

# **Document de Travail**

N° DT/11/01 – Mars 2011

**Description et analyse de l'action des banques centrales  
dans le cadre de la crise financière internationale de 2007**

**Quels enseignements pour la Banque Centrale  
des États de l'Afrique de l'Ouest ?**

*par Nasser ARY TANIMOUNE,  
Professeur adjoint, Université d'Ottawa*

Étude soumise à la Direction de la Recherche et de la Statistique de la BCEAO.

Les opinions émises dans ce rapport n'engagent que son auteur. Elles ne sauraient impliquer d'aucune façon, ni l'institution d'affiliation, ni l'institution commanditaire.

## **Sommaire**

<b>Résumé.....</b>	<b>5</b>
<b>Introduction.....</b>	<b>8</b>
<b>I. La crise financière de 2007 : du local à l'international.....</b>	<b>9</b>
I.1 : Contexte et genèse.....	9
I.2 : Évolution et propagation de la crise au sein des systèmes financiers.....	17
<b>II : La gestion de la crise de 2007.....</b>	<b>21</b>
II.1 : Les banques centrales à l'œuvre.....	21
II.2 : Les soutiens et les plans de relance des pouvoirs publics.....	30
<b>III : Quels enseignements pour la BCEAO ?.....</b>	<b>32</b>
III.1 : Des mesures proactives.....	35
III.2 : Avec des équipes mixtes de recherche.....	39
<b>Conclusion.....</b>	<b>42</b>
<b>Adresses électroniques des sites web des banques centrales sélectionnées.....</b>	<b>45</b>
<b>Table des illustrations.....</b>	<b>45</b>

## Résumé

La crise financière, commencée en 2007 aux Etats-Unis, s'est d'abord propagée dans les pays industrialisés, avant d'atteindre les pays émergents. Partie de la baisse des prix dans le secteur de l'immobilier américain baptisé « crise des subprimes », cette crise s'est transformée à la fin de 2008 en une crise économique affectant pratiquement tous les pays. Son ampleur dévastatrice, surpassant celle de la Grande Dépression de 1929, a révélé des aspects de l'intermédiation bancaire dont les contours et les impacts ont été jusqu'à lors largement sous-estimés. Il s'agit de l'état très avancé de la libéralisation financière, le développement des mécanismes complexes d'endettement des intermédiaires financiers et l'importance de la mondialisation des activités financières. En ce qui concerne le premier aspect, l'évolution de la libéralisation financière a permis aux banques d'aligner leurs conditions de financement sur celles des marchés boursiers. Cependant, elle a aussi fragilisé les intermédiaires bancaires en les rendant plus vulnérables aux chocs des marchés financiers, notamment aux variations des taux d'intérêt. S'agissant du second aspect, le développement de l'ingénierie financière, de plus en plus élaborée, a rendu possible une offre accrue de financement à une clientèle à haut risque ou ne présentant pas les garanties nécessaires. Toutefois, avec l'engouement généralisé pour la titrisation, ces financements étendus à des secteurs et des débiteurs ayant des fortes probabilités de défaut de paiement se sont avérés très risqués. Pour ce qui est de la mondialisation, la crise de 2007 a révélé l'importance des effets de contagion pouvant affecter les systèmes financiers à l'échelle mondiale.

La conjonction de ces faits, combinée à une régulation prudentielle laxiste, a mis en exergue la portée dé-structurante – sinon destructrice – du modèle de financement des économies plus libéralisées. En effet, avec le développement des actifs dits toxiques et la crainte des institutions bancaires de s'en retrouver détentrices, il s'en est suivi une paralysie du marché interbancaire. L'ampleur et la contagion de la crise financière ont été proportionnelles d'une part, à l'exposition des ménages et des entreprises et d'autre part, au degré d'imbrication des systèmes financiers à l'échelle mondiale. Les places financières des pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE) ont été les premières à être affectées par cette situation. Puis, ce sont les pays émergents qui ont été atteints par les contrecoups de la crise initiale des subprimes. En l'occurrence, dans le cas de ces pays, il ne s'agissait pas tant de la faillite de leur système financier que des répercussions sur leurs productions nationales et leurs échanges internationaux.

Par ailleurs, la crise financière de 2007 a amené les banques centrales à revoir leurs modalités traditionnelles de fonctionnement. Elle a ainsi ouvert la voie à de nouvelles formes d'intervention et de gouvernance de la politique monétaire, appelées mesures non conventionnelles. Elles sont principalement de trois ordres. D'abord, il y a le « credit easing ». Il s'agit d'une mesure d'intervention indirecte de la banque centrale. Cette dernière se substitue aux institutions financières pour financer indirectement les économies. En l'occurrence les banques centrales ont élargi le refinancement et l'achat des actifs financiers. Ensuite, il y a la fixation et le maintien des taux directeurs au niveau zéro dans le but d'ancrer les anticipations des ménages et des entreprises. Les incertitudes sur les taux courts et longs devenant ainsi limitées, cette mesure devait se traduire par une faible pression sur les rendements des titres financiers. Enfin, la troisième série de mesures de politiques monétaires non conventionnelles a trait à la collaboration entre les banques centrales. En effet, les banques centrales ont innové à travers des collaborations inédites concernant d'une part, la fourniture de liquidités en devises à des banques étrangères implantées dans leurs juridictions monétaires et d'autre part, la fixation concertée des taux directeurs. L'ensemble des mesures adoptées par les banques centrales devait permettre de garantir un minimum d'intermédiation bancaire, de préserver la solvabilité des systèmes bancaires et de limiter le risque de contagion financière à grande échelle, ainsi que la récession économique.

Sur le plan de l'efficacité de ces mesures, il est raisonnable de penser que les effets des politiques monétaires de sortie de crise auraient sans doute été largement limités sans le soutien des autorités publiques. En effet, l'activisme des banques centrales, conventionnel ou non, a été complété par de vastes programmes de soutiens aux institutions financières et de relance budgétaire par les autorités publiques. L'ampleur de ces interventions a été proportionnelle au degré d'exposition des économies aux conséquences de la crise. Notamment, elles furent très importantes dans les pays de l'OCDE et d'une moindre mesure dans les pays africains.

Dans le cas spécifique de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), les banques y ont été plus ou moins épargnées par la crise financière de 2007. Deux raisons peuvent expliquer cette situation. D'une part, il y a l'implication très limitée voire quasi inexistante des marchés boursiers dans les activités d'intermédiation des banques dans la zone. D'autre part, les contrôles prudentiels de la Commission Bancaire de l'UMOA, pour le moins adaptés au niveau de développement des systèmes bancaires, semblent avoir été efficaces, du fait qu'aucune prise de risques excessifs par les banques n'a été observée dans la zone. A cela s'ajoutent, dans une certaine mesure, les innovations de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO)

pour contenir l'emballement financier des banques qui semble avoir été davantage psychologique que structurel dans la zone. Au nombre de ces innovations, pour l'essentiel, on peut retenir : la mise en place d'une structure de veille de crise, l'abaissement progressif des taux directeurs, la mise à disposition des banques d'une liquidité suffisante et surtout, l'instauration d'un dialogue permanent direct avec les principales autorités des banques de l'Union monétaire.

Pour autant, à la lumière des mesures correctrices apportées par les banques centrales dans le monde, des pistes de réflexion pourraient être explorées par les autorités monétaires de l'Union. Quatre d'entre elles ont été retenues pour leurs pertinences dans l'UEMOA : les fonctionnements des institutions de crédits ; les canaux de transmission de la politique monétaire ; le renforcement du policy-mix et enfin, l'évaluation de la politique monétaire et financière après les grandes réformes de 1989 et 1993.

Ces réflexions pourraient être menées par des équipes mixtes de recherche (EMR), chacune composée d'un chercheur ou d'un universitaire et, à titre de co-responsable du projet de recherche, d'un cadre de la direction de la recherche de la BCEAO. En effet, les EMR permettraient à la BCEAO d'atteindre, au moins, trois objectifs. D'abord, elle aurait à sa disposition des analyses très avancées sur de nombreux sujets d'intérêt aisément utilisables par l'Institution. Ensuite, elle favoriserait le transfert de connaissance et un renforcement des capacités au sein de la banque centrale, tout en continuant la promotion du développement d'une masse critique de chercheur et d'analyse de haut niveau dans l'Union déjà entreprise. Enfin, la banque centrale réaliserait d'importantes économies d'échelle en ayant recours à des ressources humaines spécialisées dans l'analyse économique et monétaire de haut niveau.

En tout état de cause, en tenant compte à ce jour des résultats positifs dans la gestion de la politique monétaire, les études à mener dans le cadre de ces équipes mixtes ne devraient que déboucher sur des mesures de politiques monétaires proactives. En effet, pour la BCEAO, l'objectif ultime serait d'avoir à sa disposition des outils complémentaires qui lui permettant d'anticiper au plus juste les effets de sa politique monétaire sur l'économie réelle.

## **Introduction**

La crise financière de 2007, initialement américaine, est rapidement devenue internationale. En novembre 2006, lorsque le prix de l'immobilier aux États-Unis a connu un retournement, le monde était loin de s'imaginer que le compte à rebours d'une crise financière venait d'être enclenché. Elle éclata au cours du second semestre 2007 et elle s'est révélée particulière à plus d'un titre. D'abord par son ampleur, elle a surclassé la crise de 1929. Ensuite, elle a permis de mettre à jour un niveau d'exposition à la globalisation financière jusque-là insoupçonné. Enfin, la sévérité de ses impacts et la nécessité d'une prompt réaction par les banques centrales ont donné lieu à de nouvelles formes de gestion de la politique monétaire.

Aux États-Unis, une conjonction d'évènement en septembre 2008 a accéléré le cours de cette crise : d'une part, la mise sous tutelle par le Trésor américain des deux plus grandes institutions financières d'hypothèque, la Freddie Mac et la Fannie Mac après le rachat de leurs actifs et d'autre part, la faillite de l'une des principales banques américaines d'investissement, la Lehman Brothers. Cette faillite a accéléré l'assèchement de la liquidité au niveau du système financier ; les institutions financières ayant décidé de restreindre leurs activités au sein du marché interbancaire. Tout cela s'est soldé par un nombre croissant d'institutions financières en défaut et une dégradation des résultats nets bancaires.

Bien que tous les pays aient été plus ou moins affectés par la crise de 2007, ils ne le furent pas au même moment et avec la même ampleur. Au groupe de pays ayant été au cœur de la tourmente financière s'ajoute le groupe des pays émergents, dont les impacts ont été plutôt indirects. Les économies de l'Union Économique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) se classent dans ce dernier groupe

Trois ans après le déclenchement de la crise de 2007, les premières évaluations semblent s'entendre sur deux constats : d'une part, la rapidité des interventions et les actions concertées des banques centrales et d'autre part, l'importance des coûts de ces interventions budgétaires pour les autorités publiques.

Quelles ont été les interventions des banques centrales et des autorités publiques dans la gestion de la crise financière internationale de 2007 ? Comment peuvent-elles être comprises par les pays l'UEMOA ?

Ce rapport passe en revue ces mesures et en dégage les principaux enseignements pour la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO).

Dans une première partie, nous présentons la crise de 2007. Il s'agit de souligner dans quelle mesure une crise initialement locale et sectorielle — le marché hypothécaire américain — a fini par devenir internationale. Pour ce faire, d'abord nous reprenons le contexte dans lequel elle a eu lieu. Ensuite, nous présentons la diffusion de cette crise suivant deux principaux groupes de pays : ceux de l'OCDE et certains pays africains dont ceux de l'UEMOA. Dans la deuxième partie, les interventions de sortie de crise par les banques centrales y sont exposées après un bref rappel des enjeux d'une politique monétaire classique. Enfin, dans la troisième partie, nous tirons les enseignements qui nous semblent pertinents pour la BCEAO.

## **I. La crise financière de 2007 : du local à l'international**

Comment comprendre qu'une crise sectorielle et localisée ait pu embraser tous les pays ?

La crise financière de 2007 a commencé dans le secteur de l'immobilier aux États-Unis, s'est propagée dans les autres pays industrialisés, avant d'atteindre avec des intensités diverses les pays émergents. En effet, le point de départ fut la baisse des prix de l'immobilier aux États-Unis. Elle a été accentuée par la complexité des montages financiers dont l'un des effets pervers a été de sous-estimer l'importance de la crise. À cela s'ajoute le vrai faux-portage des risques associés aux subprimes, dont l'idée initiale fut de les diluer dans les comptes de patrimoine des ménages américains. In fine, comme le note Brunnermeier (2008), ces risques se sont retrouvés portés par les réseaux bancaires mondiaux. La suite de la crise financière fut un enchaînement classique : endettement des agents non financiers ; baisse des dépenses de consommation et d'investissement ; baisse de la production ; hausse du chômage et ainsi de suite. Le cercle vicieux s'est progressivement installé, débouchant par la suite sur une crise économique internationale propagée à travers le canal de la mondialisation.

Nous revenons sur le contexte et la genèse de la crise financière, puis sur son évolution et sa propagation dans le monde.

### **I.1 : Contexte et genèse**

Le financement de l'économie américaine, puis des autres pays industrialisés, a connu un développement spectaculaire du fait de la combinaison, au moins, de trois facteurs. D'abord, cela a

été rendu possible grâce au degré très avancé de la libéralisation et du découplage des activités d'intermédiation financière, appelé marchandisation. Ensuite, comme facteur amplifiant, il y a eu la mise à la disposition d'une clientèle peu aisée des instruments de financement inédits, connus sous le nom de subprimes. Enfin, en permettant de constituer des portefeuilles d'actifs financiers déconnectés de leurs sous-jacents d'origine, la titrisation a été non seulement un facteur amplifiant mais aussi ce qui a sans doute le plus favorisé la contagion des effets de la crise de 2007.

### **I.1.1 : La marchandisation des activités d'intermédiation financière**

Dans un système de financement cloisonné, les ressources des banques dépendent très peu des variations des taux d'intérêt sur le marché financier. De ce fait, les banques ne jouent que sur la transformation des échéances pour adapter leur liquidité. Les risques intrinsèques de sous-liquidité bancaire sont alors considérablement réduits. Avec la libéralisation et le découplage des activités d'intermédiation financière, les banques se retrouvent à faire appel au marché financier d'une part, pour obtenir des fonds prêtables additionnels et d'autre part, pour octroyer de nouveaux financements. Ces opérations de placements ou de financement se font aux conditions des marchés financiers, notamment avec des taux d'intérêt variables. Ainsi, on parle de marchandisation des activités d'intermédiation financière lorsque l'état du bilan des banques dépend davantage des conditions du marché financier que de la politique des taux d'intérêt de la banque centrale.

La marchandisation a permis aux banques de diversifier et d'accroître leurs possibilités de financement tout en favorisant leur intégration dans le système financier. Elle a aussi eu pour conséquence de permettre aux banques d'aligner leurs conditions financières sur celles des marchés boursiers. Toutefois, elle fragilise aussi les intermédiaires bancaires en les rendant plus vulnérables aux chocs des marchés financiers. Notamment, aux Etats-Unis, la marchandisation a rendu les postes des bilans bancaires plus sensibles aux variations boursières : non seulement les coûts des ressources sont devenus plus aléatoires mais aussi les rendements des placements opérés à taux variables.

C'est dans cet environnement financier, plus ou moins incertain et fragilisé, que les subprimes américains et la titrisation ont été initiés puis ont connu un essor spectaculaire.

### **I.1.2 : Les subprimes américains**

Tout est parti d'une idée moralement soutenable : être en mesure d'accorder un prêt immobilier à des agents non financiers qui ne remplissent pas les conditions standards d'octroi de crédits, c'est-à-dire avoir une bonne évaluation des risques de défaut (appelés aux Etats-Unis des scores de crédit) ou de bonnes garanties par rapport au revenu et au patrimoine. Les titres financiers distribués sous ses conditions sont appelés subprimes.

Ainsi, le montage financier des subprimes devait permettre de rendre le marché hypothécaire plus inclusif. Il propose aux exclus du marché hypothécaire standard l'acquisition de propriété foncière à travers un mécanisme spéculatif supposé s'auto-entretenir. De ce fait, les montages de subprimes ont connu un engouement croissant. Dans ces contrats hypothécaires, la rentabilité du prêt immobilier dépend de l'appréciation du prix de l'immobilisation. En d'autres mots, le montage financier des subprimes, parce qu'indépendant du revenu initial des emprunteurs, a été d'autant viable que les prix de l'immobilier se sont sans cesse accrus. En effet, aussi longtemps que la valeur du titre hypothécaire augmentera, l'institution financière devrait être couverte, car en cas de défaut de remboursement du prêt la banque peut vendre son collatéral dans de bonnes conditions financières (voir encadré 1).

En outre, l'offre de l'immobilier ayant été moins élastique que la demande, il s'en est suivie une hausse entretenue des prix de l'immobilier. La boucle menant à une bulle s'est progressivement mise en place.

Le retournement de cet engrenage a été amorcé avec la baisse du prix de l'immobilier. Plusieurs raisons ont concouru à l'éclatement de la bulle de l'immobilier : la hausse des taux d'intérêt, la saturation progressive des demandeurs de subprimes et le retrait de ce segment atypique du marché hypothécaire d'une partie de plus en plus importante des souscripteurs de subprimes.

### ENCADRE 1: Illustration d'un refinancement hypothécaire

(adapté de Eyraud, Fortin et Rivaud, 2007)

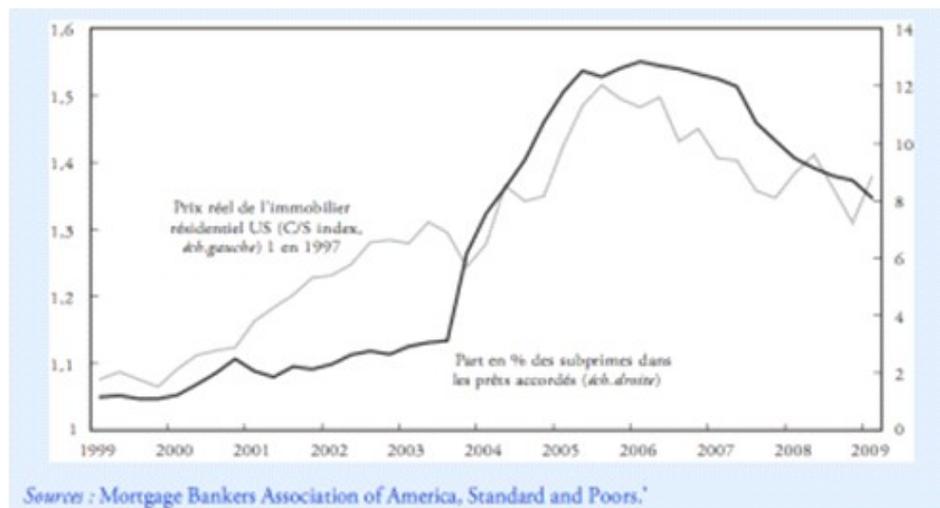
Le refinancement hypothécaire se fait à taux fixe ou à taux variable. Dans le cas d'un endettement à taux fixe, le ménage peut saisir l'occasion d'une baisse des taux d'intérêt pour refinancer son emprunt existant. En procédant à un remboursement anticipé et puis en souscrivant un nouvel emprunt à taux plus faible, il réduit ainsi sa charge de remboursement. L'avantage pour le ménage est d'autant plus important que son bien immobilier aura pris de la valeur. En effet, si la loi le lui permet, le ménage peut utiliser la hausse de la valeur de son collatéral (le bien immobilier) pour s'endetter davantage. Les capitaux additionnels qui découlent de la baisse des taux d'intérêt et de la hausse de la valeur du collatéral peuvent servir à accroître les dépenses de consommation, d'investissement ou à solder des endettements antérieurs du ménage.

Pour un ménage qui a une dette hypothécaire de 100.000\$ remboursable sur 15 ans au taux de 6%, l'annuité fixe est de 10.296\$ dont 6.000\$ de charge d'intérêt la première année. Si la valeur du bien immobilier s'est accrue de 10% et que les taux d'intérêt sont passés à 5%, alors la valorisation de son bien immobilier adossé au taux hypothécaire serait de 120.000\$ (10% des 200.000\$ au taux d'intérêt de 5%).

Le ménage peut alors choisir de maintenir constantes ses charges d'intérêt ou les faire évoluer en conséquence pour réduire son endettement. Dans le cas d'une annuité constante, l'opération hypothécaire s'équilibre avec l'étalement de la maturité du prêt. Par exemple, pour maintenir l'annuité des 10.296\$ dans les nouvelles conditions de prêts, le ménage devra accepter que la maturité de son prêt hypothécaire passe de 15 à 18 ans. En définitive, le ménage aura eu un supplément de liquidité de 20.000\$, augmenté son endettement à annuité constante et n'aura à supporter aucun risque de taux. Lorsque l'endettement se fait à taux variable, le ménage est pleinement exposé au risque de taux d'intérêt, qui peut devenir insoutenable en cas de hausse du taux d'intérêt.

Le graphique ci-dessous indique à quel point l'évolution de la hausse des prix de l'immobilier a eu lieu de pair avec le développement des prêts subprimes.

**Graphique 1** : Subprime et prix de l'immobilier aux États-Unis



Avec des taux d'intérêt de plus en plus élevés, les subprimes sont devenus progressivement moins rentables pour les établissements financiers. Cela a eu pour conséquences une réduction de l'offre de ces contrats de financement hypothécaires ou, lorsque les ventes se faisaient, les contrats de financement sont apparus plus risqués et donc plus susceptibles de faire face à un défaut de remboursement. Ensuite, la hausse progressive des prix de l'immobilier a exclu, presque automatiquement, un nombre croissant de demandeurs potentiels. Enfin, l'accroissement des défauts de remboursement, les saisies et les ventes imposées des actifs hypothécaires ont contribué à créer une impasse dans le marché de l'immobilier ; surtout que ce dernier avait déjà du mal à les liquider.

Les conséquences de la crise dans le marché hypothécaire se sont trouvées amplifiées par un montage financier assez ingénieux, la titrisation.

### **I.1.3 : La titrisation**

La titrisation a été l'un des déclencheurs, sinon l'amplificateur, de la crise de 2007. Il s'agit d'une technique de transformation de titres de créances en de nouveaux instruments financiers. Ce montage financier permet de rendre liquides des actifs initialement illiquides, comme ce fut le cas des crédits immobiliers.

Pour l'essentiel, le principe de la titrisation se déroule en trois étapes. Dans un premier temps, un intermédiaire financier appelé institution cédante – en l'occurrence, une banque d'investissement — procède à l'assemblage sous forme de portefeuille de plusieurs actifs en lien avec ses activités. Par exemple, pour une banque, les actifs constituant le portefeuille peuvent être des créances bancaires, des actifs financiers qu'elle a acquis sur les marchés financiers. Cependant, ces titres financiers sont plus ou moins différents par rapport à leurs caractéristiques financières, notamment les rendements. Ensuite, une opération de portage de risque est menée à l'aide d'un support financier ad hoc – *special purpose vehicle*, SPV. Le portage financier est une substitution ou un transfert de droits de créances ou de titres de propriété d'une institution à une autre. Il a pour objectif de déconnecter les risques liés au portefeuille des actifs sous-jacents de l'activité de l'institution émettrice. Enfin, avant d'être cédé à de nouveaux investisseurs, le support spécialement dédié est décomposé en trois tranches de titres selon une hiérarchie offrant différents rendements proportionnels au risque de chacune d'elle.

La première tranche appelée *equity* est la plus risquée. La *mezzanine* et la *senior* sont respectivement la deuxième et la troisième tranche, supposés moins risqués, avec des rendements attendus respectivement moins importants. Les rendements sont donc inversement proportionnels aux risques qui caractérisent chaque tranche du SPV. Avec les SPV, le portage des risques se fait selon le principe de la subordination. En l'occurrence, lorsque les pertes dues à un défaut de paiement ne peuvent plus être contenues par la classe des actifs *equity*, c'est-à-dire les plus risqués, les pertes sont transférées aux actifs de la classe *mezzanine*. S'il arrive que cette dernière ne soit plus en mesure de supporter les risques de défaut, c'est la classe des actifs *senior* qui prend le relais. De fait, la rémunération des actifs de la classe *senior* est comparativement plus faible que celle des titres financiers de la classe *equity*.

Il a lieu de souligner que l'avantage de la technique des subprimes a été avéré, non seulement parce qu'elle a engendré rendements élevés, provenant majoritairement de titres financiers de la classe *equity*, mais elle a aussi permis aux institutions financières d'être plus liquides car ces titres étaient abondamment transigés sur les marchés financiers. C'est ainsi que les banques ont pu élargir leurs offres de crédits mais aussi, elles ont été en mesure d'accroître leur niveau d'endettement sur les marchés financiers grâce à un extraordinaire effet de levier (voir Encadré 2).

## ENCADRÉ 2: L'effet de levier d'une banque

L'effet de levier permet de rendre compte de la possibilité d'endettement d'une institution ou d'un ménage dans la perspective de l'acquisition d'un actif financier. Rapporté à un bilan, l'effet de levier se calcule en faisant le rapport entre le poste d'Actif et celui de Capital. Avec le développement de la désintermédiation du bilan des banques, la santé financière de ces dernières devient alors de plus en plus dépendantes des conditions des marchés financiers. De ce fait, les banques sont contraintes d'adapter leurs positions et de gérer leur levier d'endettement de façon proactive. Lorsque les conditions du marché sont favorables, elles bénéficient de la réduction des frais de capital. Par exemple, en période de croissance, les banques ont tendance à ajuster leurs postes de bilan de façon à relever leur levier lorsqu'elles perçoivent une variation des prix ou des risques.

Les SPV ont fait l'objet d'une importante demande du fait que l'une de leurs principales caractéristiques, la liquidité, ait été auto-entretenu. En effet, au début, ces titres financiers ont été facilement échangeables, donc ils sont devenus de plus en plus liquides et ainsi, davantage demandés sur les marchés financiers. Il était de ce fait plus aisé pour les intermédiaires financiers de déconnecter les actifs sous-jacents de leurs émetteurs initiaux. Or, étant des portefeuilles composés d'actifs diversifiés et indépendants les uns des autres, les nouveaux véhicules financiers sont supposés peu risqués, tout au moins en théorie. Ainsi, l'engouement pour les SPV a entraîné une course aux rendements, accélérant ainsi les transferts des risques des institutions - dont les actifs financiers sont à la base de création de ces SPV – vers d'autres investisseurs.

Cependant, en déconnectant les risques des sous-jacents de son émetteur, les SPV favorisent aussi une prise de risques sans réelle encadrement, surtout pour les institutions financières qui ont pu échapper aux réglementations prudentielles. En outre, il est apparu que la complexité du montage financier des SPV a largement facilité le contournement du maillage de la régulation prudentielle. En définitive, ces deux situations de fait ont rendu le système financier américain plus fragile et vulnérable aux risques systémiques.

C'est à ce moment que le rôle des agences de notations (voir encadré 3) a été mis en avant dans la crise de 2007 car leurs interventions ont été déterminantes dans les mécanismes de subordination. En effet, il est du ressort des agences de notation d'apprécier le niveau de risques associés aux titres financiers des classes *equity*, *mezzanine* et *senior*. En l'occurrence, une première responsabilité leur a été imputée à cause du mode d'attribution de notes aux titres

structurés tels que les SPV. Par exemple, plutôt que de noter les nouveaux titres financiers par rapport à leur risque de défaut, la notation intervient plutôt en amont, avant que les tranches (*equity*, *mezzanine* et *senior*) ne soient constituées. Or, les titres financiers structurés sont des actifs créés à partir de sous-jacents plutôt hétérogènes et regroupés suivant des tranches dont les caractéristiques sont plus ou moins proches. Donc, il fut techniquement impossible d'identifier l'institution financière cédante la plus exposée surtout que les SPV étaient facilement échangeables. Une seconde responsabilité des agences de notation a été soulignée. Ces derniers semblent avoir été coupables de collusion avec les institutions financières émettrices de titres mal évalués, notamment en prenant des participations dans ces institutions et sans en reporter toutes les informations financières probantes.

En définitive, les notations laxistes ou complaisantes des agences de notation et la prise effrénée de risques par les banques ont conduit à la naissance d'une bulle dans laquelle les institutions financières se sont retrouvées piégées.

### **ENCADRÉ 3:** Le rôle attendu des agences de notation

La mission première des agences de notation est de fournir des renseignements sur les risques de non remboursement des dettes contractées par les institutions privées ou publiques. Pour ce faire, elles proposent une note supposée refléter la qualité de l'actif financier émis par chaque institution. Par convention, les titres financiers les plus sûrs – ou jugés d'excellente qualité car présentant de faibles risques de défaut – reçoivent la notation AAA. En conséquence, les taux d'intérêt associés à l'endettement d'une institution qui émet des titres financiers jugés de cette qualité sont en général très bas. A l'opposé, parce que portées à faire face à une forte spéculation, les institutions qui émettent des titres financiers très risqués doivent supporter des taux d'intérêt élevés pour leurs endettements. Les actifs de ces institutions obtiennent la notation DDD. Ainsi, dans un système financier très libéralisé, avec des acteurs de plus en plus nombreux, la connaissance des informations financières sur ces derniers est une nécessité pour les investisseurs potentiels. Les agences de notation sont alors devenues progressivement indispensables car elles fournissent ces informations et contribuent ainsi à rendre les systèmes financiers plus efficaces. Au demeurant, le rôle des agences de notation a été consacré dans la réglementation prudentielle de Bâle II.

## **I.2 : Évolution et propagation de la crise au sein des systèmes financiers**

Le dégonflement de la bulle a débuté en avril 2007, lorsque l'une des principales institutions financières œuvrant dans l'immobilier a été mise en faillite. Les titres financiers émis dans ce secteur ont connu un repli net et ils se sont traduits par des pertes importantes. Ces dernières, par le jeu de la subordination, se sont retrouvées dans tous les actifs titrisés. Étant devenus peu attrayants et donc peu échangés, les titres structurés ont progressivement manqué d'acquéreurs potentiels. Les SPV, d'apparence liquide, se sont révélés quasi illiquides. Les caractéristiques qui ont fait leur succès, c'est-à-dire la complexité et la dissolution complète des actifs initiaux, sera aussi leur talon d'Achille. C'est sans distinction que les SPV ont été repoussés et la méfiance a envahi les principaux partenaires, principalement les banques.

La paralysie du marché interbancaire a eu pour conséquence immédiate l'assèchement monétaire. En effet, au déclenchement de la panique, aucune banque ne pouvait être clairement identifiée comme étant perdante. Cette incertitude a entraîné une crise de confiance au sein du marché interbancaire. En effet, chaque établissement de crédit apparaissait potentiellement fragile, c'est-à-dire susceptible de ne pas être en mesure de respecter ses engagements. Dès lors, les premiers dysfonctionnements du marché interbancaire sont apparus : les banques étaient réticentes à échanger, créant ainsi de facto les conditions d'un assèchement de liquidité. Pour une raison de méfiance et pour se préserver, les banques à excès de liquidité ont été de plus en plus réticentes à apporter leurs concours aux établissements ayant des besoins en liquidité. En effet, les niveaux d'exposition aux risques de défauts dus aux actifs toxiques, l'appellation donnée aux subprimes, étaient élevés alors que toutes les institutions en détenaient une part plus ou moins importante. Par ailleurs, afin de contenir les risques de défaut de plus en plus élevés, les banques ont durci leurs conditions de financement soit en réduisant le nombre de prêts soit en augmentant les taux d'intérêt.

L'ampleur et la contagion de la crise financière ont été proportionnelles d'une part, à l'exposition des ménages et des entreprises et d'autre part, au degré d'imbrication des systèmes financiers à l'échelle mondiale. C'est ainsi que les principales places financières des pays développés ont été les premières à plonger. Puis, ce sont les pays émergents qui ont été atteints par les contrecoups de la crise initiale des subprimes.

### **I.2.1 : Dans les pays développés**

Dans les pays de l'OCDE, l'assèchement de la liquidité au niveau des marchés interbancaires les a littéralement rendus inopérants.

Aux États-Unis, Bentoglio et Guidoni (2009) notaient que le spread des taux d'intérêt, traduisant la prime de risque sur les financements<sup>1</sup>, a presque triplé (34 points de base) au 9 août 2007 et quadruplé le lendemain, soit 48 points de base, pour une tendance historique de 10 à 15 points de base. Face à une prime de risque très élevée, le marché monétaire a vite manqué de liquidité. Or, comme l'indiquent Hördahl et King (2008), les banques d'investissement américaines finançaient près de la moitié de leur bilan par le biais du marché monétaire. In fine, quelles que soient leurs activités ou leurs importances, les banques en ont subi les effets pervers. Par exemple, les pertes subies par la Carlyle Capital se sont répercutées sur la Bear Stearns dont l'effondrement en mars 2008 a été in extremis évité par la Réserve Fédérale, avant sa revente à la banque JP Morgan Chase. Le 15 septembre 2008, à défaut d'avoir pu mobiliser suffisamment de fonds à court terme, la Lehman Brothers faisait faillite. La crise financière était alors à son sommet. À partir de septembre 2008, elle s'est à peu près étendue à tous les secteurs d'activité de l'économie par le biais des pertes enregistrées par presque toutes les institutions financières. La crise de liquidité se transformait alors en crise de solvabilité.

Blot et Timbeau (2009) notent que « de part et d'autre de l'Atlantique, les indices boursiers du secteur bancaire enregistrent une baisse de près de 25 %. La succession de mauvaises nouvelles continue par la suite d'alimenter la baisse. À la fin du premier trimestre 2009, l'indice sectoriel mondial des banques a perdu plus de 70 % de sa valeur, soit une perte de capitalisation boursière estimée à 4 200 milliards de dollars »<sup>2</sup>. Le graphique ci-dessous en donne une illustration.

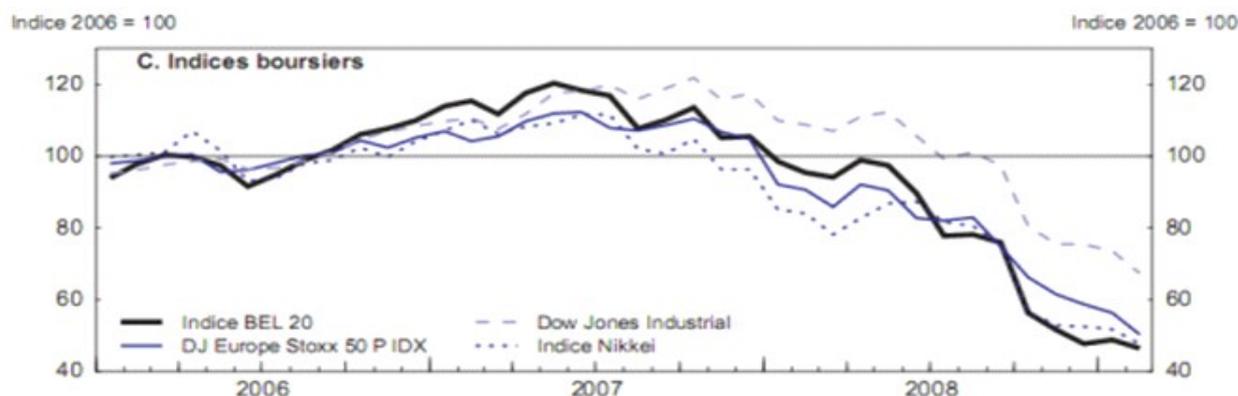
Le principal canal de contagion de la crise financière à l'économie a été l'effet de richesse. Celui-ci stipule l'existence d'une corrélation positive entre la valeur du patrimoine des ménages et les prix de leurs actifs immobiliers et/ou financiers : plus ces derniers sont faibles, plus les ménages s'appauvriront. La situation de manque à gagner ainsi créée a amené les ménages à anticiper des lendemains difficiles et donc, à réduire leur consommation afin d'épargner davantage pour lisser leur niveau de vie. In fine, la croissance économique est déprimée et une récession s'est mise en place. Le second canal, non moins important, a été celui du crédit. Dans une période d'euphorie, les banques ont tendance à desserrer les conditions d'octroi de crédits afin d'accroître le financement des projets. Ce fut le cas des crédits faciles, pour les ménages, dans le cadre du

<sup>1</sup> Ces auteurs ont adopté pour mesure, la différence « entre le taux London Inter-Bank Overnight Rate (LIBOR) US et le taux Overnight Interest Swap (OIS), à une maturité de 3 mois ». Op. cit. p.297.

<sup>2</sup> Op. cit. pp.162-163.

financement hypothécaire par les subprimes et pour les entreprises, suite à l'ouverture de nombreuses lignes de crédits alors que les marchés boursiers étaient optimistes.

**Graphique 2 : Évolution des indices boursiers**



1. 2006 pour le Japon. Données non disponibles pour l'Islande, le Luxembourg et la Turquie.

Source : Base de données des Comptes nationaux de l'OCDE; OCDE (2009), Perspectives de l'OCDE sur les pensions privées 2008 et Banque nationale de Belgique.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/646238227250>

Le retournement est intervenu aussitôt que la valeur de l'actif à la base du crédit bancaire a commencé à s'effriter. Des institutions privées aussi solidement ancrées dans l'imaginaire du *too big to fail*, telles Fannie Mae et Freddie Mac, sont passées sous la coupe de la garantie publique, alors que le 17 septembre 2008, les autorités publiques américaines décidaient du sauvetage de l'assureur AIG ! Des banques aussi importantes que la HSBC britannique ou l'UBS suisse annonçaient des pertes de près de vingt milliards de dollars US chacune. Le 18 septembre 2008, l'annonce de la nationalisation de la Northern Rock, après une brève mise sous tutelle quelques mois par la Banque centrale anglaise, a consacré l'ampleur de la contagion de la crise financière en Europe.

Ce n'est que vers la fin de l'année 2008 que la crise économique s'est propagée sur les pays émergents, avec en toile de fond, un ralentissement assez perceptible de la croissance.

### **I.2.2 : Dans les pays africains**

Dans la séquence de transmission des effets pervers de la crise financière américaine de 2007 au reste du monde, les pays émergents ont été les derniers atteints. Il ne s'agissait pas tant de la faillite de leur système financier que des répercussions sur leurs productions nationales et leurs échanges internationaux.

Cette propagation s'est davantage faite ressentir au niveau des économies bien que les systèmes financiers aient été aussi fragilisés. Cette situation s'explique essentiellement par le degré d'intégration relativement faible des institutions financières de ces pays à la finance internationale. A cela s'ajoute aussi la structure des bilans des banques. En effet, le marché monétaire est essentiellement aminé par des banques locales dont la plus grande part des ressources est constituée par les dépôts des agents nationaux et par les fonds propres. La grande majorité des opérations d'emprunts se font à travers les créances négociables, les financements interbancaires pour l'essentiel en blanc et/ou les refinancements de la Banque centrale en contrepartie des titres publics et privés domestiques. En outre, les marchés boursiers sont encore peu actifs et à tout le moins ne proposent pas encore de montages financiers complexes et sophistiqués. Enfin, le contrôle des opérations de change, un autre facteur à mettre à l'actif de l'immunisation des systèmes financiers des pays émergents, a permis de limiter le contournement des banques dans le but de faire des placements ou des investissements à l'extérieur de leur zone d'implantation.

Il est à noter que la crainte de voir les banques étrangères exercer un appel de fonds en provenance de leurs filiales dans les pays émergents, qui semblait importante au plus fort de la crise, n'a pas vraiment eu lieu. Aussi, le durcissement des conditions financières relatives aux lignes de crédits mises à la disposition des filiales par les banques mères des pays développés semble avoir été évité en Afrique.

Ainsi, si les systèmes financiers ont été relativement épargnés, la crise s'est tout de même répercutée sur les économies des pays émergents via les canaux traditionnels. Ceux-ci sont pour l'essentiel, les répercussions des anticipations et des incertitudes liées aux risques d'une récession généralisée, la contraction des échanges internationaux et le fléchissement des crédits bancaires. Avec la panique créée par la crise financière, les investisseurs étrangers dans les pays émergents ont plutôt adopté des comportements attentistes. Dans le même cadre, il a été observé une baisse des transferts des migrants, conséquence directe du chômage dans les pays développés. La montée du protectionnisme et la baisse de la demande dans les pays développés ont eu pour effet de créer des tensions sur les exportations des pays émergents. Le cercle vicieux de la baisse des entrées en devise et des recettes fiscales s'est progressivement mis en place, contraignant ainsi les pays à réviser leur programme de développement.

## **II : La gestion de la crise de 2007**

La crise de 2007 a eu l'effet de deux électrochocs dans le cadre de la gestion des politiques monétaire et de financement. D'une part, les banques centrales ont été amenées à revoir leurs fonctionnements traditionnellement reconnus et d'autre part, le tabou de l'intervention massive des autorités publiques dans les processus de financement des économies a été de facto levé. En effet, des mesures interventionnistes de sortie de crise ont été initiées autant par les banques centrales que par les autorités publiques. Ces deux aspects sont respectivement présentés ci-dessous.

### **II.1 : Les banques centrales à l'œuvre**

Le dysfonctionnement des marchés interbancaires, dans le sens d'une sévère rareté de la liquidité, a amené les banques centrales à revoir leurs modes traditionnels d'intervention.

Pour bien comprendre cette redéfinition des modalités d'intervention des institutions en charge de la gestion des moyens de paiements et des systèmes financiers, un bref rappel de la politique monétaire conventionnelle est suivi d'un exposé sur les mesures de politiques monétaires de sortie de crise.

#### **II.1.1 : La politique monétaire conventionnelle**

On désigne par politique monétaire conventionnelle les mesures prises par les banques centrales pour rendre opérationnel l'effet du taux directeur sur les activités d'intermédiation financière. Une banque centrale dispose de nombreux instruments pour mener une politique monétaire dont la gestion influe sur l'économie réelle à travers des canaux de transmission.

##### **II.1.1.1. Les instruments de la politique monétaire**

Le premier instrument de politique monétaire est l'open-market. Il s'agit pour la banque centrale de moduler la masse monétaire à partir de la vente ou des achats de titres, le plus souvent à court terme, sur le marché monétaire. Avec l'adoption du ciblage de l'inflation, l'encadrement de la croissance des agrégats monétaires a été progressivement complété par l'utilisation du second instrument : les taux directeurs. En fixant le taux directeur à un niveau souhaité, la banque centrale intervient périodiquement à travers l'open-market pour influencer sur les taux interbancaires ; c'est-à-dire le taux auquel les banques se réfèrent pour leur besoin ou leur excès de liquidité. Les institutions financières parties prenantes à l'open-market sont souvent limitées en nombres. Par

ailleurs, les opérations sont conduites sous forme d'enchère avec diverses modalités, que ce soit pour les opérations d'ajustements fins (fine tuning), pour le court et/ou le long terme.

Les banques centrales ont aussi recours aux réserves obligatoires. Il s'agit d'une fraction des dépôts des clients des institutions financières que celles-ci doivent constituer auprès de la banque centrale. Lorsque les réserves obligatoires ont un impact effectif, elles jouent autant comme un facteur régulateur de la masse monétaire que comme un instrument de régulation prudentielle. Dans le premier cas, elles permettent de contrôler le marché monétaire en accroissant ou en réduisant la demande de monnaie fiduciaire et donc, en dernier ressort d'influer sur les taux d'intérêt. Dans le second cas, à travers la contrainte d'avoir une écriture permanente dans les livres de la banque centrale, elles sont plutôt dissuasives pour les banques qui souhaiteraient, par exemple, s'engager dans une création monétaire excessive.

Par ailleurs, certaines banques centrales se présentent explicitement comme les prêteurs en dernier ressort afin d'assurer, au besoin, la stabilité des systèmes financiers. Pour ce faire, elles mettent à la disposition des banques ayant un besoin en ressources financières des fonds dits d'escompte, généralement rémunérés à un taux supérieur au taux directeur de base. Aussi, il semble important d'indiquer que les interventions des banques centrales sont souvent adossées sur des actifs. La nature de ces collatéraux, contreparties des emprunts des banques, s'avère être aussi un instrument de régulation monétaire. En effet, en relevant ou en abaissant les contraintes d'éligibilité de ces actifs, les banques centrales peuvent réguler la quantité de monnaie mise en circulation. Enfin, les banques centrales disposent de toute une gamme de mesures de réglementation prudentielle afin de mieux encadrer les établissements de crédits et éviter ainsi que le défaut des systèmes de paiements.

### **II.1.1.2. Les canaux de transmission de la politique monétaire**

Les interventions de la banque centrale influent sur l'activité économique principalement à partir des variations des taux directeurs. Les mécanismes d'enchaînement de ces impacts sur l'économie réelle sont appelés les canaux de transmission de la politique monétaire. De façon simplifiée, la séquence de base des impacts est la suivante : les variations des taux d'intérêt jouent sur les comportements des ménages, des entreprises et des intermédiaires financiers, soit en modifiant le patrimoine des agents non financiers soit en affectant les équilibres sur les différents marchés autant des biens que des services.

Lorsque ces impacts sur l'économie réelle passent par les investissements ou la consommation, on parle du canal du taux d'intérêt. Quant au canal du taux de change, il illustre la transmission des signaux de la politique monétaire sur l'économie réelle à travers les échanges internationaux. Les effets de la politique monétaire se transmettent aussi via la valeur des titres financiers. Lorsqu'ils passent par l'effet de levier (voir Encadré 2), suite à la hausse des prix des actions des entreprises, il s'agit du canal du Q de Tobin. Le canal de l'effet de richesse en est le complémentaire. Il se met en place lorsqu'il est admis que les ménages lissent leur consommation par rapport à leur cycle de vie. Ainsi, une hausse de leur richesse se traduira par un accroissement de leur niveau de consommation favorisant ainsi les investissements. À ces trois mécanismes de transmission, généralement appelés le canal du prix des actifs, s'ajoute le canal du crédit qui se décline sous deux formes : le canal strict (ou étroit) et le canal large.

Le canal du crédit illustre la transmission de la politique monétaire sur l'économie réelle à travers les opérations d'intermédiation financière des banques. Ayant été établi que les conditions de refinancement des banques dépendent des variations des taux directeurs, ces institutions les répercutent sur les conditions de financement des économies. Dans ce cas, on parle du canal du crédit strict. Dans les économies soumises à une large intermédiation financière de marché, les variations des taux directeurs modifient les structures des bilans des entreprises à travers leurs dettes ou le coût de capital. Les effets induits sur les primes de risque déterminent les comportements sur les marchés financiers. Ce mécanisme de transmission est appelé canal large, car il amplifie dans le canal du Q de Tobin et celui des taux d'intérêt. Par exemple, dans le cas d'une hausse des taux directeurs, l'endettement d'une entreprise s'accroît et entraîne ainsi une hausse des primes de risques associés à la valeur des titres qu'elle a émis. Une évolution défavorable sur les marchés boursiers aura in fine un impact négatif sur les investissements des entreprises et la consommation des ménages.

La première année du déclenchement de la crise (2007-2008), les banques centrales ont eu recours aux instruments traditionnels de gestion de la politique monétaire. À partir de septembre 2008, l'ampleur de la crise et la relative inefficacité des interventions conventionnelles des banques centrales ont amené celles-ci à repenser leurs méthodes d'action.

### **II.1.2 : La politique monétaire de sortie de crise**

L'ampleur du dysfonctionnement des marchés interbancaires a rendu inopérants les instruments traditionnels d'intervention des banques centrales. Ni les injections de liquidité à

travers l'open-market, ni l'assouplissement des conditions d'escompte n'ont pu enrayer la panique. Des nouvelles stratégies monétaires pour la sortie de la crise financière internationale de 2007 se sont imposées. Les différentes mesures mises en œuvre ont visé à pourvoir en liquidités suffisantes les institutions financières, à soutenir ces dernières contre un éventuel défaut et à rétablir la confiance dans le fonctionnement du marché interbancaire.

### **II.1.2.1. Les mesures monétaires non conventionnelles**

La crise financière de 2007 a ouvert la voie à de nouvelles formes d'intervention et de gouvernance de la politique monétaire appelées les mesures non conventionnelles.

Les mesures non conventionnelles sont principalement de trois ordres. La première mesure fut couramment appelée « la doctrine Bernanke » du *credit easing*. Il s'agit des circonstances où une banque centrale se substitue aux institutions financières pour financer indirectement les économies. Les modes opératoires de la banque centrale sont pour l'essentiel l'élargissement du refinancement et l'achat des actifs financiers. Du fait du nouveau rôle actif de la banque centrale comme intermédiaire financier au premier plan, les mesures constituant le *crédit easing* ont conduit à la modification de la composition de bilan des banques centrales, tant à l'actif qu'au passif. Elles sont résumées dans le tableau ci-dessous.

Les banques centrales ont acheté des titres financiers auprès des banques afin de mettre à la disposition de ces dernières de la liquidité. Cela s'est traduit par une augmentation de la base monétaire, d'où la modification du passif des banques centrales. L'assouplissement des conditions de refinancement ainsi que l'acquisition des titres financiers à la suite de l'élargissement des collatéraux exigibles ou celui des contreparties éligibles aux opérations d'open market, ont permis l'amélioration des conditions et des possibilités de financement bancaire. En même temps, cela c'est traduit par une modification de l'actif des banques centrales.

A ce jour, il est à souligner qu'il semble n'y avoir aucune étude proposant une évaluation de l'exposition des banques centrales aux risques inhérents au *crédit easing*.

**Tableau 1 : Politique monétaire non conventionnelle**

<b>Support bilancielle</b>	<b>Cibles</b>		<b>Instruments/procédures</b>
<b>Passif</b> du bilan de la banque centrale	Augmentation de la Base monétaire		La banque centrale achète des titres auprès des banques pour mettre à leur disposition des liquidités.
<b>Actif</b> du bilan de la banque centrale	Amélioration des conditions et des possibilités de financement bancaire	Assouplissement des conditions de refinancement	Les opérations de refinancement exceptionnelles ; L'élargissement du collatéral éligible ; L'élargissement du nombre de contreparties éligibles, etc.
		Acquisition des titres financiers	La banque centrale achète des titres financiers risqués pour en réduire le risque d'illiquidité ou sur les titres sans risques pour influencer sur la demander des titres risqués.

La deuxième plus importante mesure non conventionnelle est la fixation des taux directeurs à un niveau quasiment nul. Par ce faisant, les banques centrales espèrent ainsi ancrer les anticipations des ménages et des entreprises afin de réduire les incertitudes sur les taux courts et donc sur le niveau des taux longs. En effet, lorsque la banque centrale annonce qu'elle laissera inchangés ses taux directeurs, surtout lorsqu'ils sont bas ou presque nuls, elle permet aux intervenants de fixer leurs anticipations de façon à ce que les rendements de titres obligatoires à long terme suivent le mouvement à la baisse. Ces anticipations sont contenues aussi longtemps que la banque centrale tiendra ses engagements, surtout lorsque cette dernière indique clairement les conditions dans lesquelles elle modifiera ses taux directeurs. La Réserve Fédérale américaine a adopté cette mesure au cours du dernier trimestre 2008. Elle a été suivie par les principales banques centrales des pays industrialisés.

Mises à part ces deux mesures non conventionnelles, la crise de 2007 a amené les banques centrales à établir des collaborations inédites, souvent considérées comme la troisième série de mesures non conventionnelles. D'abord, il y a la technique du swap de devises qui vise à fournir de la liquidité à des banques étrangères autrement impossible en temps normal.

En effet, en règle générale, les textes réglementaires ne permettent pas aux banques centrales de fournir de la liquidité à des banques étrangères implantées dans leurs juridictions monétaires. Pour contourner cette contrainte, la Réserve Fédérale américaine a initié avec les banques centrales partenaires, un programme d'accord de swap de change (ou de devises). Le principe de ces opérations consiste, pour une banque centrale, à ouvrir à d'autres banques centrales une ligne de crédits libellés dans sa monnaie (voir encadré). C'est ainsi que le 12 décembre 2007, dans le cadre de son programme de facilité d'escompte (*Term Auction Credit Facility*), la Réserve Fédérale américaine a ouvert à la Banque Centrale Européenne (BCE) et à la Banque Centrale Suisse des lignes de crédits en dollars. De ce fait, les banques centrales européenne et suisse ont pu répondre au besoin de liquidité, en dollars, des banques qui relèvent de leur juridiction monétaire mais implantées aux États-Unis.

#### **ENCADRÉ 4 : Le swap de change (ou de devises)**

La technique du swap est à un échange de sous-jacent financier contre un autre entre deux institutions. C'est un contrat de financement de gré à gré dont les sous-jacents peuvent prendre différentes formes : obligations, actions, devises, taux d'intérêt, etc.

Cet accord de financement a été utilisé par les banques centrales pour la fourniture de devises aux banques en position de sous-liquidité. Le principe est le suivant : Une banque centrale A (par exemple la BCEAO) met à la disposition d'une autre banque centrale B (par exemple la Banque Centrale du Nigeria - BCN) une ligne de crédit en monnaie nationale (le Franc CFA – FCFA, qui est de fait une devise pour la BCN). Ainsi, la banque centrale B peut utiliser ces ressources pour refinancer, en devises, les banques qui relèvent de sa juridiction. Le swap de fourniture de devises établit que la banque centrale B offre les mêmes facilités de fourniture de crédits en devises à la banque centrale A.

Par exemple, supposons une banque nigériane implantée dans l'UEMOA, qui est en manque de liquidité et qui ne peut pas recevoir de refinancement, en FCFA, de la BCEAO. Cette situation se résout à travers un accord du swap de crédit. En effet, par celui-là, la BCEAO met à la disposition de la BCN une ligne de crédit en FCFA (limitée ou illimitée) que cette dernière utilise pour pourvoir la banque nigériane en devise FCFA. Ainsi, la contrainte de liquidité pesant sur la banque nigériane a été allégée tout en respectant les conditions de financement réglementaires.

L'année 2008 a vu la généralisation de ces accords d'opérations de swap. Ils ont été ouverts à la plupart des banques centrales des pays industrialisés et de certains pays émergents comme le Brésil, avec des lignes de crédits allant de 15 milliards de dollars US pour la Banque Centrale Norvégienne à un montant illimité pour la BCE. De son côté, la BCE a conclu des accords d'opérations de swap avec d'autres banques centrales de pays européens non communautaires (voir tableau, ci-dessous).

**Tableau 2 : Lignes de swap accordées par la banque centrale américaine**

Banques centrales bénéficiaires	Montants en milliards de dollars	Maturité
BCE	Illimité	30 octobre 2009
Angleterre	Illimité	30 octobre 2009
Japon	Illimité	30 octobre 2009
Suisse	Illimité	30 octobre 2009
Australie	30	30 octobre 2009
Canada	30	30 octobre 2009
Suède	30	30 octobre 2009
Brésil	30	30 octobre 2009
Corée	30	30 octobre 2009
Mexique	30	30 octobre 2009
Singapour	30	30 octobre 2009
Danemark	15	30 octobre 2009
Norvège	15	30 octobre 2009
Nouvelle-Zélande	15	30 octobre 2009
<b>Accords de fourniture d'euros entre la BCE et d'autres banques centrales</b>		
Banques centrales bénéficiaires	Montants en milliards de dollars	Maturité
Hongrie	5	30 avril 2009
Pologne	10	30 avril 2009
Danemark	12	30 avril 2009
Suisse	15	30 avril 2009

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, 2009

Toujours dans le troisième groupe des mesures non conventionnelles, la collaboration entre les banques centrales devait connaître un nouvel essor avec le risque de contagion financière à grande échelle et la récession économique latente. Il fut alors développé la politique des taux

directeurs coordonnés. En l'occurrence, les banques centrales, américaine, anglaise, européenne, canadienne, suisse, et suédoise ont convenu de baisser d'un demi-point, leur taux directeur de façon concertée le 8 octobre 2008. La banque centrale japonaise, avec un taux à 0,5 % ne pouvait que supporter l'initiative.

### **II.1.2.2. Les mesures prises pour assurer la liquidité bancaire**

L'ensemble des mesures adoptées par les banques centrales, conventionnelles ou non, visait d'abord à garantir un minimum d'intermédiation bancaire et ensuite à restaurer la solvabilité des systèmes bancaires (Dziobek et Pazarbasioglu, 1997). Au nombre de ces mesures, il peut être retenu :

- Les opérations de refinancement exceptionnelles, qui sont des interventions de refinancement par la procédure d'open market de cession temporaire (pensions ou prêts garantis) ou exceptionnellement d'échange de devises et de reprise de liquidité. Les opérations ont été offertes plus systématiquement et aussi pour des échéances plus longues. Aussi, les allocations de liquidités aux opérations principales de refinancement ont été étendues.
- L'élargissement des collatéraux éligibles. Les collatéraux éligibles, c'est-à-dire les actifs admis en garantie des opérations de crédit, ont été élargis. Le seuil des qualités de ces collatéraux ont été abaissés pour satisfaire les demandes de refinancement.
- L'élargissement du nombre de contreparties éligibles. Les banques centrales ont élargi leurs listes de contreparties éligibles, c'est-à-dire les institutions financières remplissant des conditionnalités spéciales, telles la constitution des réserves obligatoires. Cette mesure devait permettre à ces nouvelles contreparties d'avoir accès aux facilités de refinancement à travers les opérations d'open market.
- Les modifications du système de constitution de réserves. Des conditions liées à la constitution de réserves obligatoires ont été adaptées à la situation de la crise de liquidité. Elles ont pris diverses formes, notamment les exigibilités exclues de l'assiette des réserves ou la constitution des réserves sur une base consolidée.
- Les modifications du système de facilités permanentes. Les procédures de facilités permanentes, c'est-à-dire les mises à disposition par la banque centrale de prêts marginaux

aux contreparties éligibles, ont été aménagées afin de prendre en compte les nouvelles conditions assouplies de refinancement. Le but a été de fournir un support de refinancement temporaire.

Enfin, il y a lieu de noter que toutes ces mesures, largement mises en œuvre dans le cadre du *credit easing*, ont pris tout leur sens parce que le financement de ces pays par les marchés financiers est prépondérant et ce, en plus de la marchandisation assez avancée des activités bancaires. En un sens, ces mesures ont apporté une solution au manque de liquidité des banques car elles ont permis de faciliter les crédits bancaires et surtout de faire baisser les écarts de taux dans le cadre d'une politique de taux directeurs nuls.

Les différentes mesures de fourniture de liquidité ont commencé à donner des signaux positifs dès la fin de l'année 2009. Néanmoins, les effets des politiques monétaires de sortie de crise auraient sans doute été largement limités sans le soutien des autorités publiques.

## **II.2 : Les soutiens et les plans de relance des pouvoirs publics**

La mise à la disposition des institutions financières d'une liquidité presque illimitée et l'abaissement des taux directeurs à des niveaux proches de zéro ont été complétés par de vastes programmes de soutiens aux institutions financières et de relance budgétaire par les autorités publiques dans les pays de l'OCDE et dans une moindre mesure dans les pays africains. L'ampleur de ces interventions a été proportionnelle au degré d'exposition des économies aux conséquences de la crise.

### **II.2.1 : Dans les pays de l'OCDE**

Les autorités publiques des pays de l'OCDE ont largement participé à l'effort de crédibilisation des systèmes financiers par les banques centrales et/ou au sauvetage des institutions financières. Les formes d'interventions des États ont été diverses (voir tableau ci-après).

Au nombre de celles-ci, on retiendra d'abord les garanties de dépôts, les garanties sur les prêts interbancaires et sur les actifs financiers. Les garanties sont des engagements de l'État qui demeurent dans les hors-bilans des banques aussi longtemps qu'elles n'auraient pas été utilisées, même si selon les cas elles peuvent donner lieu à un versement de commission au Trésor public. Ensuite, il y a la recapitalisation voire la nationalisation des institutions financières. Les États sont largement intervenus dans le sauvetage en acquérant des titres financiers (actions, obligations ou

prêts émis par des sociétés financières) en contrepartie d'une mise à disposition de liquidité. Ce type de recapitalisation des institutions financières s'est soldé dans certains cas par une nationalisation. Puis, dans une moindre mesure, comme ce fut le cas en Belgique, il y a eu des prêts internationaux.

Ces mesures de soutiens aux institutions financières ont été rapidement appuyées par des plans de relance budgétaire pour enrayer l'emballement que la crise financière a créé.

### **Tableau 3 : Mesures de soutien par les autorités publiques dans l'OCDE**

Les premiers plans de relance ont été lancés aux États-Unis. D'abord, d'un montant de près de 170 milliards de dollars US sur deux ans, les mesures de relance de l'économie américaine ont été votées en février 2008. Elles ont porté sur des allègements fiscaux pour les ménages et les entreprises. Un deuxième plan de relance de grande envergure a été lancé une année plus tard. Bien que couvrant une période de dix ans, l'*American Recovery and Reinvestment Act* a dû consacrer sur les trois premières années l'essentiel des 787 milliards de dollar US de dépenses prévues. Dans l'Union européenne, les mesures de relance ont été laissées à l'appréciation de chaque pays de manière à ce qu'il puisse répondre à la stimulation de la demande intérieure et à l'atténuation des conséquences sociales de la crise. L'OCDE (2009) indiquait que les plans de relance, de l'ordre de 200 milliards d'euros, souffraient d'un manque de coordination au niveau des pays ; privant ainsi ces derniers des effets externes positifs des autres plans de relance.

	Instruments monétaires traditionnels		Instruments de résolution de crises						
	Injection de liquidité	Modification de taux d'intérêt	Augmentation de la garantie des dépôts privés	Garantie des prêts bancaires ou de la dette	Fonds pour acheter des billets de trésorerie	Achat d'obligation immobilières	Interdiction ou restriction des ventes de court-terme	Injection de capital <sup>1</sup>	Possibilité d'acheter des actifs toxiques
États-Unis	x	baisse	x	x	x	x	x	x	
Japon	x	baisse		x			x		
Zone euro	x	baisse	x						
Allemagne			x	x			x	x	x
France			déjà élevé	x			x	x	
Italie			x				x	x	
Royaume-Uni	x	baisse	x	x		x	x	x	
Canada	x	baisse		x		x	x		
Australie		baisse	x	x		x	x		
Autriche			x	x			x	x	
Belgique			x	x			x	x	
République tchèque		baisse							
Danemark	x	hausse/baisse	x	x		x	x		
Finlande			x	x			x		
Grèce			x	x				x	
Hongrie	x	hausse	x	x				x	
Islande		hausse	x				..	x	
Irlande			x	x					
Corée	x	baisse		x					
Luxembourg			x	x					
Pays-Bas			x	x			x	x	
Nouvelle-Zélande	x	baisse	x	x					
Norvège	x	baisse	déjà élevé	x					
République slovaque		baisse	x						
Pologne	x		x						
Portugal			x	x				x	
Suède	x	baisse	x	x		x		x	
Espagne			x	x		x	x		
Mexique	x			x					
Suisse	x	baisse	x		x			(x)	x
Turquie	x	baisse							

1. Des capitaux ont déjà été injectés dans les banques ou bien des fonds ont été alloués pour de futures injections de capital  
Source: OCDE.

## II.2.2 : Dans les pays africains

L'exposition limitée des systèmes financiers africains à la mondialisation financière explique la quasi-absence de mesures de soutiens financiers des autorités publiques aux banques dans les pays africains. Il semble en avoir été de même pour les plans de relance économique. Pour les pays africains, on a plutôt parlé de plans de consolidation au lieu de politiques de relance. En l'occurrence, les gouvernements appuyés par les banques centrales ont procédé à l'identification des mesures prioritaires à court et moyen termes pour contenir les impacts indirects de la crise financière. Par exemple, lorsque l'Afrique du Sud a pris acte de la crise économique en février 2009, il a été procédé à l'augmentation du financement des investissements publics, l'intensification des recrutements dans le secteur public, l'adoption de mesures incitatives pour le soutien des entreprises en difficultés et le maintien des transferts sociaux. À ces mesures s'ajoutent

des ajustements fiscaux en faveur des contribuables des plus faibles tranches de revenus. Au Nigéria, l'un des plus grands pôles économiques en Afrique occidentale, la structure du budget public de 2009 faisait clairement apparaître la volonté des autorités publiques de favoriser les dépenses de fonctionnement tout en réduisant les investissements. Les soutiens à l'économie ont été ciblés, notamment en faveur du secteur du textile. En outre, il a été imposé un contrôle de change, interdisant les transactions en devises sur le marché de change interbancaire, afin de limiter les fluctuations de la monnaie nationale (rapport du Comité des Ministres des Finances Africains et des Gouverneurs des Banques Centrales en date du 21 avril 2009).

En tout état de cause, les plans de relance budgétaire devait répondre à deux impératifs : une bonne coordination avec la politique monétaire et dans le cas des unions monétaires, une coordination entre les plans nationaux, à défaut d'un plan de relance commun.

### **III : Quels enseignements pour la BCEAO ?**

Quels enseignements la BCEAO pourrait-elle retirer de ces interventions ? Il faut rappeler que deux principaux éléments ont été à la base de l'émergence et de la propagation de la crise financière de 2007. D'une part, il y a la marchandisation avancée des systèmes financiers et d'autre part, on retrouve des montages financiers échappant totalement, ou en partie, à la régulation prudentielle. Du reste, par rapport aux mesures prises par les banques centrales des pays de l'OCDE, notamment dans le cadre du « credit easing », a priori une telle politique monétaire ne se justifie pas dans l'espace UEMOA car elle perdrait un peu de sa rationalité. En effet, la quasi-totalité du financement des économies se fait par les crédits bancaires plutôt que par l'émission d'actifs financiers (billets de trésorerie, obligations, crédits hypothécaires) titrisés sur les marchés boursiers. Par ailleurs, tous les débats autour du resserrement des normes de la supervision prudentielle ne devraient pas concerner directement les banques de l'Union monétaire. Bien qu'il ait été accepté que le système de supervision bancaire dans les pays de l'OCDE doive évoluer vers « Bâle III » (voir encadré), la réglementation prudentielle en vigueur dans l'UEMOA paraît pleinement adaptée pour les institutions bancaires.

En outre, la BCEAO a beaucoup innové dans la perspective d'assurer l'immunisation des systèmes financiers sous sa tutelle contre les effets ravageurs de la crise financière de 2007. En octobre 2008, la BCEAO mettait en place une structure de veille de crise dont l'objectif est de suivre l'évolution des principaux indicateurs d'alerte par rapport au développement des activités de crédits. Aussi, la banque centrale a progressivement abaissé ses taux directeurs tout en mettant à

la disposition des établissements de crédit assez de liquidité afin de maintenir les niveaux de financement bancaire. La principale mesure est certainement l'instauration d'un dialogue permanent direct avec les principales autorités des banques de l'Union monétaire. En définitive, il en ressort que le système bancaire de l'Union a été peu affecté de manière directe par la crise de 2007.

Par ailleurs, l'état actuel du niveau de développement des systèmes financiers dans l'UEMOA et à l'efficacité de la surveillance prudentielle menée par la Commission Bancaire rendent peu probable la survenance d'une crise de cette nature dans l'espace monétaire géré par BCEAO.

### ENCADRÉ 5 : Bâle III : les nouvelles règles de supervision prudentielle

Les nouvelles règles de supervision prudentielle ont été annoncées le 12 septembre par le comité de Bâle – elles sont présentées sous l'appellation Bâle III.

Au nombre des plus importantes mesures, le capital minimum requis des banques pour développer leurs activités d'intermédiation financière (engagements et placements sur les marchés financiers) a été revu dans sa constitution et par rapport à la pondération des encours de crédits. Appelé encore exigence de fonds propres, cet indicateur avait déjà évolué dans sa composition pour passer du ratio Cooke qui ne considérait que les risques de crédits au ratio McDonough dans lequel le seuil minimum de 8 % intègre, en plus des risques de crédit, les risques opérationnels (notamment de fraude) et les risques de marché (pour tenir compte de la marchandisation). Ainsi, entre autres, Bâle III propose une re-définition du Tier I (c'est-à-dire le noyau dur du capital propre d'une banque, composé pour l'essentiel du capital social et des réserves issues des résultats d'exploitation) tout en limitant les constituants admis à titre de capital. L'objectif des régulateurs est de contraindre les banques à trouver de nouveaux investisseurs et à en limiter l'utilisation de l'effet de levier car l'endettement devrait être plus coûteux. D'autres mesures ont aussi été proposées ; elles vont de l'élaboration de mesures de gestion financière contra-cycliques à la définition d'un ratio de liquidité spécifique pour les banques internationales.

Il faut noter que les rounds de négociations en vue de l'adaptation puis de la mise en place de ces mesures par les régulateurs nationaux ne font que commencer. En effet, si Bâle III devrait être entériné en novembre 2010 par conseil des chefs d'État du G20, les banques des pays de l'OCDE – pour la majorité, auront cinq ans pour les respecter progressivement (de 2013 au 31 décembre 2018). Ainsi, Bâle III rentrerait donc en vigueur le 1er janvier 2019. (Source : <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>)

Cependant, la question qui demeure en suspens dans l'UEMOA est celle de la capacité financière et la possibilité légale d'intervention des autorités publiques nationales pour sauver une institution financière, si celle-ci devait être affectée de façon structurelle et durable.

Ainsi, les enseignements de la crise de 2007 devraient inciter la banque centrale à réfléchir davantage sur les mesures proactives nécessaires pour anticiper l'occurrence d'une crise financière

de même conséquence. Ces mesures proactives découleraient de l'élaboration d'un programme de recherche que la BCEAO pourrait mener selon le principe des équipes mixtes de recherche.

### **III.1 : Des mesures proactives**

À la lumière de la crise de 2007 et des mesures correctrices apportées par les banques centrales dans le monde et afin de renforcer son éventail de mesures de gestion de la politique monétaire, la BCEAO pourrait explorer quatre pistes de réflexion relatives aux aspects ci-après :

- une meilleure compréhension du fonctionnement des intermédiaires bancaires ainsi que l'élaboration de projections pour les modalités de sauvetage des établissements de crédit ;
- une meilleure compréhension des canaux de transmission de la politique monétaire commune ;
- une analyse prospective de renforcement du policy-mix dans l'UEMOA et enfin,
- une analyse prospective de la politique monétaire et financière après les réformes de 1989 et 2003.

Chacune de ces pistes de réflexion est présentée puis complétée par la suggestion d'une série de problématiques à explorer.

#### **III.1.1 : Le fonctionnement des institutions de crédits**

Un fonctionnement adéquat des structures de financement est indispensable pour la stabilité et le développement économique. En outre, la crise de 2007 a consacré, sinon légitimée, l'intervention des autorités publiques dans le sauvetage des institutions financières en détresse. Encore faudrait-il comprendre comment fonctionnent les établissements de crédit de façon à promouvoir leurs efficacités et le cas échéant, permettre aux États d'élaborer de façon appropriée des politiques de sauvetage des institutions en défaut. En effet, si la connaissance du fonctionnement des institutions est approximative, les mesures de soutien se révèlent inefficaces sinon contreproductives.

Étant donné que jusqu'à présent la zone n'a pas connu de problèmes de supervision prudentielle handicapante, il semble que la principale interrogation porte sur la capacité des institutions de crédit à supporter une turbulence financière. La BCEAO pourrait alors envisager

d'explorer à tout le moins deux enjeux importants en lien avec le fonctionnement des institutions de crédits.

Dans un premier temps, il s'agira d'évaluer au plus juste les coûts du crédit dans l'UEMOA. Cela permettra de comprendre les liens entre les taux directeurs et les taux servis par les banques et établissements financiers. Dans un second temps, la banque centrale pourrait mettre en place un programme d'évaluation du niveau de stress financier des établissements de crédit. Le stress financier permet d'identifier jusqu'à quel niveau de chocs systémiques les banques sauront résister. Du reste, le recours à cet instrument d'alerte a été systématisé dans de nombreux pays. Cet outil complètera la gamme d'indicateurs déjà utilisés et viendra en appui à l'analyse des coûts de crédits dans l'Union.

À ce sujet, pour une meilleure compréhension du fonctionnement des banques, la BCEAO pourrait explorer les problématiques suivantes :

- Comment se forment les primes de risques de crédits dans l'UEMOA et comment ont-elles évolué ?
- Comment les banques intègrent-elles les mesures de politique monétaire dans la fixation des leurs conditions d'intermédiation ?
- Comment les banques tiennent-elles compte des autres structures de financement (microcrédit, marché boursier) pour établir leurs conditions d'intermédiation ?
- Quels sont les ampleurs et l'état du stress financier des établissements de crédit dans l'UEMOA ?
- Quels pourraient être les coûts de sauvetage des institutions financières et leurs répercussions sur les budgets nationaux ?

Une meilleure connaissance du fonctionnement des banques devrait renforcer la façon dont les banques centrales définissent et conduisent la politique monétaire. Elle est, à tout le moins, complémentaire à la compréhension et à l'évaluation des impacts des mesures de politique monétaire sur l'économie réelle.

### **III.1.2 : Les canaux de transmission de la politique monétaire**

De nombreux modèles ont établi les fondements théoriques des canaux de transmission de la politique monétaire à l'économie. Ils montrent que la politique monétaire agit sur la croissance économique à travers de nombreux canaux de transmission (pour l'essentiel, les taux d'intérêt, les crédits bancaires, le prix des actifs, les taux de change et les anticipations). Si l'architecture financière dans l'UEMOA, principalement dominée par les banques, fait penser que le principal canal est celui du crédit, il n'en demeure pas moins que les analyses empiriques appliquées à cette union monétaire sont peu nombreuses, voire inexistantes. En outre, celles-ci montrent que les banques ne semblent pas répercuter les variations des taux directeurs sur les conditions de financement des économies<sup>3</sup>. Or, si un tel effet de translation n'est pas probant, toute politique monétaire sera sans effet.

Il semble que la BCEAO améliorerait son tableau de bord avec des informations empiriques relatives à la façon dont ses signaux de politique monétaire se transmettent à l'économie réelle, et avec quelles ampleurs. En l'occurrence, il s'agirait de déterminer :

- Quelle est la réalité du canal du crédit, et dans une certaine mesure celle du taux de change, dans l'ensemble de l'UEMOA et par secteur d'activités ?
- Quelles sont les incidences des chocs financiers sur les économies réelles ?
- Quelles sont les ampleurs de la pro-cyclicité des crédits bancaires dans l'UEMOA ?

### **III.1.3 : Le renforcement du policy-mix dans l'UEMOA**

Les mesures de politique monétaire, qu'elles soient conventionnelles ou non, doivent être entreprises en adéquation avec la politique budgétaire. Cette exigence du policy-mix prend toute son importance dans une zone où les politiques budgétaires demeurent encore assez différenciées malgré les nombreux critères d'harmonisation et de convergence.

Seule ou en partenariat avec la Commission de l'UEMOA, la BCEAO pourrait initier un programme d'analyse des effets de la poursuite d'un taux d'inflation à 3 %, suivant la norme de convergence UEMOA. Cependant, bien que la BCEAO ait contribué avec succès au contrôle de l'inflation dans la zone, il demeure encore de nombreuses interrogations.

---

<sup>3</sup> Cf. les communications récentes de Kodzo G. et Kangni K. (2010) et Ary Tanimoune N. et Tenou K. (2010) du 5<sup>ème</sup> colloque BCEAO-Universités-Centres de Recherche, Dakar, 24-25 mai.

- Quels en sont les coûts et les avantages de cette cible d'inflation pour la politique monétaire dans l'UEMOA ?
- Quels sont les coûts et les avantages de cette cible d'inflation pour les économies de l'UEMOA ?
- Quels en seraient les coûts et les avantages, si cette cible devait être modifiée ?
- Quelles sont les complémentarités entre les politiques monétaires des pays de la CEDEAO et leurs coûts et avantages sur le bien-être des populations ?

#### **III.1.4 : La politique monétaire et financière après les réformes de 1989 et 2003**

Les réformes de la politique monétaire et financière de 1989 et 1993 ont consacré la libéralisation financière dans l'UMOA. Alors que le sujet était pour le moins tabou dans les cercles de réflexion et au niveau des institutions financières internationales, la crise de 2007 a ramené à l'ordre du jour la nécessité pour les autorités monétaires d'encadrer au plus près les conditions de financement des économies et surtout d'intervenir dans le processus d'intermédiation financière. Le timing semble bien indiqué pour la BCEAO de lancer la réflexion sur sa politique monétaire et financière ainsi que sur les conditions et les opportunités d'une politique de financement moins libéralisée<sup>4</sup>.

Un programme de recherche, à moyen terme, pourrait être mené sur la faisabilité d'une politique de financement sous contrainte incitative, appelée encore *financial restraint policy*<sup>5</sup>. La politique de libéralisation financière incitative est l'ensemble des mesures qui restreignent la déréglementation des systèmes bancaires dans les pays en développement afin de favoriser la création de rentes pour les banques et les conditions incitatives d'une redistribution à l'économie réelle. La principale mesure proposée dans le cadre de la politique de libéralisation financière sous contrainte incitative est la régulation des taux d'intérêt utilement complétée par de nombreuses mesures d'accompagnement, dont le contrôle de la concurrence dans le secteur bancaire, et surtout les programmes incitatifs de crédits spécifiques à chaque secteur d'activités.

Dans ce cadre, la principale question serait de déterminer comment la BCEAO pourrait inciter les banques à octroyer des financements consistants et performants, selon les secteurs, par des mesures de politique monétaire autres que le maniement du taux directeur.

<sup>4</sup> Au demeurant, le sujet a été évoqué du 5<sup>ème</sup> colloque BCEAO-Universités-Centres de Recherche, Dakar, 24-25 mai.

<sup>5</sup> Cf. entre autre Hellmann T., Mordock et Stiglitz J. (1998) et Ary Tanimoune (2003) pour une synthèse sur le sujet.

### **III.2 : Avec des équipes mixtes de recherche**

La crise de 2007 a aussi renforcé la collaboration scientifique entre les centres de recherche et les banques centrales. En effet, son ampleur a été tel que de nombreux acquis théoriques sur le comportement et le fonctionnement des institutions financières ont été remis en cause ; qu'il s'agisse du « too big to fail », c'est-à-dire l'idée qu'une grande institution financière sera toujours en dernier ressort sauvée de la faillite, ou de l'interventionnisme des autorités publiques et monétaires. De nombreux programmes de recherche ont ainsi été lancés pour une meilleure compréhension des activités d'intermédiation financière.

À l'échelle de la sous-région, la BCEAO fait déjà figure d'exception et de pionnière par rapport à sa réactivité et à sa politique d'associer – ou tout au moins de faire participer – les milieux académiques à l'analyse des tenants et aboutissants de la politique monétaire. Les deux exemples les plus illustratifs sont les rencontres scientifiques bi-annuelles que la BCEAO organise ainsi que la revue scientifique de haut niveau qu'elle s'attelle à promouvoir. Toutefois, aussi utile que cela puisse paraître, il est rare que des résultats de colloques scientifiques soient directement utilisables à titre de mesures de politiques économiques. Il y a deux raisons à cela : d'une part, bien que thématiques, ces colloques n'en demeurent pas moins trop généralistes. D'autre part, le plus souvent, les chercheurs n'ont pas à leur disposition les données complètes, les plus récentes ou les plus désagrégées. Or, une mesure de politique économique, surtout monétaire, se doit d'être la plus proche de la réalité. Par ailleurs, il semble que ni la BCEAO et encore moins les centres de recherche économiques, universitaires ou économiques dans l'UEMOA n'aient la masse critique pour mener systématiquement des analyses proactives servant de tableau de bord pour la politique monétaire. C'est dans cet ordre d'idées que la BCEAO peut envisager la constitution d'équipe mixte de recherche.

Le principe de constitution des équipes mixtes de recherche est le suivant : la banque centrale constitue sur appel d'offre, ou de façon ciblée, une équipe de recherche composée d'un chercheur ou d'un universitaire dont les travaux sont pertinents pour la thématique envisagée et elle lui associe, à titre de co-responsable du projet de recherche, un cadre de la direction de la recherche. L'équipe mixte ainsi constituée est complétée par un assistant de recherche de part et d'autre.

Les bases de travail, c'est-à-dire la problématique et les données, sont fournies par la banque centrale qui s'assure l'exclusivité des résultats, tout au moins pour un certain temps. Le

plus souvent, les études étant de haut niveau, elles sont souvent publiées dans des revues académiques dédiées au champ de la thématique. En outre, la possibilité de publication est un excellent incitatif pour les chercheurs et universitaires.

1. La BCEAO propose des thématiques bien spécifiées ;
2. Un appel à collaboration est lancé ou une collaboration *intuitu personae* est sollicitée ; elle doit préciser clairement les attentes de la BCEAO, notamment l'opérabilité des résultats attendus ainsi que les conditions minimales d'excellence de la recherche (par exemple, l'étude doit être présentée lors de communications scientifiques locales et internationales, soumission à publication, etc.) ;
3. Un programme de recherche, sur la base de la thématique identifiée par la banque centrale, est proposé par l'analyste externe. Ce programme est ensuite validé par la BCEAO. La problématique doit impérativement aboutir à une mesure applicable de politique monétaire et la BCEAO doit s'assurer la mise à disposition des outils nécessaires de travail (documentations, données, etc.). En outre, les modalités de transferts de connaissance et de renforcement des capacités doivent être explicitement précisées (par exemple, des séjours brefs d'une semaine à la BCEAO et dans le centre de recherche du co-responsable externe, séances de formation ou séminaires de recherche, etc.) ;
4. Sur la base de ce programme de recherche, la BCEAO constitue l'équipe mixte en désignant le cadre, qui devient de facto co-responsable du programme de recherche. Elle désigne aussi l'assistant. Le co-responsable, externe à la BCEAO, choisit son assistant ;
5. Enfin, les travaux peuvent débiter.

Les équipes de recherche mixtes présentent un triple avantage pour la BCEAO. D'abord, elles permettent de traiter de façon très avancée de nombreux sujets d'intérêt pour la banque centrale, mais aussi, du fait de la participation d'un professionnel, de produire des résultats de

politiques monétaires aisément utilisables par l'institution. Ensuite, grâce à un travail d'équipe, il en ressort systématiquement un transfert de connaissance et un renforcement des capacités dans les deux sens : du professionnel vers le chercheur/universitaire et vice-versa. En cela, la banque centrale continuera à favoriser le développement d'une masse critique de chercheur et d'analyse de haut niveau dans l'Union.

Enfin, toute proportion gardée, si les délais et les calendriers des travaux sont respectés de part et d'autre, la BCEAO réaliserait des économies d'échelle considérables. Bien entendu, l'idée n'est pas de réduire l'embauche de chercheurs de haut niveau ni de limiter le développement de la direction de la recherche de la banque centrale. Sauf que la réalité de la recherche a des contraintes assez peu conciliables, dans le temps, avec les impératifs administratifs. Et cela constitue en soi un frein pour les chercheurs ou, dans le meilleur des cas, une démobilisation par rapport aux travaux de recherche. En outre, la BCEAO pourrait difficilement embaucher autant de cadres dédiés à l'analyse monétaire que de spécialités en économie monétaire. Ainsi, sachant qu'une équipe mixte de recherche qui travaillerait sur un projet dans un intervalle de 18 mois coûterait certainement moins que la rémunération d'un cadre nouvellement embauché à durée indéterminée, la solution de l'équipe mixte de recherche semble encore plus optimale. Du reste, de nombreuses banques centrales de par le monde semblent privilégier cette forme de collaboration.

## **Conclusion**

La crise financière de 2007, d'abord circonscrite aux Etats-Unis, est devenue ensuite internationale avant de se muer en crise économique mondiale. Elle a été particulière dans le sens où elle ne résultait pas d'un problème de change, ni de l'éclatement d'une bulle boursière. La crise a plutôt été le résultat d'une mauvaise gestion des risques de crédit encouragée par un contrôle à minima de la qualité des sous-jacents massivement distribués au sein des systèmes bancaires dont les activités d'intermédiation sont étroitement reliées aux conditions des marchés boursiers.

La gestion de cette crise a donné lieu à une redéfinition inédite du périmètre de contrôle et de gestion de la politique monétaire avec d'une part, la mise en œuvre de mesures non conventionnelles et d'autre part, l'intervention massive des autorités publiques dans le sauvetage des institutions financières.

Les systèmes financiers de l'UEMOA semblent avoir été relativement épargnés et il semble peu probable que l'UEMOA connaisse une crise financière de même nature que celle de 2007. En effet, l'efficacité relative des contrôles de la Commission bancaire et le suivi plutôt strict de la gestion de la politique monétaire par la BCEAO paraissent en être les principaux facteurs explicatifs. En outre, la banque centrale a pris des séries de mesures pour prémunir les banques des effets ravageurs de la crise financière. Enfin, mise à part l'exposition financière internationale limitée des institutions de financement de ces économies, la structure de celles-ci est largement dominée par les banques dont les activités financières échappent presque totalement à la marchandisation.

Cependant, à la lumière des enseignements de la gestion de cette crise et compte-tenu du fait que, à ce jour, les résultats de la gestion de la politique monétaire dans la zone sont plutôt positifs, il en ressort que l'accent devrait être davantage mis sur l'analyse des mesures proactives de sortie de crise. A ce sujet, la banque centrale pourrait engager des programmes de recherche visant à établir des mesures proactives de gestion de la politique monétaire. En effet, pour la BCEAO, l'objectif ultime est de pouvoir mieux anticiper les effets de sa politique monétaire sur l'économie réelle.

## **Bibliographie**

- Artus P. (2008), « Que devraient faire aujourd'hui les banques centrales ? », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, N° 3, pp.224-230.
- Ary Tanimoune N. et Tenou K. (2010), «La politique monétaire dans l'UEMOA le canal strict du crédit, une relation empirique linéaire ? », communication au 5ème colloque BCEAO-Universités-Centres de Recherche, Dakar, 24-25 mai.
- Ary Tanimoune N (2003), *Les politiques de libéralisation financière dans les pays en développement : essai d'évaluation empirique dans les pays de l'Union Économique et Monétaire Ouest Africain*, 350 pp. Publiée sous format microfilm (03/ORLE/0501 ANRT-Grenoble 108301).
- Ashcraft, A. et Schuermann T. (2008), « Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 318, March.
- BAD/OCDE (2009), *Perspectives économiques en Afrique*, Synthèse.
- Banque de France (2009), « La crise financière », *Documents et débats*, n° 2, février 2009.
- Bentoglio G. et Guidoni G. (2009), « Les banques centrales face à la crise », *Revue de l'OFCE*, n°110, pp.
- Blot C. et Timbeau X., Du chaos financier au K.O. économique, *Revue de l'OFCE* 2009/3, N° 110, pp. 149-178.
- Blot C., Creel J., Riffart C. et Schweisguth D., Petit manuel de stratégies de sortie de crise. Comment rebondir pour éviter l'enlisement ?, *Revue de l'OFCE* 2009/3, N° 110, pp. 335-381.
- Blundell-Wignall, A. and P. Atkinson (2008), « The Subprime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform », *Reserve Bank of Australia 2008 Conference*, Sidney, October.
- Brand T. (2008), « Le rôle des agences de notation », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, N° 3, pp. 265-266.
- Brunnermeier M. K. (2008), « Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, pp.77-100.
- Buiter W. H. (2008), « Central banks and financial crisis », paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's symposium on « Maintaining stability in a changing financial system », pp.21-23, Août.
- Carlson, M, T. King et K. Lewis (2008), « Distress in the Financial Sector and Economic Activity », *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, no 43.
- Cecchetti S. (2008), « Crisis and Responses: the Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008 », *NBER Working Paper*, No. 14134, June.
- Commission bancaire de l'Uemoa, *Rapports Annuels*, diverses éditions.
- De Michelis A. (2009), « Overcoming the Financial Crisis in the United States », *ECO/WKP* (2009)10.
- Deutsche Bank (2009), « Overview of Global Policy Initiatives », *Fixed Income Special Report*, January 29.
- Eatwell J. (2009), « Une nouvelle architecture financière internationale », *L'Économie Politique*, n°42, pp. 16-21.

- Eyraud L., A. Fortin et S.Rivaud (2007), « Les effets du ralentissement immobilier sur la consommation aux États-Unis », *Trésor-éco*, n° 25, novembre.
- Feldstein M S. (2009), « Rethinking the role of fiscal policy », *NBER Working Paper*, n° 14684, janvier
- FMI (2009), *Impact de la crise financière mondiale sur l'Afrique subsaharienne*, Département Afrique.
- Fonds monétaire international (2008), *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre.
- Haugh D., Ollivaud P. et Turner D. (2009), « The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries », ECO/WKP 24.
- Hellmann T., Mordock & Stiglitz J. (1998), « Financial Restraint and the Market Enhancing View », in *The Institutional Foundations of East Asian Economic Development* (Hayami Y. and Aoki M. eds.), pp. 255-279, New York, MacMillan Press Ltd.
- Hördahl, Peter and King, Michael R. (2008), « Developments in Repo Markets During the Financial Turmoil », *BIS Quarterly*, December 2008.
- IMF (2008), « Fiscal Policy as a countercyclical tool », *The World Economic Report*, chap. 5, october.
- Impact de la crise sur les économies africaines -maintenir la croissance et poursuivre la réduction, Perspectives et recommandations de l'Afrique au G20, *Rapport du Comité des Ministres des Finances Africains et des Gouverneurs des Banques Centrales établi pour le suivi de la crise*, 21 mars 2009.
- Jorion P. (2008), « Dans l'œil du cyclone : la crise de l'immobilier américain », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1, N° 3, p. 212-221.
- Kodzo G. et Kangni K. (2010), « Crédits de court-versus long-terme et performance économique : le cas des pays de l'UEMOA », communication au 5ème colloque BCEAO-Universités-Centres de Recherche, Dakar, 24-25 mai.
- Mathieu C. et Sterdyniak H. (2009), « La globalisation financière en crise », *Revue de l'OFCE*, 2009/3, N° 110, p. 13-73
- Organisation de Coopération et de Développement Économiques, OCDE, (2008), *les perspectives économiques de l'OCDE*, Paris.
- Organisation de Coopération et de Développement Économiques, OCDE, (2009), *Réformes économiques : objectif croissance*, Paris.
- Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD, (2009), *The financial crisis: reform and exit strategies*, Paris.
- Observatoire Français des Conjonctures économiques, OFCE (2008), « Comment désamorcer une déflation ? », *Lettre de l'OFCE*, n° 305.
- Plane M. et Pujals G. (2009), « Les banques dans la crise », *Revue de l'OFCE*, 2009/3, N° 110, p. 179-219.

## **Annexes**

### **Adresses électroniques des sites web des banques centrales sélectionnées**

- Banque centrale Américaine : <http://www.federalreserve.gov/>
- Banque centrale Canadienne : <http://www.bank-banque-canada.ca/fr/index.html>
- Banque centrale des États de l’Afrique Centrale : <http://www.beac.int/index.html>
- Banque centrale des États de l’Afrique Occidentale : <http://www.bceao.int/>
- Banque centrale du Nigéria : <http://www.cenbank.org/>
- Banque centrale Européenne : <http://www.ecb.int/ecb/html/index.fr.html>
- Banque centrale Russe : <http://www.cbr.ru/ENG/>
- Banque centrale Sud-Africaine : <http://www.reservebank.co.za/>
- Banque d’Angleterre : <http://www.bankofengland.co.uk/>
- Banque de France : <http://www.banque-france.fr/>

### **Table des illustrations**

Encadré 1: Illustration d’un refinancement hypothécaire (adapté de Eyraud, Fortin et Rivaud, 2007).....	12
Encadré 2: L’effet de levier d’une banque.....	15
Encadré 3: Le rôle attendu des agences de notation.....	16
Encadré 4 : Le swap de change (ou de devises).....	26
Encadré 5 : Bâle III : les nouvelles règles de supervision prudentielle.....	34
Encadré 6 : Équipe mixte de recherche : les cinq principales étapes.....	40
Graphique 1 : Subprime et prix de l’immobilier aux États-Unis.....	13
Graphique 2 : Évolution des indices boursiers.....	19
Tableau 1 : Politique monétaire non conventionnelle.....	25
Tableau 2 : Lignes de swap accordées par la banque centrale américaine.....	27
Tableau 3 : Mesures de soutien par les autorités publiques dans l’OCDE.....	30

## Table des matières

<b>Résumé.....</b>	<b>5</b>
<b>Introduction.....</b>	<b>8</b>
<b>I. La crise financière de 2007 : du local à l'international.....</b>	<b>9</b>
I.1 : Contexte et genèse.....	9
I.1.1 : La marchandisation des activités d'intermédiation financière.....	10
I.1.2 : Les subprimes américains.....	11
I.1.3 : La titrisation.....	13
I.2 : Évolution et propagation de la crise au sein des systèmes financiers.....	17
I.2.1 : Dans les pays développés.....	17
I.2.2 : Dans les pays africains.....	19
<b>II : La gestion de la crise de 2007.....</b>	<b>21</b>
II.1 : Les banques centrales à l'œuvre.....	21
II.1.1 : La politique monétaire conventionnelle.....	21
II.1.1.1. <i>Les instruments de la politique monétaire.....</i>	<i>21</i>
II.1.1.2. <i>Les canaux de transmission de la politique monétaire.....</i>	<i>22</i>
II.1.2 : La politique monétaire de sortie de crise.....	23
II.1.2.1. <i>Les mesures monétaires non conventionnelles.....</i>	<i>24</i>
II.1.2.2. <i>Les mesures prises pour assurer la liquidité bancaire.....</i>	<i>28</i>
II.2 : Les soutiens et les plans de relance des pouvoirs publics.....	30
II.2.1 : Dans les pays de l'OCDE.....	30
II.2.2 : Dans les pays africains.....	32
<b>III : Quels enseignements pour la BCEAO ?.....</b>	<b>32</b>
III.1 : Des mesures proactives .....	35
III.1.1 : Le fonctionnement des institutions de crédits.....	35
III.1.2 : Les canaux de transmission de la politique monétaire.....	37
III.1.3 : Le renforcement du policy-mix dans l'UEMOA.....	37
III.1.4 : La politique monétaire et financière après les réformes de 1989 et 2003.....	38
III.2 : Avec des équipes mixtes de recherche .....	39
<b>Conclusion.....</b>	<b>43</b>
<b>Adresses électroniques des sites web des banques centrales sélectionnées.....</b>	<b>46</b>
<b>Table des illustrations.....</b>	<b>46</b>