

April 2009

---

## **WORKING PAPER SERIES**

2009-ECO-04

### **La situation des banques est encore périlleuse**

Eric Dor

IÉSEG School of Management, CNRS-LEM (UMR 8179)

# **La situation des banques est encore périlleuse**

Eric Dor

IESEG School of Management  
(LEM-CNRS, Université Catholique de Lille)

Avril 2009

## **Résumé**

Si la conjoncture mondiale continue à se dégrader, et d'après nos nouvelles estimations, les pertes totales des banques depuis le début de la crise pourraient s'élever à 4508 milliards de dollars sur des actifs originaires des Etats-Unis, et 898 milliards de dollars sur des actifs originaires d'autres parties du monde. Les parts de ces pertes supportées par les banques américaines et européennes s'élèveraient à 2212 et 1607 milliards de dollars respectivement. L'amélioration des résultats des banques américaines au premier trimestre 2009 reflète une augmentation normale de leurs bénéfices opérationnels dans un contexte de financement à bon marché apporté par la Federal Reserve et les pouvoirs publics, une marge d'intermédiation exceptionnellement élevée, une concurrence amoindrie par la restructuration du secteur, et des commissions importantes permises par la reprise du marché des émissions obligataires d'entreprises. Ces résultats bénéficient également de l'assouplissement des normes sur les dépréciations d'actifs et du recours à des artifices comptables. Toutefois, les vrais dangers auxquels les banques restent confrontées subsistent et sont liés aux dépréciations de titres et prêts qu'il faut encore comptabiliser. Beaucoup d'actifs issus de la titrisation de prêts toxiques restent inscrits à des niveaux surévalués et les provisions constituées pour pertes potentielles sur les prêts sont trop basses. Les banques européennes sont quant à elles dans une situation particulièrement difficile du fait de leur exposition conjointe aux actifs toxiques américains et aux prêts à l'Europe de l'Est, ainsi que par des facteurs structurels très désavantageux. Leur taille est souvent disproportionnée par rapport à celle du PIB de leur pays, ce qui les rend globalement difficiles à secourir par les Etats dans un contexte institutionnel complexe qui rend une solution européenne globale incertaine. Leur « leverage ratio » est beaucoup plus élevé que celui des banques américaines. Les banques européennes ont proportionnellement procédé à moins de dépréciations d'actifs dans leur comptes que celles déjà actées par les banques américaines, ce qui leur laisse encore une grande partie des pertes potentielles à déclarer.

## **Pourquoi l'amélioration des résultats des banques est-elle une illusion ?**

Les résultats des banques américaines au premier trimestre 2009 ont heureusement surpris les marchés et suscité une envolée de leur valeur boursière. Goldman Sachs affiche un bénéfice net de 1,81 milliard de dollars, JPMorgan Chase (qui a repris récemment la banque de détail Washington Mutual et la banque d'investissement Bear Stearns) fait état d'un bénéfice net de 2,14 milliards, Citigroup annonce un bénéfice net de 1,6 milliard de dollars et Wells Fargo a réalisé un bénéfice net de 3 milliards de dollars.

Toutefois, ces bénéfices proviennent de facteurs exceptionnellement favorables aux résultats opérationnels de grandes banques, mais ne rassurent pas sur les vrais dangers auxquelles les banques restent confrontés : les perspectives de dépréciation d'actifs et de provisions supplémentaires pour créances difficiles à récupérer. Pour les macroéconomistes, ces résultats sont tout-à-fait normaux dans les circonstances actuelles qui favorisent les résultats opérationnels, avant dépréciations d'actifs et provision, et étaient prévisibles pour les raisons suivantes:

- L'assouplissement des règles de dépréciations d'actifs, qui permet de masquer les pertes potentielles sur les crédits et titres, et le recours à d'autres artifices de compatibilité. Ainsi, Bloomberg (Bradley Keoun, 17 avril) explique qu'au premier trimestre 2009, Citigroup a comptabilisé 2,5 milliards de dollars de profits spéciaux en application de règles comptables qui permettent aux banques d'enregistrer des profits quand leur propre solvabilité se détériore. Ces règles prennent en effet en compte la possibilité qu'ont ces banques de racheter leurs propres dettes à un prix dévalué, ce qui générerait automatiquement un profit. Pour le même trimestre, et selon la même source, Citigroup a également épargné 631 millions de dollars de dépréciation en appliquant les nouvelles règles du Financial Accounting Standards Board, édictées en avril 2009, qui assouplissent les obligations de dépréciations d'actifs. Citigroup a également repris 250 millions de dollars de provisions précédentes qui avaient été constituées pour faire face à des litiges potentiels. Sans tous ces artifices de comptabilité, le résultat de Citigroup aurait été une perte !
- Une marge d'intermédiation exceptionnellement élevée, permise par la baisse spectaculaire des taux d'intérêt directeurs de la Federal reserve. Avant la crise, le taux

d'intérêt moyen des crédits octroyés par les banques américaines n'excédait que de 0,50% le taux d'intérêt moyen qu'elles payaient sur leurs emprunts. Cette marge est maintenant comprise entre 3% pour les emprunteurs les plus sûrs et 7% pour les emprunteurs moins sûrs. Sur les prêts octroyés par les cartes de crédit, les marges d'intérêt sont comprises entre 12 et 20%.

- Des commissions importantes permises par le reprise du marché des émissions obligataires par les entreprises : ces obligations d'entreprises bénéficient de l'engouement des investisseurs et répondent aux besoins accrus de liquidité des émetteurs. En janvier et février, les banques ont également encaissé plus de 600 milliards de dollars de commissions sur émissions obligataires.
- De fortes économies sur les coûts avec une diminution de 260 000 emplois en un an dans le secteur financier
- L'impact positif des plans de sauvetage orchestrés par le Trésor, la Fed et la FDIC avec leurs facilités de financement et les garanties publiques octroyées, qui permettent aux banques de se financer à bon marché à des taux proches de ceux que paie le gouvernement.
- La concentration accélérée du secteur, après les faillites ou absorptions de banques, qui permet à certaines de se retrouver avec moins de concurrentes

Les analystes s'inquiètent toutefois de l'insuffisance des provisions que les banques constituent dans leurs comptes pour faire face à des pertes futures occasionnées par des défauts de remboursement de leur prêts et des dépréciations d'actifs. Au premier trimestre 2009, plusieurs grandes banques ont constitué les provisions suivantes : Wells Fargo & Co. 4,6 milliards de dollars, Citigroup 2,7 milliards de dollars, GE Capital 2,3 milliards de dollars , JPMorgan Chase 10 milliards de dollars. Ces provisions sont toutes très inférieures à ce qui serait nécessaire au vu de l'évolution probable des défauts de remboursement sur les prêts octroyés par les banques. La direction des grandes banques est manifestement beaucoup trop optimiste. Les données historique montrent que le taux de défaut sur les prêts ne commence à diminuer qu'une demi année au moins après que le taux de chômage ait atteint son sommet et se soit orienté à la baisse. Or, le taux de chômage aux Etats-Unis est encore en pleine augmentation et n'atteindra son sommet qu'en 2010, au mieux. Le pourcentage de réserves déjà constituées par les banques, mesuré en avril 2009, varie d'une banque à l'autre. Ainsi, JPMorgan Chase & Co. a constitué des réserves équivalentes à 6,68% de l'encours total

de ses prêts. Par contre Citigroup ne détient des réserves que pour 5,07% de ses prêts totaux en cours.

Pour bien saisir l'ampleur du problème, il faut se rendre compte que les bénéfices opérationnels des banques vont être insuffisants pour absorber les dépréciations d'actifs et provisions pour prêts en défaut de remboursement. Les prêts défaillants augmentent à un rythme annuel de 3%, alors que les bénéfices (avant constitution de provision pour éponger les pertes sur ces prêts) n'augmentent que de 2,5%.

Par ailleurs les dépréciations des actifs soumis aux règles « mark to market » continuent à un rythme soutenu. Par exemple Citigroup a procédé à des dépréciations de ses RMBS et autres investissements dans sa division trading pour 5,62 milliards de dollars au premier trimestre 2008, après 14.1 milliards de dollars au trimestre précédent.

Les analystes financiers qui suivent les valeurs bancaires américaines sont d'avis que, si les pertes sur les prêts hypothécaires résidentielles ont été déjà actées pour la moitié dans les comptes des banques, seulement un tiers des pertes sur les autres prêts ont été prises en compte.

Si ils semblerait, d'après plusieurs sources, que les 19 grandes banques américaines actuellement examinées par les autorités de régulation vont réussir les tests de résistance, leur solvabilité réelle reste incertaine. En effet les hypothèses qui sous-tendent les scénarios de crise, auxquels la résistance de leur solvabilité est simulée, semblent encore trop optimistes et déjà dépassées par la réalité actuelle. Le plan de partenariat public-privé, établi par l'administration pour racheter les actifs toxiques, peut effectivement améliorer la situation des banques dont la solvabilité intrinsèque est assurée, moyennant une éventuelle recapitalisation supplémentaire que les pouvoirs publics sont prêts à apporter. Par contre les banques dont l'insolvabilité est diagnostiquée, après des test de résistance réalistes, doivent plutôt être nationalisées temporairement, nettoyées et privatisées par la suite. La résistance politique à cette vraie solution ne peut que retarder la consolidation du système financier.

Quant aux banques européennes, dont la taille du bilan est souvent disproportionnée par rapport au produit intérieur brut de leur pays, elles continuent à être fortement exposées aux actifs toxiques américains, mais aussi aux pays émergents, dont l'Europe de l'Est.

## **Globalement, quelle sera l'ampleur totale des pertes des banques ?**

Le FMI vient une nouvelle fois de relever fortement, en avril 2009, ses estimations des pertes totales que les banques et les compagnies d'assurance devraient subir sur leurs actifs, à l'échelle mondiale. Ces pertes s'élèveraient à 4000 milliards de dollars. Les pertes sur les actifs originaires des Etats-Unis s'élèveraient à 3100 milliards d'ici à 2010, contre une estimation précédente de 2200 milliards de dollars, formulée en janvier 2009. Les pertes sur des actifs originaires d'Asie et d'Europe s'élèveraient à 900 milliards de dollars. Et le FMI annonce déjà que ces nouvelles estimations sont susceptibles d'être encore revues à la hausse !

Ces estimations des pertes sur les actifs originaires des Etats-Unis rejoignent progressivement celles formulées en janvier 2009 par l'économiste Nouriel Roubini et qui sont très crédibles. Il y a actuellement 12300 milliards de dollars de prêts en cours originaires des Etats-Unis, c'est-à-dire octroyés par des institutions financières localisées sur le territoire de Etats-Unis, quelle que soit la nationalité du groupe dont elles font partie. Les pertes sur ces prêts devraient atteindre 1600 milliards de dollars. A cela il faut ajouter 2000 milliards de perte de valeur de marché des titres issus de la titrisation aux Etats-Unis, sur un total de 10840 milliards d'encours avant dépréciation. Les pertes totales sur les actifs originaires des Etats-Unis s'élèveraient alors plutôt à 3600 milliards de dollars d'ici 2010 (donc plus que la nouvelle estimation de 3100 par le FMI).

Pour notre part, au vu de la très forte dégradation de l'économie mondiale et des échanges internationaux, nous estimons qu'il y a une forte probabilité que ces pertes soient encore plus élevées : 2239 milliards de dollars sur les prêts non titrisés américains et 2269 milliards sur les titres de dette dont ABS de toutes natures émis aux Etats-Unis, soit un total de 4508 milliards de dollars. A cela s'ajouteraient 898 milliards de dollars de pertes sur des crédits originaires d'autres parties du monde. La part des banques américaines dans l'ensemble des pertes s'élèverait à 2212 milliards de dollars, contre 1607 milliards pour les banques européennes. Ces estimations correspondent évidemment à un scénario plutôt pessimiste, mais il est prudent d'en considérer la possibilité.

**Pertes sur actifs**  
**Estimations IESEG School of Management**

**En milliards de dollars**

		Encours	% perte	perte			
				totale	pour les banques US	pour les banques EUR	pour autres créiteurs
<b>prêts originaires des Etats-Unis</b>	Prêts hypothécaires Subprime	300	55%	165	132	10	23
	Prêts hypothécaires Alt-A	600	29%	174	122	9	43
	Prêts hypothécaires Prime	3800	9%	342	122	9	211
	Prêts Immobilier commercial	2400	28%	672	469	35	168
	Prêts à la consommation	1400	19%	266	201	15	50
	Prêts commerciaux	3700	15%	555	443	38	74
	Prêts à levier	170	38%	65	39	3	23
	<b>Total</b>	<b>12370</b>		<b>2239</b>	<b>1528</b>	<b>115</b>	<b>596</b>
<b>titres originaires des Etats-Unis, Mark-to-Market</b>	ABS	1100	55%	605	188	182	235
	ABS CDO	400	95%	380	125	114	141
	Prime ABS	3800	5%	190	36	57	97
	CMBS	940	35%	329	109	99	121
	ABS consommation	650	25%	163	54	49	60
	Dette entreprise high grade	3000	9%	270	97	81	92
	Dette entreprise high yield	600	35%	210	80	63	67
	CLO	350	35%	123	48	37	38
	<b>Total</b>	<b>10840</b>		<b>2269</b>	<b>736</b>	<b>681</b>	<b>852</b>
<b>Total actifs US</b>		<b>23210</b>		<b>4508</b>	<b>2264</b>	<b>795</b>	<b>1449</b>
<b>crédits autres débiteurs</b>	crédits à l'Europe de l'Ouest et assimilée	-	-	300	5	290	5
	crédits à l'Europe de l'Est	1545	28%	433	15	407	11
	crédits à Amérique Latine	883	9%	79	15	56	8
	crédits à autres PVD	1720	5%	86	12	58	16
<b>Total crédits autres débiteurs</b>				<b>898</b>	<b>48</b>	<b>812</b>	<b>38</b>
<b>Total</b>		-		<b>5406</b>	<b>2212</b>	<b>1607</b>	<b>1587</b>

## **Pourquoi ces estimations des pertes peuvent-elles encore être révisées à la hausse ?**

Les estimations ci-dessus dépendent d'hypothèses sur l'ampleur de la récession et de ses conséquences. Si ces hypothèses sont trop optimistes, elles sous-évaluent les pertes potentielles. Par exemple les estimations de Nouriel Roubini se basaient en janvier sur l'hypothèse d'une baisse supplémentaire des prix de l'immobilier de 20% et d'un maximum de 9% pour le taux de chômage aux Etats-Unis.

Or tout indique que le taux de chômage va dépasser ce niveau. Le taux de chômage américain a déjà atteint en mars son plus haut niveau en 25 ans, à 8,5%, alors que la récession est encore en train de s'accroître. Le taux de chômage officiel atteindra vraisemblablement 10,5% ou 11% d'ici décembre 2009. Depuis l'automne, l'économie américaine détruit plus de 650 000 emplois par mois. De décembre 2007 à mars 2009, 5 100 000 emplois ont été détruits. Il y a 13 200 000 chômeurs, dont 3 200 000 chômeurs de longue durée (27 semaines ou plus). Par ailleurs de nombreux sans emploi sont absents des statistiques parce qu'ils ont tout simplement renoncé à trouver un nouveau job. Il y a en plus actuellement 9 300 000 travailleurs occupés à temps partiel contre leur gré à défaut d'opportunités à temps plein : c'est quatre millions de plus qu'il y a un an. Au total, le taux de sous-emploi doit déjà être de l'ordre de 15% aux Etats-Unis.

La récession va durer beaucoup plus longtemps que ce que certains acteurs des marchés financiers semblent croire. L'indice ISM montre que le secteur des services (90% de l'activité) s'est encore contracté en mars. Quant au rythme de baisse des prix de l'immobilier résidentiel, il est actuellement autour de 25% par an.

Alors que les premières pertes des institutions financières portaient sur des prêts hypothécaires « subprime » et des actifs issus de la titrisation de ces prêts (RMBS, ...), elles subissent maintenant des pertes sur d'autres catégories de prêts hypothécaires, sur les prêts liés aux cartes de crédit, sur les prêts commerciaux, ... L'intensité de la récession multiplie les débiteurs qui ne peuvent plus rembourser leurs emprunts.

En février 2009, le pourcentage des emprunts sur cartes de crédit qui ne sont pas honorés par les débiteurs a atteint 8,82 % aux Etats-Unis, un record historique ! Ce taux était encore à 5,59% en février 2008, et 4.51% en décembre 2007. Ce taux ne cesse de se dégrader. American Express a déclaré un taux de défaut sur cartes de crédit de 8,7% en février 2009 contre 8,3% en janvier, et Citigroup a fait état d'un taux de défaut de paiement sur cartes de crédit de 9,33% pour le mois de février, contre 6,95% en janvier. Du fait de l'augmentation du chômage, on prévoit maintenant que le taux de défaut sur les emprunts par carte de crédit va bientôt atteindre 10,5%. Les pertes potentielles sont énormes, car l'encours de lignes de crédit sur cartes s'élève à 5000 milliards de dollars aux Etats-Unis, dont 800 milliards effectivement utilisés. Si les hypothèses très réalistes formulées ci-dessus se vérifient, les pertes correspondantes pourraient atteindre au total entre 70 et 75 milliards de dollars pour les banques américaines. En réponse à cela, les banques vont supprimer pour 2000 milliards de lignes de crédit en 2009 et encore pour 700 milliards en 2010.

Pour essayer de compenser ce risque accru de défaut sur les prêts liés aux cartes de crédit, les banques américaines relèvent drastiquement le niveau des taux débiteurs. Le taux débiteur sur cartes de crédits a été augmenté, pour valoir de 12 % à 16% au-dessus du prime rate en mars 2009. C'est un quasi doublement depuis mars 2008. Cette marge s'ajoute au prélèvement de 3% à 5% du montant des transactions prélevé sur les vendeurs. Toutefois ce renchérissement des conditions de crédit ne peut qu'acculer encore davantage les ménages surendettés au défaut de paiement.

L'immobilier commercial américain est en pleine déroute et devient une source de pertes importantes pour le secteur bancaire américain. Dans ce secteur les loyers commerciaux ont chuté en moyenne de 40 à 50%, tandis que les prix des biens immobiliers commerciaux ont chuté de 30 à 40%. Aux Etats-Unis, près de 814 milliards de dollars d'emprunts immobiliers commerciaux arriveront à maturité d'ici deux ans (estimations Foresight Analytics), alors que la capacité des débiteurs à les rembourser est très incertaine. La faillite du géant de l'immobilier commercial General Growth Properties à la mi-avril 2009 confirme les déboires du secteur. Le courtier immobilier Fox-Pitt Kelton évalue à 63 milliards de dollars les pertes que devraient encore subir les banques actives dans ce secteur. Les banques régionales américaines vont particulièrement subir les effets de l'effondrement de l'immobilier commercial, mais des grandes banques y sont exposées également. Rien que Morgan Stanley pourrait subir 2,6 milliards de dollars de pertes sur l'immobilier commercial.

## **Quelles conséquences sur la situation globale des banques ?**

La contradiction majeure des banques actuellement, à l'échelle mondiale, c'est qu'elles peuvent fonctionner avec un cash flow positif, mais avec une position globale d'insolvabilité technique en capital. Evidemment c'est une constatation pour le système bancaire pris globalement : à l'intérieur de celui-ci, certaines banques sont très saines tandis que d'autres sont techniquement insolubles.

Il est clair que le résultat opérationnel des banques redevient positif actuellement, grâce à une marge d'intermédiation confortable : elles peuvent emprunter à court terme à des niveaux très bas aux autorités monétaires, et prêter à long terme à des taux élevés.

Mais ces bénéfices opérationnels seront insuffisants pour absorber les pertes dues à la dépréciation de leurs actifs, et dont elles n'ont encore provisionné qu'une petite partie. Leurs fonds propres sont inférieurs à ces pertes potentielles. Si elles étaient toutes obligées d'acter immédiatement l'entièreté de ces pertes prévues à leur bilan, certaines d'entre elles seraient en insolvabilité.

## **Quelle recapitalisation des banques doit-elle encore être effectuée ?**

Les estimations varient mais on peut affirmer qu'en avril 2009, entre 1000 et 1200 milliards de dépréciations d'actifs et provisions ont déjà été enregistrées comptablement aux bilans des banques du monde depuis le début de la crise financière.

Les statistiques disponibles à la mi-avril 2009 chez Bloomberg permettent d'évaluer que les banques américaines auraient déjà procédé à des dépréciations d'actifs pour 729,3 milliards de dollars depuis début 2007, tandis que les banques européennes auraient déprécié des actifs pour 296,9 milliards de dollars sur la même période.

Dans le même temps les banques américaines auraient bénéficié d'augmentations de capital de 572,6 milliards de dollars, et les banques européennes pour 333,4 milliards de dollars.

Il y aurait donc encore, au vu de l'ampleur des pertes potentielles évoquées à la section précédente, entre 2800 et 3500 milliards de dollars de pertes supplémentaires à enregistrer. Nul doute que les fonds propres actuels des banques, en dépit des augmentations récentes de capital apportées par les pouvoirs publics et le secteur privé, ne suffisent pas pour absorber ces pertes comptables additionnelles. De nouvelles recapitalisations massives sont nécessaires.

En janvier 2009, le FMI, reprenant des données de Bloomberg, estimait que les banques du monde n'avaient encore procédé qu'à des dépréciations pour 792 milliards de dollars à leur bilan. En même temps elles avaient déjà levé pour 826 milliards de capital supplémentaire, dont 380 milliards de capitaux publics. Toutefois les perspectives d'amplification des pertes, sur les prêts comme sur les titres, laissent déjà percevoir la nécessité de recapitalisations massives additionnelles du système bancaire. Rien que pour l'Europe et les Etats-Unis, le FMI estimait en janvier 2009 que 500 milliards d'apport de capitaux supplémentaires seraient nécessaires d'ici à 2010.

### **Quelles sont les implications pour les banques américaines ?**

La situation dramatique des banques américaines a été montrée clairement par Nouriel Roubini (2009). Les banques commerciales et broker dealers américains ne subissent qu'entre 60% et 70% des 1600 milliards de dollars de pertes sur les prêts non titrisés émis aux Etats-Unis, soit 960 à 1120 milliards de dollars, parce qu'une partie de ces prêts ont été émis par les filiales américaines de groupes européens ou asiatiques. De la même manière les banques commerciales et broker dealers américaines ne détiennent que 30% à 35% des titres issus de la titrisation de prêts accordés aux Etats-Unis, et donc ne subissent que 30% à 35% des 2000 milliards de pertes correspondantes, soit entre 600 et 700 milliards de dollars (40% des ABS originaires des Etats-Unis sont détenus à l'étranger, et 60% par des institutions américaines, dont la moitié par les banques). Au total les banques commerciales et broker dealers américains doivent quand même subir des pertes comprises entre 1560 et 1820 milliards de dollars. Comme leurs fonds propres ne s'élevaient qu'à 1400 milliards de dollars au troisième trimestre 2008 (1100 pour les banques de dépôt assurées par la FDIC et 100 pour les banques

d'investissement ou « broker dealers », leur solvabilité est clairement menacée. Les 250 milliards de recapitalisation apportés par les pouvoirs publics au quatrième trimestre 2008 n'ont pas suffi.

Goldman Sachs avait estimé en janvier 2009, de manière un peu moins pessimiste, que les institutions financières US subiraient des pertes de 1000 milliards de dollars sur leurs prêts, et a fait remarquer que les 250 milliards de recapitalisation par les pouvoirs publics dans le cadre du TARP en 2008 et les 350 milliards de recapitalisation par le secteur privé en 2008 sont insuffisants pour couvrir ces pertes et maintenir le niveau des fonds propres à un plancher suffisant. Au moins 200 milliards de recapitalisation supplémentaire seraient nécessaires pour que les fonds propres atteignent un niveau suffisant, et beaucoup plus pour permettre une expansion du crédit et se prémunir contre une augmentation des pertes..

Si on retient nos propres estimations des pertes aux Etats-Unis, les banques et « broker dealers » américains perdraient presque 2275 milliards de dollars au total sur leurs actifs (prêts et titres), et auraient donc besoin d'encore plus de fonds propres supplémentaires pour restaurer leur solvabilité.

## **Dans quelle situation sont les banques européennes ?**

Loin d'être moins critique que celle de leurs concurrentes américaines, les banques européennes sont dans une situation assez périlleuse en raison de facteurs structurels qui leur sont particulièrement défavorables

### **- Une taille importante relative à celle de leurs pays**

Le total des actifs des banques de la zone euro s'élève à 25000 milliards d'euros, c'est-à-dire 2,7 fois le produit intérieur brut annuel de la zone. Ce montant ne comprend que leurs établissements de la zone euro et exclut les filiales des banques de la zone euro qui se situent en dehors de la zone (Europe de l'Est, Etats-Unis, ...).

Pour l'ensemble de l'Union Européenne, le total des actifs des banques atteint plus de 41000 milliards d'euros.

**- Des ratios de leverage beaucoup trop élevés**

A la mi 2008, le « leverage ratio » s'élevait à 83 pour Hypo Real Estate Holding, 64,4 pour Dexia, 59,1 pour Deutsche Bank, 48,8 pour ING, 46,9 pour UBS, 40,5 pour le Crédit Agricole, 39,3 pour Commerzbank, 36,1 pour BNP, 33,4 pour le Crédit Suisse, 33,3 pour Fortis, 30,3 pour la Société générale, ...

**- Une plus forte exposition aux pays émergents**

Le portefeuille de prêts aux pays émergents des banques européennes, de 2.550 milliards d'euros, dépasse de loin celui de leurs concurrentes américaines et japonaises. Les banques de l'Union Européenne sont exposées à hauteur de 1400 milliards de dollars au risque de l'Europe de l'Est (certains analystes montent jusqu'à 1600). Les banques autrichiennes, italiennes, françaises, belges, allemandes et suédoises détiennent 84% de ces prêts.

**- Un retard important dans la reconnaissance comptable des pertes**

Goldman Sachs, le 25 mars 2009, a évalué les pertes potentielles des banques de la zone euro à 922 milliards d'euros, représentant 10,1% du PIB de la zone euro, en tenant compte de leur exposition à des prêts à l'Europe centrale et orientale et aux actifs toxiques émis aux Etats-Unis. Sur ce montant estimé, un tiers environ (346 milliards d'euros) aurait déjà été reconnu comptablement, ce qui revient à dire que les banques de la zone euro auraient encore plus de 584 milliards d'euros de pertes à déclarer. C'est un scénario de base, les pertes potentielles pouvant doubler dans le scénario le plus pessimiste.

D'après les données d'Agefi publiées en mars 2009, Les banques européennes ont déjà reconnu 234 milliards d'euros de pertes depuis le début de la crise. Les fonds propres des banques européennes ne sont valorisés comptablement qu'à 1.000 milliards d'euros, après prise en compte des nouveaux apports en capitaux de 293 milliards d'euros, dont la moitié apportée par les Etats.

Ces estimations sont compatibles avec celles d'autres publications. En janvier Bloomberg évaluait ainsi les dépréciations déjà actées comptablement par les banques européennes à 296,9 milliards de dollars, et les augmentations de leur capital à 333,4 milliards de dollars.

Goldman Sachs a estimé récemment que les banques de la zone euro auraient déjà déprécié des actifs à leur bilan pour un montant équivalent à 346 milliards d'euros, soit 3.8% du PIB de la zone : 117 milliards d'euros (1.3% du PIB) en provisions pour des pertes sur leurs prêts, 109 (1.2% du PIB) en dépréciation de titres, et 120 milliards d'euros (1.3% du PIB) en Foreign recognitions. Elles pourraient encore être amenées, d'après la banque, à déprécier des actifs pour 569 milliards d'euros (6% du PIB de la zone). Le total des pertes sur actifs des banques de la zone euro s'élèverait donc à 915 milliards d'euros (10% du PIB de la zone) dont 528 milliards dans leurs établissements de la zone euro et 387 milliards dans leurs filiales en dehors de la zone euro. Les pertes des établissements localisés dans la zone se répartissent en 343 milliards sur des prêts domestiques, 76 milliards sur des prêts à des débiteurs étrangers, 57 milliards sur des actions, et 52 milliards sur des instruments de dettes. Les pertes des filiales extérieures sont concentrées surtout dans les filiales américaines pour 310 milliards d'euros et l'Europe Centrale ou Orientale pour 77 milliards d'euros.

Nos propres estimations des pertes des banques européennes sont présentées dans le tableau d'une section précédente ci-dessus.

### **- Un niveau d'endettement des entreprises trop élevé**

Dans l'Union Européenne, les dettes des entreprises s'élèvent à 95% du produit intérieur brut total de l'Union, contre 50% aux Etats-Unis. Ce niveau d'endettement élevé des entreprises est préoccupant en période de récession économique durant laquelle le risque de défaut s'accroît significativement.

### **- Une exposition très forte aux actifs toxiques américains**

Selon la Banque des Règlements Internationaux, 20% des établissements bancaires situés aux Etats-Unis sont des filiales de banques de la zone euro. D'après le FMI, l'exposition des banques européennes aux actifs toxiques américains aurait atteint 75% de celle des banques américaines elles-mêmes. Or les banques des Etats-Unis ont déjà procédé à des dépréciations

comptables pour quelque 738 milliards de dollars alors que les banques européennes n'auraient encore reconnu que 294 milliards de dollars de dépréciation.

**- Une exposition trop élevée aux risques de contrepartie sur les CDS**

AIG avait vendu des CDS aux banques européennes pour les couvrir contre le défaut de paiement de plus de 300 milliards de dollars de crédit qu'elles avaient accordé (sur un total de 500 milliards couverts par les CDS émis par AIG. Cette information provient de l'annexe K-10 du rapport annuel d'AIG. La faillite d'AIG aurait eu un effet dévastateur sur les banques européennes.

**- Un environnement institutionnel qui rend difficile de trouver une solution globale**

L'intégration des marchés financiers européens exclut des solutions purement nationales mais dans le même temps l'état actuel des institutions rend difficile une action européenne coordonnée pour assainir le secteur bancaire. Comme aux Etats-Unis, il y a certainement en Europe de grandes banques susceptibles d'être en insolvabilité technique. L'environnement légal et politique ne permet pas de dupliquer en Europe les solutions inventées aux USA, particulièrement l'action coordonnée entre le Trésor américain, la FDIC et autres autorités de régulation bancaire, et la Federal Reserve. En Europe, il faut réussir à déployer une action coordonnée, et juridiquement fondée, entre l'Eurosystème, composé de la BCE et des anciennes banques centrales des pays de l'UEM, les autorités de régulation bancaire de chaque pays de l'union monétaire, et les gouvernements de chacun d'eux. La situation se compliquerait encore si le sauvetage d'une banque européenne aux activités transfrontalières exigeait une coordination entre pays de la zone euro et pays hors zone euro. Le souhait de certains gouvernements d'assouplir les normes comptables pour l'évaluation des actifs toxiques, comme l'ont fait les Etats-Unis, ne peut conduire qu'à cacher temporairement les situations d'insolvabilité technique, sans apporter de solution réelle au problème. Ces inquiétudes vis-à-vis de la capacité des institutions européennes à résoudre des problèmes économiques systémiques explique partiellement l'appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro.

## **A quelle évolution conjoncturelle les banques sont-elles confrontées ?**

### **- L'effondrement de la demande aux Etats-Unis**

Contrairement à ce que certains avaient cru, la construction résidentielle continue à s'effondrer aux Etats-Unis. Les mises en chantier de logements et les permis de construire délivrés aux Etats-Unis se sont effondrés en mars 2009, chutant de 10,8% et 9,0% respectivement, après leur rebond inattendu du mois précédent. Le volume des permis de construire délivrés a ainsi atteint son plus bas niveau depuis le début de la publication de cette statistique en 1960. Sur un an, la baisse du nombre de permis délivrés en mars atteint 49,5%. Cette rechute des permis octroyés intervient alors que la reprise des marchés de l'immobilier et de la construction est considérée comme l'une des clefs de sortie de la crise.

Depuis le début de la crise printemps 2007, le patrimoine net des ménages américains a fondu de 20%, ou 12 900 milliards de dollars. Les conséquences sur la demande des ménages sont dévastatrices. Les ventes au détail ont rechuté de 1,1 % en mars 2009, et la production industrielle du même mois a été à nouveau en recul de 1,5 %. La production industrielle a ainsi enregistré un cinquième recul mensuel consécutif. Fin mars 2009, la production des entreprises industrielles aux Etats-Unis était inférieure de 12,8% à son niveau de mars 2008. Son niveau est revenu à celui de 1998 ! Le taux d'utilisation des capacités industrielles dans le pays est tombé à 69,3% (contre 70,3% en février), son plus bas niveau depuis le début de la publication de cette statistique en 1967.

Le risque de déflation se concrétise. Les prix de détail ont baissé en mars 2009 aux Etats-Unis, affichant leur premier recul annuel depuis presque 55 ans. Cette contraction des prix de détail suit celle de 1,2% des prix à la production. Les prix de l'énergie ont baissé de 3% en mars après une hausse de 3,3% le mois précédent. Ils sont inférieurs de 23% à leur niveau d'il y a un an.

La très légère baisse des inscriptions hebdomadaires au chômage enregistrée le 10 avril 2009, à 610000 contre 663000 le 3 avril 2009, et la baisse associée de la moyenne mobile sur 4 semaines de cette statistique, a déjà conduit certains analystes à en conclure que la chute de l'activité ralentirait, ce qui pourrait précéder un retour prochain à la croissance. Toutefois il est beaucoup trop tôt pour procéder à de telles interprétations. Il y avait déjà eu de telles baisses temporaires des inscriptions hebdomadaires au chômage les 27 décembre 2008, 3

janvier 2009 et 10 janvier 2009, mais qui avaient été bientôt suivies de nouvelles augmentations. Un pic de la moyenne mobile aurait aussi pu être fallacieusement décelé en mars 2009.

De manière générale le ralentissement de la chute de l'activité, suggérée par certains indicateurs, est tout-à-fait normal après plusieurs trimestres de récession, mais est insuffisant pour indiquer une reprise imminente de la croissance. L'activité se contracte encore, mais à un rythme moins rapide. Le risque principal est une stabilisation de l'activité à un niveau bas, très en deçà du plein-emploi, pour de nombreuses années, en raison du surendettement des agents économiques, de l'insolvabilité du système bancaire et de la stagnation du commerce extérieur.

#### **- La récession se poursuit en zone euro**

La production industrielle de la zone euro a baissé de 2,3% sur un mois en février 2009, mais de 18,4% par rapport à février 2008, ce qui constitue une chute record depuis 1990.

L'indice du sentiment économique a atteint un nouveau point bas historique dans l'UEM à 64,6 en mars 2009, contre 65,4 un mois plus tôt. La confiance des patrons continue à baisser dans l'industrie comme dans les services. Les carnets de commandes s'effondrent et les stocks d'invendus se gonflent.

Les ventes de nouvelles voitures au premier trimestre 2009 ont été inférieures de 17,1% à celles du premier trimestre 2008 dans l'Union Européenne. La baisse a atteint 64,9 % en Irlande, 64,2% en Estonie, 43,1% en Espagne, ... Les pays qui ont accordé des primes à la casse généreuses s'en tirent évidemment mieux que les autres. L'Allemagne a ainsi une croissance positive, comme la Pologne, des ventes de voitures neuves, de 18 %, ce qui est exceptionnel, et la France a limité la baisse à 3,9%.

La dégradation de l'activité se poursuit dans la plus grande économie de la zone. Le Fonds monétaire international prévoit pour l'Allemagne une chute du Produit intérieur brut de 5% en 2009.

La croissance des prix à la consommation en zone euro a baissé jusqu'à ne valoir que 0,6% sur un an en mars 2009. C'est la plus faible inflation enregistrée depuis le lancement de l'euro en 1999. Les analystes s'attendent à une inflation négative dans quelques mois.

En France, les transactions immobilières et les prix associés sont globalement en baisse, même si les taux d'intérêt se réduisent pour les crédits associés. En France le taux d'intérêt moyen sur les prêts immobiliers à 20 ans à taux fixe est orienté à la baisse, avec un niveau de 4,45% en avril 2009 contre 5,40% en octobre 2008, au sommet de la crise de liquidité. Ce mouvement a été favorisé par la baisse du principal taux directeur de la BCE, passé de 4,25% en octobre 2008 à 1,25% en avril 2009. Par contre les conditions de crédit continuent à être très restrictives pour les PME, et même pour les grandes entreprises.

L'Espagne est un des pays européens où la récession est la plus intense. En Espagne le taux de chômage devrait atteindre 17,1% en 2009 et 19,3% en 2010. Le taux de chômage espagnol a déjà atteint, en février 2009, 15,5% de la population active, soit le taux le plus élevé des pays de la zone euro et presque le double du taux de chômage moyen de l'Union européenne (7,9%). La crise du secteur immobilier, moteur de l'économie espagnole, s'aggrave. La baisse des prix de l'immobilier s'accélère en Espagne, les prix observés au premier trimestre 2009 ayant chuté de presque 7% en rythme annualisé. Les ventes immobilières de janvier 2009 étaient inférieures de 39% à celles de janvier 2008. Il y a, en avril 2009, un million de logements neufs inoccupés. L'absorption de ce stock prendra au moins 3 ans.

#### **- Dégradation de la production au Japon**

La production industrielle japonaise était encore en baisse de 9,4 % en février 2009. Sur un an, par rapport au mois de février 2008, la production industrielle a baissé de 38,4%. La croissance du PIB au premier trimestre devrait être très fortement négative par rapport au précédent, aux alentours de -12,76% en rythme annuel. Le PIB du Japon est le deuxième plus important du monde et son impact sur l'économie mondiale est très important. En glissement annuel, les exportations chutent de 40% à 50% au Japon, à Taiwan ou en Corée.

#### **- Un rebond rapide de la Chine est très incertain**

Le taux de croissance annuel du PIB chinois s'est « réduit » à « seulement » 6,1% au premier trimestre 2009, son plus faible score depuis 17 ans. La consommation a contribué pour 4,3% à cette croissance, les investissements pour 2% et les exportations nettes pour -0,2%.

Le retour à la croissance du crédit, observé en Chine depuis janvier 2009, ne reflète pas une reprise forte de la consommation ou des investissements : les entreprises chinoises utilisent simplement l'opportunité d'emprunter à des taux d'intérêt très bas pour replacer cet argent sous la forme de dépôts au rendement supérieur. Les importations, composées essentiellement de matières premières et de produits intermédiaires, baissent encore de 40% en Chine en glissement annuel, ce qui annonce une baisse ultérieure supplémentaire des exportations du pays, puisque les importations y sont nécessaires à la production de celles-ci.

L'économie chinoise dépend avant tout de ses exportations (40% du PIB). Les investissements eux-mêmes, qui représentent aussi presque la moitié du PIB, sont essentiellement destinés à augmenter les capacités de production de biens pour les exportations. La chute des exportations a exacerbé le problème des surcapacités industrielles. En forçant les banques et les entreprises d'Etat à prêter et investir davantage, le gouvernement chinois risque d'augmenter encore plus les surcapacités et gonfler les prêts non performants. Sans reprise de la demande aux Etats-Unis, il est difficile de concevoir une reprise économique solide en Chine. Il faudrait que la demande intérieure chinoise prenne le relais des exportations comme moteur de croissance, mais cela exige des ajustements très longs qui sont loin d'être seulement amorcés.

## **La performance des prêts hypothécaires se dégrade encore**

Tout indique que la situation des débiteurs hypothécaires est encore en train de se dégrader aux Etats-Unis, et que les pertes des banques sur les prêts correspondants vont s'amplifier plutôt que de se réduire comme espéré.

Le volume des procédures de saisie immobilière aux Etats-Unis a fortement accéléré en mars 2009, augmentant de 17% par rapport au mois précédent, après une hausse de 6% en février. C'est la hausse la plus importante observée depuis que la statistique est calculée (1996). Le

volume des saisies est énorme. Il est supérieur de 46% au nombre de saisies en cours un an plus tôt. Au total

D'après une étude du Crédit Suisse, 8100000 maisons, représentant 16% des emprunts hypothécaires en cours des ménages américains, pourraient être en « foreclosure » (procédure de saisie) d'ici 2012.

Les initiatives du gouvernement visant à inciter les banques et leurs clients à renégocier spontanément les contrats semblent sans effet. Les dernières estimations montrent que 31,3% des emprunteurs américains ayant fait défaut et ayant bénéficié d'une restructuration de leur contrat font déjà à nouveau défaut dans les 3 mois qui suivent la modification du contrat ! Comme beaucoup de contrats avaient été octroyés avec des « teaser rates » (taux très bas pour les premières mensualités mais revus progressivement à la hausse), les renégociations conduisent en effet au mieux à des mensualités qui n'augmentent pas aussi fort que ce qui était initialement prévu, mais ne réduisent pas la mensualité effectivement payée. Or c'est cette réduction qui serait absolument nécessaire pour rétablir la solvabilité des emprunteurs en difficulté. Le problème, c'est que la plupart des prêts hypothécaires ont été titrisés et n'appartiennent donc plus aux banques qui les ont émises. Les « servicers » (qui collectent les remboursements et intérêts pour le compte des investisseurs ayant acheté des titres RMBS adossés à ces prêts) n'ont pas légalement toute la flexibilité nécessaire. Les obligations contractuelles à l'égard des investisseurs qui ont acquis ces RMBS limitent en effet la souplesse possible des « servicers » pour renégocier les prêts et abaisser les mensualités. Un rapport publié le 3 avril 2009 montre que plus de 58% des contrats hypothécaires renégociés en 2008 n'ont pas vu leur mensualité réduite, et ne sont pas devenus plus soutenables pour les emprunteurs. Le régulateur OCC, Office of the Comptroller of the Currency, va enjoindre les « servicers » à essayer de revoir leur politique de modification des contrats.

Plus préoccupant encore, le taux de défaut sur les emprunts hypothécaires américains les moins risqués (« prime loans ») est en forte augmentation : 2,4% au quatrième trimestre 2008 contre 1,1% au premier trimestre. Or ils constituent deux tiers des emprunts en cours.

Goldman Sachs a estimé que les banques inscrivent actuellement à leur bilan les prêts hypothécaires « subprime » pour une valeur située entre 57 cents et 90 cents pour 1 dollar de

valeur faciale. Dans la plupart des cas ces écritures comptables sont encore surévaluées et nécessitent d'acter des dépréciations supplémentaires.

## **Références**

Artus, Patrick, 2009, Le pire scénario: l'excès de dette passé de détenteur en détenteur et conduit au défaut de ses détenteurs successifs: banques de détail, banques d'investissement et investisseurs, Etats, Flash Economie, Natixis, 2 février.

IMF, 2009, Global Financial Stability Report Market Update, January 28

Roubini, Nouriel and Elisa Parisi-Capone, 2009, Total \$3.6 Trillion Projected Loan and Securities Losses in the U.S., \$1.8 Trillion of Which Borne by U.S. Banks/Brokers: Specter of Technical Insolvency for the Banking System Calls for Comprehensive Solution, RGE Monitor, January