisors, central banks, governments	2008-09
VI.7 Internationally, authorities should accelerate work to share information on national arrangements for dealing with problem banks and catalogue cross-border issues, and then decide how to address the identified challenges.	National authorities, BCBS	2008
<i>Authorities will review and, where necessary, strengthen deposit insurance arrangements.</i>		
VI.8 Authorities should agree a set of international principles for deposit insurance systems.	National authorities	2008-09
VI.9 National deposit insurance arrangements should be reviewed against these agreed international principles, and authorities should strengthen arrangements where needed.	National authorities	2008-09
<i>Authorities will strengthen cross-border cooperation in crisis management.</i>		
VI.10 For the largest cross-border financial firms, the most directly involved supervisors and central banks should establish a small group to address specific cross-border crisis management planning issues. It should hold its first meeting before end-2008.	Relevant central banks and national supervisors	2008
VI.11 Authorities should share international experiences and lessons about crisis management. These experiences should be used as the basis to extract some good practices of crisis management that are of wide international relevance.	National supervisors, central banks	2008-09

Présentation

Le Conseil d'Analyse économique franco-allemand

Conseil d'Analyse Economique franco-allemand

Deutsch-französischer Sachverständigenrat

—

German-French Experts of Economic Policy

Le Conseil d'analyse économique franco-allemand (CAEFA) a été créé en 2002 par le Chancelier allemand et le Premier ministre français, puis formellement installé lors de sa réunion à Berlin en 2004 par Nicolas Sarkozy alors ministre français de l'Economie et des finances, et Wolfgang Clement, alors ministre allemand de l'Economie et du travail. Il est coprésidé par Christian Stoffaës, professeur associé à l'Université de Paris IX Dauphine, président du Centre d'études, de prospective et d'information internationale (CEPII) à Paris et par le Prof. Dr. Alfred Steinherr, vice président auprès du Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann, président du DIW à Berlin, étant précisé que le CEPII et le DIW sont liés depuis 2004 par un accord de coopération.

La coopération économique entre la France et l'Allemagne a été, depuis les origines, le cœur de la construction européenne. Alors que les politiques communautaires sont contraintes par le cadre strict de leurs traités fondateurs, les débats entre économistes allemands et français visent, dans le respect de l'indépendance des opinions universitaires, à répondre aux demandes d'analyses conjointes que leur soumettent les deux gouvernements et à explorer et recommander les projets d'action commune face aux défis et aux enjeux du monde contemporain.

En particulier, après concertation avec les deux ministères les plus directement concernés dans les deux pays, le CAEFA a créé en 2007, en réponse à l'initiative des deux gouvernements, un groupe de travail sur la crise financière, ses remèdes et ses conséquences, groupe de travail, coprésidé par Paul Mentré qui fut administrateur pour la France du FMI et de la BIRD et professeur à l'Institut d'Etudes politiques de Paris (IEP), et par Charles B. Blankart, professeur à l'Université Humboldt de Berlin. Les professeurs Jean-Claude Chouraqui et le Dr. Stefan Kooths ont participé activement à ce groupe de travail.

Les réunions du Conseil d'analyse économique franco-allemand

Les réunions se tiennent alternativement à Paris et à Berlin, en 2003 (3 mars à Paris, 7 juillet à Berlin-Genshagen, 24 septembre à Paris et 4 novembre à Berlin-Genshagen), en 2004 (28 octobre à Berlin), en 2005 (25 avril à Paris), en 2006 (13 mars à Berlin et 10 octobre à Paris), et à partir de 2007 le groupe de travail s'est, entre autres, réuni régulièrement dans les deux capitales.

Les Membres du Conseil d'Analyse économique franco-allemand :

Nom	Institution
Prof. Christian Stoffaës	Président of Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII) – Paris Université de Paris IX-Dauphine / Professeur associé <i>French President of the German-French Council of Economic Advisers</i>
Prof. Klaus F. Zimmermann	DIW Berlin, German Institute for Economic Research/President, IZA – Institute for the Study of Labor, Bonn / <i>Director</i> University of Bonn / <i>Professor</i> Free University of Berlin / <i>Professor</i> <i>German President of the German-French Council of Economic Advisers</i>
Prof. Charles B. Blankart	Humboldt-University of Berlin / <i>Professor</i>
Prof. Peter Bofinger	University of Würzburg, Chair for Monetary Policy and International Economics / <i>Professor</i>
Prof. Jean-Claude Chouraqui	University of Lille 1, International Economics / <i>Professor</i> Institut d'Etudes Politiques de Paris / <i>Associated Professor</i>
Prof. Kai A. Konrad	WZB, Berlin – Social Science Research Center Berlin / <i>Director</i> Free University of Berlin, Chair for Public Finance / <i>Professor</i>
Prof. Jean-Dominique Lafay	University of Paris-I and Panthéon-Sorbonne / <i>Professor</i>
Paul Mentré	ancien administrateur pour la France du FMI et de la Banque mondiale, ancien professeur (« <i>politique économique américaine</i> ») à l'Institut d'Etudes politiques de Paris
Prof. Hans-Georg Petersen	University of Potsdam, Chair of Public Economics / <i>Professor</i> DIW Berlin – German Institute for Economic Research / <i>Professor</i>
Prof. Lars-Hendrik Röller, PhD	WZB, Berlin – Social Science Research Center Berlin / <i>Director</i> Humboldt-University, Chair for Industrial Economics, Berlin/ <i>Professor</i>
Prof. Jean-Jacques Rosa	Institut d'Etudes Politiques, Paris / <i>Professor</i>
Prof. Christian Saint Etienne	University of Paris-Dauphine and Tours / <i>Professor</i>
Prof. Alfred Steinherr	DIW Berlin, German Institute for Economic Research/Vice-president / <i>Professor</i>
Prof. Daniel Vitry	University of Paris II Panthéon-Assas / <i>Professor</i> Ministry of National Education / <i>Director of International Relations</i>
<i>Secrétariat général</i>	
Philippe Muller Feuga	Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi Ministère du Budget, des Comptes publics et de la Fonction publique Contrôle général économique et financier (CGEFi)
Pamela Stenzel	Berlin-Brandenburgisches Institut für Deutsch-Französische Zusammenarbeit in Europa e.V. (BBI)

