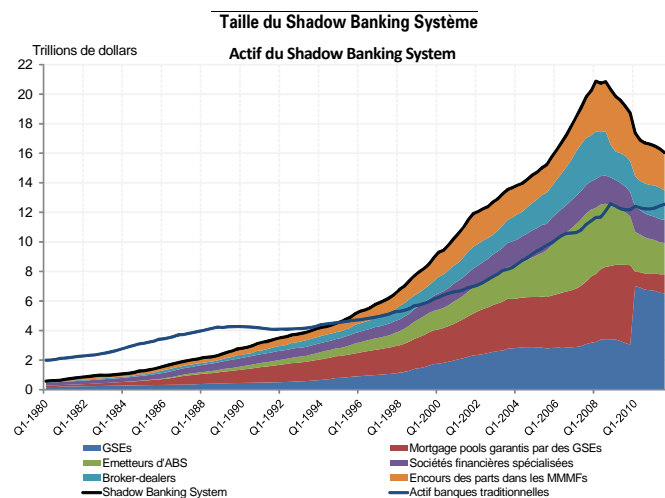


## Système bancaire parallèle aux États-Unis : évolution et enjeux économiques

- Le *système bancaire parallèle (SBP)* ou *Shadow banking system* est constitué d'une multitude d'opérateurs bancaires et financiers reliés par des chaînes d'intermédiation financière plus ou moins longues et complexes.
- D'un côté de la chaîne d'intermédiation financière, des dépôts sont réalisés par le secteur non financier, par exemple sous forme de parts dans des fonds monétaires. À l'autre extrémité, des créances lui sont accordées.
- Le *système bancaire parallèle* assure donc une fonction d'intermédiaire financier, au même titre que le secteur bancaire classique. La principale distinction par rapport à ce dernier réside dans un encadrement moindre et un fractionnement plus prononcé entre opérateurs des étapes d'intermédiation.
- Le *système bancaire parallèle* s'est considérablement développé dans les années 2000 aux États Unis, son actif total allant jusqu' à représenter 21 trillions de dollars à son pic au troisième trimestre 2008, soit 145 % du PIB américain. Depuis l'éclatement de la crise financière, la taille du *SBP* telle qu'on peut la mesurer en sommant les bilans des acteurs qui le composent s'est contractée de près d'un quart.
- Cette évolution résulte à la fois d'une moindre activité sur certains segments d'activités majeurs pour le *SBP*, comme la titrisation de prêts immobiliers, mais également de difficultés accrues d'accès aux financements dans un contexte de réévaluation des risques.
- Cette réduction de la taille du *système bancaire parallèle* a coïncidé avec une nette réduction de sa part dans le financement des acteurs réels de l'économie américaine : même si elle est difficile à estimer, celle-ci serait passée de 41 à 31 % selon la mesure utilisée, soit de 16 à 12 trillions de dollar depuis le pic atteint au troisième trimestre 2008.
- Ce retrait du **système bancaire parallèle** dans le financement de l'économie américaine est allé de pair avec une augmentation des besoins de placement à court terme, notamment en lien avec la progression de la trésorerie des entreprises américaines. Ces besoins ont cependant pu être satisfaits par des placements alternatifs aux titres courts émis traditionnellement par le *SBS*, billets de trésorerie émis par l'État fédéral américain notamment.
- L'encadrement du *SBP* devrait être renforcé dans le cadre de la loi *Dodd Frank* adoptée en juillet 2010 et mise en œuvre depuis progressivement par les agences de régulation américaine.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances et du Ministère du Commerce Extérieur.



Source : Federal Reserve, DG Trésor.

## 1. Le **Système bancaire parallèle** désigne l'intermédiation et la distribution de crédit en dehors du système bancaire traditionnel

### 1.1 Comment évaluer la taille du **SBP**

S'il n'existe pas de définition communément agréée du **SBP**, celui-ci peut être désigné comme l'ensemble des institutions bancaires et financières qui servent d'intermédiaires financiers (transformation de crédit, de maturité et de liquidité), mais ne bénéficient pas, comme le secteur bancaire traditionnel, de soutiens publics, qu'il s'agisse de l'accès à la fenêtre d'escompte de la banque centrale ou de la garantie sur les dépôts. Elles se situent généralement en dehors du champ de la régulation bancaire traditionnelle. Des institutions et entités aussi variées que les sociétés financières spécialisées, les véhicules de titrisations, les fonds monétaires, les courtiers en valeurs mobilières ou encore des fonds d'investissement recourant à l'effet de levier peuvent être impliqués dans le **SBP**.

La définition communément admise du **SBP** recouvrant à la fois des entités et des activités, il est extrêmement difficile d'évaluer la taille du **SBP**. Cela étant, une première façon d'évaluer sa taille consiste à sommer les bilans des institutions qui le composent. Cette méthodologie présente l'avantage de fournir une évaluation brute de la taille de ce secteur, mais comporte plusieurs faiblesses.

Premièrement, cette mesure repose sur l'hypothèse qu'il est possible d'isoler précisément les acteurs du **SBP**. Or certains acteurs peuvent bénéficier d'un soutien public indirect, comme par exemple les différentes entités rattachées au secteur bancaire traditionnel ; qu'il s'agisse de véhicules hors bilan qui bénéficient de ligne de crédit de la part des banques auxquels ils sont adossés, de fonds alternatifs (*hedge funds*) ou de fonds monétaires (*Money Market Mutual Funds*) dans lesquels les banques détiennent des parts ou des intérêts, ce qui leur permet d'enrichir leur offre de produits et services. Cette méthodologie qui repose sur une vision étanche du secteur bancaire traditionnel et du **SBP** néglige intégralement les interactions et interdépendances existantes entre ces différents secteurs financiers. Plusieurs dispositions de la loi *Dodd Frank* adoptée aux États-Unis le 21 juillet 2010 visent à instaurer une séparation entre les activités jugées traditionnelles et celles plus risquées davantage considérées comme appartenant au **SBP**. En particulier, la règle de *Volcker* plafonne les parts que peuvent détenir dans des fonds d'investissement les banques qui souhaitent avoir accès aux soutiens publics<sup>1</sup> (fenêtre d'escompte de la FED et garantie des dépôts de la FDIC) (cf. encadré 2 pour une description des dispositions de la loi *Dodd Frank* sur le **SBP**).

#### Encadré 1 : Description schématique de la chaîne d'intermédiation financière réalisée par le **Système bancaire parallèle**

Dans un système bancaire traditionnel, le secteur bancaire se finance en recevant des dépôts du secteur non financier et lui accorde des créances. Le capital du secteur bancaire est détenu par le secteur non financier. Son bilan simplifié peut être représenté par l'égalité suivante dans laquelle les créances vis-à-vis du secteur réel  $P_0$  sont égales aux dépôts du secteur réel  $D_0$  et au capital de la banque  $c_1$  :

$$P_0 = c_1 + D_0$$

Dans une chaîne d'intermédiation financière, les créances de chaque intermédiaire se retrouvent au passif du « suivant ». Il en découle une multiplication des acteurs et une déconnexion de la taille du bilan agrégé de ces acteurs avec les crédits distribués au secteur non financier. Par définition, cette agrégation intègre des doubles comptes.

$$A_1 = c_1 + D_0$$

$$A_2 = c_2 + A_1$$

$$A_n = c_n + A_{n-1} = K + P_0$$

Avec  $A_k$  les créances accordées par le  $k$ -ième intermédiaire financier vis-à-vis du « suivant » et  $K$  les parts détenus par le « dernier »  $n$ -ième intermédiaire financier sur tous les autres. Il en résulte une augmentation de la taille des bilans des intermédiaires financiers du fait des prises de participation que détient le secteur financier sur lui-même. Au final, le capital total de l'ensemble du secteur bancaire se répartit entre celui détenu par le secteur non financier et par le secteur bancaire lui-même :

$$\sum_{k=1}^n c_k = P_0 - D_0 + K$$

Au-delà de son aspect trop linéaire, cette représentation schématique du **SBP** ne tient pas compte du fait que les liens entre intermédiaires financiers ne résultent pas seulement de prises de participation et de créances, mais également d'un éventail de relations plus ou moins contraignantes, notamment vis-à-vis de véhicules hors bilan, qui prennent la forme de lignes contingente de liquidité en fonction desquels les entités sponsors sont plus ou moins fortement contraintes d'intervenir si les véhicules hors bilan se trouvent en difficulté. Par ailleurs, plutôt qu'une chaîne séquentielle d'intermédiaires financiers, ces différents acteurs peuvent faire partie de la même organisation bancaire dont la tête de groupe détient des parts dans une myriade de filiales toutes interdépendantes. Si les relations ne sont pas aussi linéaires, l'imbrication des créances internes au secteur bancaire et financier conduit bien à une déconnexion de la taille agrégée de ce secteur avec les crédits accordés au secteur réel.

Source : DG Trésor.

Deuxièmement, cette méthode d'évaluation ne donne pas de mesure claire du financement fourni par le **SBP** à l'économie. En effet, le **SBP** repose sur un fractionnement des étapes d'intermédiation financière. Alors que dans le secteur bancaire traditionnel, la banque se place en intermédiaire entre les déposants et les emprunteurs, les acteurs du **SBP** sont liés entre eux par une chaîne d'intermédiation, les

créances des uns servant fréquemment de financement aux autres. Par conséquent, les crédits accordés en « bout de chaîne » au secteur réel peuvent être déconnectés de l'actif total de ce secteur qui comporte de nombreux doubles comptes (cf. encadré 3 pour une description schématique de la chaîne d'intermédiation financière réalisée par le **SBP**).

(1) La règle de *Volcker* interdit également à ces banques de réaliser des activités de trading pour compte propre, à certaines exemptions près.

## Encadré 2 : La loi *Dodd Frank* et les travaux internationaux en cours sur le *Système bancaire parallèle*

La loi *Dodd Frank* adoptée en juillet 2010 ne porte pas explicitement sur le *SBP*, mais celui-ci est concerné par plusieurs de ces dispositions :

La titrisation fait l'objet d'un encadrement renforcé avec notamment une obligation de rétention du risque minimal de 5 % pour l'entité originatrice et de nouvelles obligations de transparence vis-à-vis des investisseurs. Par ailleurs, le *Dodd Frank Act* stipule que les cotisations au fond de garantie des dépôts (DIF) de la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) ne seront plus calculées seulement sur les dépôts mais sur l'ensemble de l'actif moins le capital. Par conséquent, ces opérations de titrisation dont la banque gardera dans son bilan une partie de l'exposition au risque généreront un coût pour les banques en termes de cotisation au DIF.

Les activités hors bilan devront être incluses dans l'évaluation des exigences en capital. Cette disposition du *Dodd Frank Act* est cohérente avec le changement de normes comptables décidé le 12 juin 2009 avec l'adoption des nouvelles normes FAS166-167 (*Financial Accounting Standard*) qui durcissent les conditions de comptabilisation en hors bilan de certaines entités.

Les agences de notation qui ont joué un rôle crucial notamment dans l'évaluation des titres adossés aux créances immobilières font l'objet d'une supervision renforcée de la part de la *Securities Exchange Commission* (SEC) dans le cadre du *Dodd Frank Act*.

Au-delà de ces dispositions spécifiques, en mettant l'accent sur la maîtrise du risque systémique par la création d'un Conseil de Supervision de la Stabilité Financière (*Financial Stability Oversight Council*) présidé par le Secrétaire au Trésor, la loi *Dodd Frank* vise à alerter les régulateurs sur le développement d'interdépendances fortes dans le système financier susceptibles de générer une crise systémique.

D'après les premières estimations brutes du Conseil de Stabilité financière<sup>a</sup> (CSF), le volume total des actifs du SBP dans les principales juridictions<sup>b</sup> représentait 51 trillions de dollars en 2010 contre 23 trillions de dollars en 2002. Des travaux sont en cours pour affiner ces premières estimations mais d'après les premières données du CSF, le SBP aurait décliné aux États-Unis, suite à la crise, alors que la part du SBP aurait crû en Europe.

Le SBP se trouve particulièrement vulnérable aux run, c'est-à-dire aux mouvements de défiance de l'ensemble de ses déposants qui retirent leurs fonds en un laps de temps très court. La taille supposée et la vulnérabilité de ce secteur, ainsi que son rôle dans les déséquilibres qui ont conduit à la crise, l'ont placé au centre des préoccupations des décideurs et des agences de réglementation.

À l'occasion du sommet de Séoul, le G20 a demandé au CSF de proposer une feuille de route pour renforcer la surveillance et la réglementation relative au SBP. Dès avril 2011, le CSF a publié une première note d'information visant à mieux délimiter la portée des travaux à venir en proposant une première définition du SBP comme le « système d'intermédiation de crédit auquel concourent des entités et activités qui ne font pas partie du système bancaire classique ».

Le CSF propose dans ce document une approche en deux étapes. La première étape consisterait en une revue d'ensemble des activités d'intermédiation de crédit se déroulant en dehors du système bancaire classique afin de s'assurer que les activités du SBP pouvant créer des risques soient surveillées et les données pertinentes collectées. La deuxième étape consisterait à se concentrer sur les parties du SBP qui pourraient (i) susciter des risques systémiques découlant d'activités de transformation de liquidité et de maturité, de transferts de risque de crédit imparfaits ou du taux d'endettement ou encore (ii) poser des problèmes d'arbitrage réglementaire.

En octobre 2011 le CSF a publié un rapport proposant cinq axes de réformes et annoncé avoir lancé cinq groupes de travail ayant pour mission d'évaluer la pertinence d'actions réglementaires concernant (i) la régulation des interactions entre les différentes entités du SBP et le secteur bancaire traditionnel (Comité de Bâle); (ii) la refonte du cadre réglementaire des Money Market Funds (MMFs) par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV / IOSCO) ; (iii) la régulation des entités autres que les MMFs par le CSF ; (iv) la régulation de la titrisation par l'OICV en coordination avec le comité de Bâle et enfin (v) l'encadrement des activités de prêts de titre (security lending) et prises en pension (marché repo). Les différents groupes de travail devraient publier leur rapport final d'ici à la fin de l'année.

Concernant la régulation des interactions entre les différentes entités du SBP et le secteur bancaire traditionnel, les domaines abordés devraient porter sur (i) les règles de consolidation à vocation prudentielle, (ii) les limites sur la taille et la nature des expositions des banques aux entités du SBS (ce domaine rentre dans le cadre des travaux du BCBS sur les limites de grands risques), (iii) les exigences de fonds propres particulières à l'exposition des banques aux entités du SBP (le Comité examinant en particulier le traitement réservé aux investissements dans des fonds et une extension possible du traitement réservé aux lignes de liquidités de court-terme accordées aux véhicules de titrisation à l'ensemble des entités du SBS) et enfin (iv) le traitement des risques de réputation et des supports implicites. Le CSF a publié un rapport intérimaire en avril 2012 sur les activités de prêts de titre et prises en pension qui détaille les problèmes d'instabilité financière que peuvent causer ces activités. Le CSF a ainsi retenu (i) le manque de transparence, (ii) la contribution au caractère procyclique de l'endettement et des interconnexions à travers des canaux tels que les pratiques de valorisation des actifs, les taux de marge et la réutilisation du collatéral, (iii) les autres problèmes associés à la réutilisation du collatéral, (iv) les risques potentiels résultant des liquidations de collatéral, (v) les risques potentiels liés aux activités de prêts de titres, (vi) les activités de shadow banking relatives aux pratiques de réinvestissement des liquidités déposées en guise de collatéral, et enfin (vii) le manque de rigueur dans la gestion et la valorisation du collatéral.

La dernière consultation de l'OICV sur les MMFs détaillait les options de réglementation suivantes : (i) un changement de statut obligatoire des C-NAV en V-NAV<sup>c</sup>, (ii) une amélioration des modèles de valorisation et de cotation, (iii) une amélioration de la gestion du risque de liquidité et (iv) une réduction de l'importance des agences de notation dans l'industrie des MMFs. En coordination avec le Comité de Bâle concernant la titrisation, l'OICV examine les obligations de rétention ainsi que des mesures possibles visant à promouvoir une plus grande transparence et une meilleure standardisation des opérations de titrisation.

La Commission européenne a de son côté publié un Livre vert sur le SBP et le commissaire Michel Barnier a à l'occasion de la Conférence sur le SBP tenue le 27 avril à Bruxelles déclaré la régulation du SBP comme l'une de ses priorités pour l'année 2012.

a. Disponibles sur le lien [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111027a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf).

b. Les premières estimations portent sur l'Allemagne, l'Australie, le Canada, la Corée, l'Espagne, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas et le Royaume-Uni.

c. Les fonds *Constant Net Asset Value* (C-NAV) désignent les fonds dont la valeur liquidative est constante, eu contraire des fonds *Variable net asset Value* (V-NAV) dont la valeur liquidative est variable.

Source : DG Trésor.

Troisièmement, cette méthode n'est pas à même de prendre en compte les évolutions fines qui peuvent faire passer un type d'institution du *SBP* au secteur bancaire traditionnel et inversement. Par exemple, les agences *Fannie Mae* et *Freddie Mac* qui jouent un rôle crucial sur le marché immobilier américain en titrisant des crédits hypothécaires et en garantissant les titres adossés à ces crédits, sont considérées comme faisant partie du *SBP* par la FED de New York car la garantie publique qui leur été accordée avant la crise était implicite. Cependant, depuis leur mise sous tutelle du Trésor en septembre 2008, ces agences bénéficient intégralement d'une garantie publique, le Trésor s'étant engagé à les maintenir solvables. Par conséquent, cette mise sous tutelle et le renforcement prudentiel qui l'accompagne devrait justifier de ne plus considérer ces institutions comme faisant partie du *SBP*, ce qui se traduirait par une contraction subite de sa taille<sup>2</sup>. De même, la garantie accordée par le Trésor sur la valeur des parts détenus dans les *Money Market Funds* jusqu'au 18 septembre 2009, n'a pas permis de régler les vulnérabilités intrinsèques de ce secteur<sup>3</sup>.

Quatrièmement, cette méthode d'évaluation de la taille du *SBP* est aveugle sur les expositions hors bilan prises par les acteurs qui le composent. Or selon le FMI, la non prise en compte de certaines opérations financières, notamment la réutilisation du collatéral utilisé dans les opérations repo (« *collateral rehypothecation* ») reviendrait fin 2009 à sous évaluer de près de 2 trillions la taille du *SBP* aux États-Unis. En effet, par ces opérations de réutilisation du collatéral reçu, les sept plus grandes banques d'investissement (*broker dealer*) parviennent à accroître leurs sources de financement et donc la taille de leur position hors bilan. L'adoption de nouvelles normes comptables FAS 166 et 167 (effectives à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2010) visant à accroître la transparence sur les activités hors bilan en durcissant les conditions de sortie de certains véhicules d'investissement hors des bilans et facilitant leur réintégration a probablement contribué à réduire l'opacité induite par ce type d'opérations, mais dans une proportion largement inconnue.

### Encadré 3 : Institutions bancaires et financières appartenant au *Système bancaire parallèle*

Dans notre définition du *SBP*, nous avons retenu les acteurs suivants :

Les courtiers en valeurs mobilières (ou *Security Brokers and Dealers*, table L. 129 des *Flow of Funds*) sont des entreprises spécialisées dans l'achat et la vente de titres financiers soit pour leur compte propre (*dealers*) soit pour le compte d'un tiers (*brokers*).

Les *Gouvernement Sponsored Enterprises* (GSE, table L.124 des *Flow of Funds*) sont composées de *Fannie Mae*, *Freddie Mac*, les *Federal Home Loan Banks*, et d'autres institutions de plus petite taille avec un mandat public. Les GSEs sont des sociétés financières créées par le Congrès américain dans le but de promouvoir l'accès au crédit de certains pans de la société américaine. *Fannie Mae* et *Freddie Mac*, créées pour soutenir la liquidité du marché des prêts hypothécaires, jouent un rôle central sur ce marché en acquérant sur le marché secondaire ces prêts dont elles détiennent une partie dans leurs comptes et cèdent le reste à des investisseurs qui bénéficient alors d'une garantie de *Fannie Mae* et *Freddie Mac*.

Ces créances hypothécaires garantis par les GSE sont logés dans des fonds communs (table L.125 - *Agency- and GSE- Backed Mortgage Pools*). Ces fonds ont été réintégrés dans le bilan de *Fannie Mae* et *Freddie Mac* suite à la mise en œuvre du changement de normes FAS 166 - 167.

Les émetteurs de titres adossés à des créances (*Issuers of Asset-Backed Securities* table L. 126 des *Flow of Funds*) sont des véhicules de titrisation (*Special Purpose Vehicles*) généralement constitués par des banques commerciales, caisses d'épargne, sociétés de placement immobilières ou encore des sociétés financières pour placer une partie de leurs actifs dans des entités hors bilans. Les créances auxquelles sont adossés les titres émis sont généralement composées de prêts hypothécaires, de crédits à la consommation (prêts automobiles ou des prêts étudiants) et d'autres prêts. Ces acteurs jouent un rôle central dans la titrisation aux États-Unis.

Les sociétés financières et sociétés de prêts hypothécaires (*Finance Companies*, L. 127 des *Flow of Funds*) sont des entreprises spécialisées dans des types spécifiques de prêts (par exemple les prêts automobiles) n'ayant par le statut de banques et ne pouvant à ce titre se financer en acceptant des dépôts. Elles se sont développées en réalisant des gains de spécialisation.

Pour sa part, la taille du secteur bancaire traditionnel a été évaluée en sommant l'actif des banques commerciales (*Chartered Commercial Banks*, table L.110 des *Flow of Funds*), des banques mutualistes (*credit unions*, table L. 115 des *Flow of Funds*) et des caisses d'épargne (*Savings Institutions*, table L.114 des *Flow of Funds*).

Sources : *Federal Reserve*, DG Trésor.

## 2. L'examen de l'actif du *SBP* montre que son rôle dans le financement de l'économie américaine s'est réduit depuis la fin 2008

### 2.1 Le *SBP* se serait contracté depuis la crise.

Malgré toutes ces limites, l'évaluation de la taille du *SBP* à partir de la taille des bilans des institutions qui le composent reste la plus couramment employée. Elle l'est notamment par le CSF et la Fed de New York.

Au vu du périmètre retenu pour les institutions composant le *SBP*, il semblerait que le *SBP* aux États-Unis se soit contracté de près d'un quart depuis l'éclatement de la crise au dernier trimestre 2008. Alors qu'il atteignait près de 20,8 trillions de dollars au troisième trimestre 2008 soit

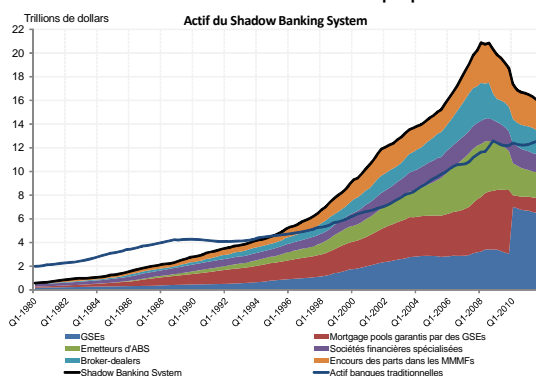
145 % du PIB à l'époque, l'ensemble agrégé des bilans des acteurs du SBS ne s'élève plus qu'à 16 trillions au troisième trimestre 2011 soit 106 % du PIB (cf. graphique 1). Cette évaluation est sensiblement inférieure à celle du CSF qui évaluait à 24 trillions la taille du *SBP* en 2010, mais cette divergence résulte largement d'une différence de périmètre, notamment en ce qui concerne les agences publiques *Fannie Mae* et *Freddie Mac*. Dans le même temps, la taille du secteur bancaire traditionnel a progressé de 12 à 12,5 trillions de dollars.

(2) Par commodité on maintient les agences *Fannie Mae* et *Freddie Mac* dans le *SBP* tel qu'il est mesuré ici.

(3) Ce programme a été mis en place le 18 septembre 2008 pour contrer tout risque de run sur les *Money Market Funds* suite à la faillite de *Reserve Primary Fund* le 17 septembre 2008 dans le sillage de *Lehman Brother*.



Graphique 1 : taille du SBS



Source : Federal Reserve, DG Trésor.

La contraction observée depuis la fin 2008 est particulièrement sensible pour les émetteurs de titres adossés à des créances (*Asset Backed Securities issuers*) dont le bilan a été divisé par près de deux sur trois ans depuis le troisième trimestre 2008. Leur bilan agrégé est ainsi passé de 4,2 à 2,2 trillions. Cette évolution résulte à la fois du coup d'arrêt donné aux activités de titrisation dans un contexte économique difficile et de la réappréciation du risque par les investisseurs. En effet, ces derniers se montrent davantage prudents dans leurs investissements en papier commercial dont les émissions contribuent très largement au financement des *ABS issuers*. Par ailleurs, le changement des normes comptables FAS 166 et 167 qui limitent le recours aux véhicules hors bilan contribue à amoindrir la rentabilité de ce type d'entités dont le cadre réglementaire sera encore renforcé par la mise en œuvre de l'obligation de rétention de 5 % du risque dans les opérations de titrisation conformément à la loi *Dodd Frank*<sup>4</sup>.

Le bilan agrégé des banques d'investissements (*broker dealer*) s'est contracté de près d'un tiers passant de 3 à 2 trillions depuis le troisième trimestre 2008 sur trois ans. Cette évolution résulte non seulement des modifications de statut survenues en 2008 et 2009 pour les cinq plus grandes firmes<sup>5</sup>, mais également des difficultés propres qu'a pu traverser ce secteur dans une période de forte incertitude et de tarissement de certaines sources de financement. En particulier, l'encours sur le marché repo tripartite<sup>6</sup> s'est largement contracté du fait de craintes sur la valeur des collatéraux apportés et d'une forte réappréciation des risques de la part des fournisseurs de liquidités. La faillite de *MF Global* fin 2011 souligne la vulnérabilité de ce type d'opérateur qui n'a pas accès à la fenêtre d'escompte de la FED.

Le secteur des *money market funds* (MMF) s'est contracté d'un cinquième, sa taille agrégée passant de 3,3 à 2,6 trillions sur trois ans depuis le troisième trimestre 2008. Cette forte évolution résulte notamment de l'environnement de taux bas maintenu par la FED qui se traduit par une compression des marges des *money market funds*. Leur détention de bons du Trésor dont les rendements ont chuté a notamment fortement diminué. Les opérations des MMF ont par ailleurs été davantage encadrées par des changements de règles de la SEC en février 2010 qui visent à limiter la capacité des MMF à acquérir des titres de qualité moindre et plus généralement à limiter la prise de risque et à renforcer les exigences de liquidité. Cet environnement s'est soldé par des retraits de fonds importants, d'autant plus important que la

garantie sur les parts accordée par le Trésor s'est achevée le 18 septembre 2009.

Enfin, la crise du marché immobilier a induit l'arrêt complet des opérations de titrisation par le secteur privé et une nette contraction de l'activité de *Fannie Mae* et *Freddie Mac* qui se trouvent depuis septembre 2008 sous tutelle publique. Le changement de normes comptables FAS 166 et 167 en 2009 s'est traduit à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2010 par la réintégration dans leur bilan de l'ensemble des *pools* de prêts immobiliers garantis par les deux GSE. Leur bilan consolidé est ainsi passé de 3 à 7 trillions entre la fin 2009 et le premier trimestre 2010 tandis que dans le même temps, l'actif total de ces *pools* de prêts hypothécaires diminuait de 5,4 à 1 trillions. Cela étant, y compris ces changements de périmètre, l'actif cumulé des GSE et de ces *pools* de prêts immobiliers, a diminué de 8,3 à 7,8 trillions entre le troisième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2011.

## 2.2 Un moindre rôle du SBP dans le financement de l'économie réelle américaine

L'écart entre la taille brute du SBP et les crédits accordés aux acteurs réels de l'économie américaine (ménages, entreprises non financières, secteur public) est d'autant plus forte qu'il existe de fortes interdépendances financières entre les acteurs du SBP eux mêmes.

Cependant, il est possible d'approcher la part du SBP dans le financement de l'économie réelle américaine en ne retenant dans les bilans du SBP que les titres de dette clairement émis par le secteur réel : on se limite alors aux bons du Trésor, aux titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) garantis par *Fannie Mae* et *Freddie Mac*, aux obligations émises par les entités publiques locales (*municipalities*), aux prêts à la consommation et aux prêts immobiliers, aux prêts accordés au secteur non financier (*other loans and advance*). Ni les encours de *Commercial Paper* largement émis par le secteur financier, ni les obligations émises à la fois par le secteur financier et non financier sans qu'il soit possible de discriminer entre les deux n'ont été retenus.

Selon cette méthode, la contraction de la taille du SBP ces dernières années a coïncidé avec une nette réduction de la part du SBP dans le financement des acteurs réels de l'économie américaine : celle-ci serait passée de 41 à 31 %, soit de 15,7 à 12,3 trillions de dollars (-22 % sur trois ans). Cette contraction du financement par le SBP de l'économie réelle sur les trois dernières années a été proportionnelle à celle observée sur le bilan agrégé du SBP (-24 %).

## 2.3 La part des investisseurs de long terme, de la FED et du reste du monde dans le financement de l'économie réelle américaine a progressé depuis trois ans

Le secteur bancaire traditionnel détient fin 2011 un encours de dette de 8,8 trillions sur le secteur réel, soit 22 % de sa dette totale, une part stable depuis trois ans. Ces titres de dette sont constitués pour près d'un tiers de prêts hypothécaires. Depuis trois ans, l'exposition aux prêts hypothécaires du secteur bancaire traditionnel a diminué, ce qui a été compensé par une légère augmentation de l'exposition aux crédits à la consommation, aux titres adossés à des prêts immobiliers (MBS) et garantis par *Fannie Mae* et *Freddie Mac*.

- (4) Cette obligation sera effective à compter d'un an pour la titrisation de prêts immobiliers (deux ans pour la titrisation d'autres créances) à partir de la publication de la règle finale. À ce jour, les agences ont seulement publié une proposition de règle (le 29 avril 2011).
- (5) Changement de statut en holding bancaires pour *Goldman Sachs* et *Morgan Stanley*, rachats de *Bear Stearns* et *Merrill Lynch* par respectivement *JP Morgan* et *Bank of America* et la faillite de *Lehman Brothers*.
- (6) Les transactions sur ce marché se font par l'intermédiaire des banques *Bank of New York Mellon* et *JP Morgan*.

Ce secteur a également légèrement accru son exposition aux bons du Trésor.

Au vue des données considérées, **les investisseurs de long terme** (fonds de pension publics et privés, compagnie d'assurance, *mutual funds*) et **les autres fonds d'investissements jouent depuis trois ans un rôle croissant dans le financement de l'économie réelle** : alors qu'ils détenaient collectivement 4,5 trillions d'encours de dette du secteur réel fin 2008, celui-ci s'élève à 5,7 trillions fin 2011<sup>8</sup>. La part dans la dette totale du secteur réel américain détenue par ces acteurs telle qu'on la mesure ici serait ainsi passée de 12 à 14 % sur trois ans. Cette progression résulte à la fois d'une augmentation de l'épargne des ménages et des entreprises qui est venue alimenter ces fonds, mais aussi d'une augmentation de l'aversion au risque qui a conduit ces gestionnaires à privilégier des investissements dans des *MBS garantis* par *Fannie Mae* et *Freddie Mac*.

D'autres opérateurs financiers ont maintenu leur part dans le financement de l'économie réelle américaine. En particulier, **les banques étrangères localisées aux États-Unis ont légèrement réduit le financement qu'elles accordent au secteur réel de 1 trillion à 800 Mds\$ sur trois ans**, celles-ci substituant notamment ces titres de dette en faveur de dépôts auprès de la FED rémunérés à 0,25 % depuis la fin

2008 dont le rendement apparaît élevé dans le contexte actuel de taux bas. Cette baisse de l'exposition des banques étrangères au secteur réel américain a été compensée par une **augmentation des fonds spécialisés sur le marché immobilier** (*Real Estate Investment Trusts*), largement exposés aux *MBS garantis* par les GSE et aux titres émis par ces entités, et dont la sécurité sur les rendements a été un atout ces dernières années.

**La FED a elle-même considérablement accru son exposition au secteur réel**, notamment à travers l'achat de *MBS garantis* et de *Treasuries*. La taille de son portefeuille de titres a plus que triplé depuis la fin 2008 passant de 800 Mds à de 2,7 trillions sur la période. Sa détention directe de titres émis par le secteur réel de l'économie américaine a ainsi progressé de 2 à 7 %.

Enfin, **le reste du monde semble avoir accru son exposition brute au secteur réel américain**. Celle-ci est passée de 7,3 à 8,3 trillions sur trois ans, soit une proportion en hausse de 19 à 14 % du total de l'encours de dette émise par le secteur réel. Cette augmentation résulte de la nette progression des positions transfrontalières brutes alors même que le déficit courant stagne sur ces dernières années autour de 2,5 - 3 % du PIB, traduisant du même coup une augmentation de la position brute des résidents américains sur le reste du monde.

### 3. Le rôle du *SBP* comme alternative à certains placements des investisseurs institutionnels s'est réduit en faveur du secteur bancaire traditionnel (examen du passif du *SBP*)

#### 3.1 Le *SBP* fournit des alternatives de placement aux investisseurs institutionnels à la recherche de placement sûrs et de court terme par rapport aux bons du Trésor de court terme et aux dépôts bancaires garantis

Plusieurs motifs sont invoqués pour expliquer la croissance du *SBP* ces dernières années aux États-Unis. Si la titrisation et le recours aux véhicules hors bilan peuvent avoir été motivés par la volonté de réduire les charges en capital tout en maintenant une exposition au risque et une forte rentabilité (notamment sur le marché immobilier), d'autres motifs que l'arbitrage réglementaire ont pu favoriser la croissance du *SBP*. En particulier, l'apparition de prêteurs spécialisés est largement attribuable au renforcement de la pression concurrentielle et la nécessité de réaliser des gains de productivité.

Cependant, **il est également possible de mettre en avant les facteurs de demande qui ont pu contribuer à la naissance du *SBP***. Tout d'abord, l'apparition d'excédents courants importants dans les pays émergents s'est traduite par une abondance de capitaux à la recherche de placements sûrs. Le *SBP*, en produisant des titres adossés à des créances immobilières, a contribué à satisfaire cette demande. Ce compartiment du secteur financier américain aurait ainsi contribué à alimenter la bulle immobilière américaine en fournissant des possibilités de placements aux investisseurs non américains.

Un autre canal de demande a également pu contribuer à favoriser l'émergence du *SBP* sans lien particulier avec les déséquilibres mondiaux. Poszar (2011) met en avant **les besoins de placements liquides et à court terme des « gestionnaires de liquidités »** qu'il s'agisse des trésoriers

d'entreprises non financières, de fonds de pension, de compagnies d'assurance ou d'autres gestionnaires de fonds. Poszar (2011) souligne les besoins de placement spécifiques de ces gestionnaires fortement encadrés qui doivent maintenir une part importante de leur actif en titres courts et supposés liquides.

**Le *SBP*, en émettant du papier commercial et en intervenant sur le marché repo a contribué à satisfaire cette demande** qui manquait d'alternatives. La contraction du *SBP* a provoqué une forte réduction des émissions de *papier commercial*. Afin de remédier à cette pénurie et pour se doter d'un instrument de contrôle, certes indirect, sur la taille du *SBP*, Poszar suggère d'ajouter les émissions de *Treasury Bills* à la panoplie des instruments macro prudentiels pour superviser l'évolution du *SBP*.

#### 3.2 Les besoins de placements à court terme des gestionnaires de liquidités se sont accrus ces dernières années

**Les réserves de trésorerie des entreprises non financières se sont considérablement accrues ses dernières années** du fait de la reprise de leur profit, de leur facilité d'endettement et des faibles perspectives d'investissement du fait de la forte incertitude sur la croissance mondiale. La trésorerie des entreprises non financières serait ainsi passée de 1,3 à 1,9 trillion de dollars entre la fin 2008 et la fin 2011 (cf. graphique 2).

Par ailleurs, le renforcement de certaines règles prudentielles, notamment pour les assurances, tend à accroître les exigences de liquidités des placements de certains gestionnaires de fonds.

(7) Fonds d'investissements enregistrés auprès de la SEC et encadrés par l'*Investment Company Act* dont les parts sont échangés comme des titres sur des places d'échange ou sur le marché de gré à gré (*Closed end Funds et Exchange Traded Funds*).

(8) Cette exposition des investisseurs de long terme au financement des acteurs réels de l'économie américaine est ici sous-évaluée en taille (mais compte tenu de notre méthode pas nécessairement en part) car ne sont pas pris en compte dans cette estimation les obligations émises par le secteur non financier. L'encours d'obligations émises par le secteur privé non financier s'élève à 5 trillions fin 2012 contre 4,8 pour les obligations émises par le secteur financier. Les *Flow of Funds* indique l'encours d'obligations détenues par chaque acteur de l'économie américaine, mais ne distingue pas entre obligations émises par le secteur financier et non financier. Ces instruments n'ont par conséquent pas été ici pris en compte.

#### Encadré 4 : Étapes de la chaîne d'intermédiation<sup>a</sup>

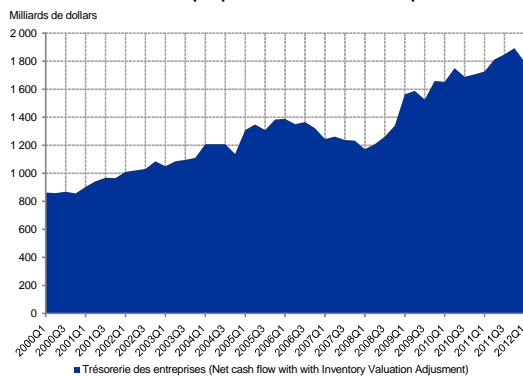
- (i) « Origination » de crédit : émission du prêt par des compagnies financières généralement financées par du *papier commercial*, des billets à moyen terme ou des obligations.
- (ii) « Entreposage » des prêts dans des conduits à vendeurs uniques ou multiples financés par du papier commercial adossé à des actifs.
- (iii) Émission de titres adossés à des actifs (ABS) : regroupement et structuration des prêts à travers des fonds communs de titrisation (*Special purpose vehicles* ou *Special purpose companies*) sponsorisées par les bureaux de syndication des courtiers-négociants.
- (iv) Entreposage des ABS sur les portefeuilles de négociations des courtiers-négociants, financé de la même manière que la plupart des opérations des courtiers-négociants sur le marché des pensions livrées (marché Repo) et des produits dérivés de type *Total Return Swaps*.
- (v) Émission de CDO (*Collateralized Debt Obligation*) : regroupement et structuration des ABS à travers des fonds communs de titrisation financés par les bureaux de syndication des courtiers-négociants.
- (vi) Intermédiation des ABS : transformation de maturité opérée par des fonds structurés (*Special Investment Vehicles*), des *hedge funds* ou des compagnies financières à but limité qui émettent des titres à très court terme ou des Repos pour financer les ABS.
- (vii) Financement des activités et entités de la chaîne d'intermédiation du *SBP*:
  - a. Le papier commercial, le papier commercial adossé à des actifs et les repo à court terme sont financés par les acteurs du marché monétaire comme les MMMFs et les prêteurs de titres.
  - b. Les billets à moyen terme et les obligations sont financés par des investisseurs institutionnels tels que les fonds communs de placement, les fonds de pension ou les sociétés d'assurance.

a. Cf. Z. Poszar et alii., (2010), "Shadow Banking", Federal Reserve Bank of New York Staff, *Staff Reports* numéro 458, juillet.

### 3.3 Parallèlement, les alternatives aux placements de court terme se sont réduites ces dernières années

Le Trésor américain a décidé d'augmenter la maturité de sa dette et donc de réduire la part des émissions de bons du Trésor à court terme. Le Trésor a considérablement augmenté ses émissions de *Treasury Bills*<sup>9</sup> fin 2008 lorsque ses besoins se sont accrus soudainement pour venir en aide aux institutions financières en difficulté (Merrill Lynch ; Bank of America, Citigroup, AIG). Ces émissions importantes de T Bills ont réduit la maturité moyenne de la dette fédérale, la faisant passer à moins de 55 mois. Depuis, le Trésor s'est engagé à accroître la maturité de la dette, réduisant ainsi ses émissions de *T Bills*.

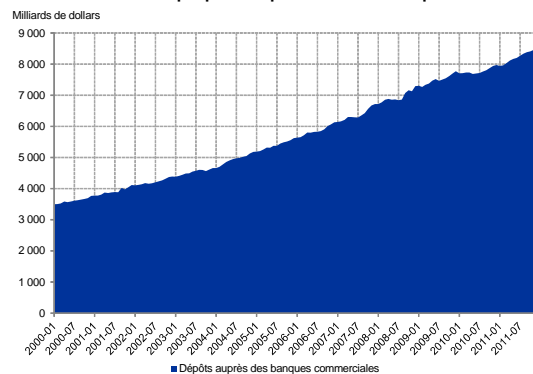
Graphique 2 : trésorerie des entreprises américaines



Source : Federal Reserve.

Par ailleurs, les nombreuses faillites bancaires et le mouvement de concentration ont réduit le nombre de banques pouvant offrir des dépôts garantis. La crise a généré un vaste mouvement de concentration dans le secteur bancaire traditionnel aux États-Unis, le nombre de banques passant de 8853 fin 2007 à 7307 au premier trimestre 2012. Or dans la mesure où les dépôts garantis sont déterminés par banque, détenteur de compte et type de compte, ce mouvement de concentration était susceptible de réduire l'offre de dépôts garantis.

Graphique 3 : dépôts auprès des banques commerciales



Source : Federal Reserve.

(9) Dont la maturité s'étend de quelques jours à 56 semaines.

### 3.4 Le relèvement du plafond de garantie sur les dépôts bancaires a renforcé l'attractivité de ces placements qui ont considérablement augmenté depuis la crise

La loi *Dodd Frank* a supprimé tout plafond à la garantie des dépôts qui ne rapportent pas d'intérêt de façon temporaire du 31 décembre 2010 au 31 décembre 2012. La loi a également relevé de 100 000 à 250 000 dollars le plafond garanti des autres types de dépôts. Ce relèvement des plafonds a contribué à renforcer l'attractivité de ces placements dans le contexte récent de forte instabilité financière. Les dépôts dans les banques commerciales sont ainsi passés de 7,2 trillions fin 2008 à 8,7 trillions fin mai 2012.

Par conséquent, la réduction des alternatives aux placements liquides de court terme que constituent les émissions de *Treasury Bills* par le Trésor et certains titres de dette par le *SBP* ont induit un afflux de dépôts dans le secteur traditionnel (cf. graphique 3). Celui-ci a ainsi pu capter une part croissante de l'épargne des ménages et des entreprises non financières, en bénéficiant notamment de l'augmentation de la garantie des dépôts par la FDIC et l'environnement des taux bas. Le secteur bancaire traditionnel américain a ainsi considérablement stabilisé ses sources de financement et renforcé ses ratios de liquidité.

**Timothée JAULIN,**  
**Benjamin NEFUSSI**

#### Éditeur :

Ministère de l'Économie  
et des Finances et Ministère  
du Commerce Extérieur

Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

#### Directeur de la Publication :

Claire Waysand

#### Rédacteur en chef :

Jean-Philippe Vincent  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

#### Mise en page :

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050

## Derniers numéros parus

#### ■ Avril 2013

n°112. La situation économique mondiale au printemps 2013 : un début d'éclaircie ?

Pierre Lissot et Amine Tazi

n°111. Incertitude conjoncturelle : comment la mesurer ?

Raul Sampognaro

#### Mars 2013

n°110. Réformes Hartz : quels effets sur le marché du travail allemand ?

Flore Bouvard, Laurence Rambert, Lucile Romanello, Nicolas Studer

#### Février 2013

n°109. L'Asie à l'horizon 2020 : modèles de croissance et déséquilibres

Stéphane Colliac

#### Janvier 2013

n°108. Le financement du commerce international lors de la crise de 2008 : constats et perspectives

Arthur Sode

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>