

# L'intermédiation du crédit aux Etats-Unis

Céline Choulet

Le système financier américain est sans doute le meilleur exemple de l'imbrication des financements intermédiés et des financements de marché. Dans les années 1980, alors que se développaient les techniques de titrisation et de gestion d'actifs, des entités, en marge du secteur bancaire traditionnel, telles que les émetteurs d'*Asset-Backed Securities*, *Government Sponsored Enterprises* (GSE) et *Finance companies*, se sont déployées sur le marché hypothécaire, notamment, et ont accompagné la transformation de la structure de financement de l'économie américaine. Le modèle 'originate to distribute' (OTD) s'est imposé aux Etats-Unis, les banques n'ayant plus vocation à détenir en bilan les prêts qu'elles avaient initiés mais à les vendre. Héritage des anciennes lois bancaires, la fragmentation du marché bancaire américain, qui a perduré jusqu'aux années de déréglementation (1970-1990), a, en outre, contribué au développement des marchés actions et obligataires aux Etats-Unis, qui constituent aujourd'hui la source principale de financement des sociétés non financières américaines. Empreinte du modèle 'originate to hold', l'intermédiation de bilan assurée par les banques de la zone euro a, en revanche, toujours été importante, tant pour les financements aux ménages qu'aux entreprises.

Nous proposons ici d'adopter une vision de long terme afin d'apprécier l'incidence de l'essor de la finance parallèle sur la physionomie du système financier, l'intermédiation, les bilans et revenus bancaires aux Etats-Unis.

A l'heure où les nouvelles contraintes réglementaires pénalisent les financements intermédiés, tout en encadrant les activités de titrisation, les banques européennes réorganisent les activités dédiées au financement des entreprises. Aux Etats-Unis, en revanche, la liquidité des marchés de capitaux demeure importante tandis que le modèle OTD ne semble pas, à ce stade, remis en cause. Le retrait des garanties fédérales du marché hypothécaire, seul véritable levier

de transformation du modèle américain, s'il est parfois évoqué, apparaît en effet, à moyen terme, pour le moins hypothétique.

## La structure du système financier américain, reflet du modèle OTD

Le tableau 1 présente une décomposition du secteur financier américain, à partir des Flow of funds de la Réserve fédérale (Fed), en trois sous-secteurs (les institutions financières monétaires, ou IFM, les sociétés d'assurance et fonds de pension, les autres intermédiaires financiers, ou OFI, selon la terminologie propre au Système européen de Comptabilité, ou SEC 95). Afin de mettre en évidence les spécificités américaines, nous comparons cette structure à celle de la zone euro en nous appuyant, d'une part, sur les comptes financiers et bilans des sous-secteurs institutionnels établis par la BCE et, d'autre part, sur la ventilation pour l'année 2010 des actifs financiers proposée dans un article du bulletin mensuel de la BCE (janvier 2012)<sup>1</sup>. Précisons que les acteurs ainsi désignés ne sont pas strictement identiques, au premier rang desquels les « banques » (qui désignent ici les établissements habilités à collecter des dépôts dans le cas des Etats-Unis mais plus largement l'ensemble des établissements de crédit, dont les sociétés financières captives<sup>2</sup>, dans le cas de l'Europe) ou encore les « fonds monétaires » (*Money Market Mutual Funds* aux Etats-Unis et OPCVM monétaires en zone euro) dont les règles de valorisation peuvent différer<sup>3</sup>. Notons également que ce découpage ne constitue pas une proposition d'évaluation du *shadow banking*<sup>4</sup>, comparable (ou opposable) à celle du Conseil de Stabilité financière (FSB) qui pour les besoins de son évaluation regroupe les autres intermédiaires financiers (OFI) (hors GSE dans le cas des Etats-Unis) avec les fonds monétaires (graphique 1).

## Structures des systèmes financiers

Etats-Unis	Actifs financiers USD mds, déc. 2011	% des AF du secteur financier	Source : Fed (FoF)
<b>Sociétés financières résidentes</b>	<b>65 603</b>		
<b>IFM</b>	<b>23 264</b>	<b>35</b>	
Banque centrale	2 947	4	L109
Banques	17 674	27	L110-L115
Money Market Mutual Funds	2 643	4	L121
<b>Sociétés d'assurance et fonds de pension</b>	<b>17 177</b>	<b>26</b>	
Société d'assurance	6 740	10	L116-L117
Fonds de pension	10 438	16	L118-L120
<b>OFI</b>	<b>25 162</b>	<b>38</b>	
Fonds d'investissement	9 228	14	L122-L123
Emetteurs d'ABS et GSE	9 836	15	L124-L126
Autres	6 098	9	L127-L130

Comptes sur base consolidée, en comptabilité US GAAP. Banques : US Chartered Commercial Banks, Foreign banking offices in US, Bank Holding Companies, Banks in US-affiliated areas, Savings institutions, Credit unions. Fonds d'investissement : Mutual funds, Closed-end funds and Exchange-traded funds. Autres : Finance & Mortgage companies, REITs, Security brokers and dealers, Funding corporations (Financial holding companies other than BHC, Custodial accounts, Limited Liability Companies).

Zone euro	Actifs financiers* EUR mds, sept. 2011	% des AF du secteur financier	Source : BCE	% des AF (proxy des bilans consolidés)
<b>Sociétés financières résidentes</b>	<b>55 501</b>		Tab 3.1	
<b>IFM</b>	<b>33 651</b>	<b>61</b>	Tab 2.1	<b>56</b>
Banque centrale	3 920	7	Tab 2.1	5
Banques	28 630	52	SDW	49
OPCVM monétaires	1 101	2	SDW	2
<b>Sociétés d'assurance et fonds de pension</b>	<b>6 776</b>	<b>12</b>		<b>14</b>
Société d'assurance	5 370	10	Tab 2.11	11
Fonds de pension	1 138	2	Tab 2.11	3
<b>OFI</b>	<b>15 074</b>	<b>27</b>	Tab 3.1	<b>30</b>
Fonds d'investissement	5 845	10	Tab 2.8	11
Véhicules de titrisation	2 202	4	Tab 2.10	4
Autres	7 027	13	Résidu	15

Comptes sur base agrégée, en comptabilité IFRS. Les données collectées par la BCE pour les divers sous-secteurs sont issues de bases dont les principes comptables peuvent différer, la somme des composantes peut dès lors excéder la taille globale du système financier (cf. Bulletin mensuel BCE). Les autres OFI (chambres de compensation, holdings financières non bancaires, security and derivative dealers, venture capital, GIE Cartes bancaires...) ne font l'objet d'aucune publication statistique.

\* Actifs nets des actifs non financiers identifiables

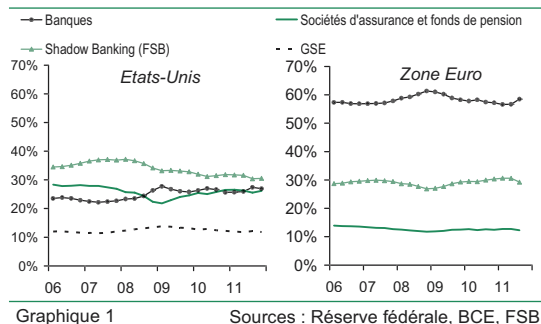
Tableau 1

Sources : Réserve fédérale, BCE, BNP Paribas

## Encadré 1 : Précautions d'usage

Le point d'achoppement majeur de notre exercice tient à ce que la Réserve fédérale fournit uniquement des bilans consolidés tandis que la BCE délivre des bilans agrégés pour l'ensemble des secteurs financiers mais guère de bilans consolidés pour tous. Comme les banques sont sans doute les établissements les plus inter-reliés de l'industrie financière, cette différence conduit à sous-estimer le poids relatif des banques américaines, dont les créances et dettes interbancaires (prêts, obligations et actions) sont nettées. Du côté de la Fed, le détail des positions interbancaires n'est pas suffisant pour estimer la taille de bilan des banques sur une base agrégée : seuls les prêts (et dépôts) interbancaires peuvent être réintégrés à l'actif (au passif). Du côté de la BCE, seuls un bilan consolidé pour l'ensemble des institutions financières monétaires (Eurosystème, établissements de crédit et assimilés, OPCVM monétaires) et un bilan consolidé de l'Eurosystème sont disponibles. Il suit que dans le tableau 1 la taille globale du système financier (et le poids des sociétés financières) est fournie sur base consolidée dans le cas des Etats-Unis, sur base agrégée dans le cas de la zone euro. Nous tentons de corriger ce biais en utilisant les indications parcellaires fournies par la BCE sur les positions intra-sectorielles. Nous indiquons les montants approximatifs des actifs financiers des OPCVM monétaires, compagnies d'assurance, fonds de pension, fonds d'investissement et véhicules de titrisation sur base consolidée tels que nous sommes en mesure de les évaluer (tableau 1). La taille de bilan « consolidé » des établissements de crédit est calculée par différence. Comme nous ne disposons d'aucun bilan (agrégé ou consolidé) pour les autres intermédiaires financiers hors fonds d'investissement et organismes de titrisation (holdings financières, security and derivative dealers...), leurs actifs financiers sont calculés par différence à partir du bilan agrégé des OFI.

### Secteurs bancaires traditionnels et parallèles, périmètres du FSB (% actifs financiers)



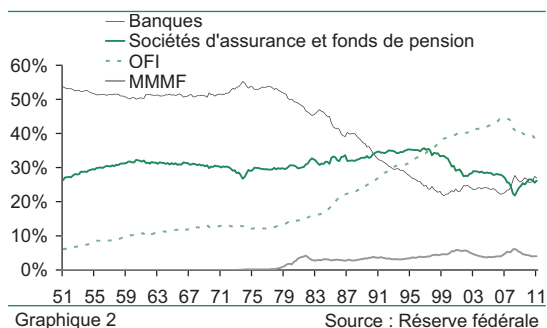
### Précautions d'usage

Selon nous, les différences comptables (*netting* des dérivés sous les US GAAP) et méthodologiques (bilans consolidés dans le cas des Etats-Unis, bilans agrégés dans le cas de la zone euro, cf. encadré 1) interdisent une comparaison de la taille des sociétés financières entre zones, que ce soit en niveau ou en proportion d'une grandeur macroéconomique (par exemple le PIB). La confrontation des poids relatifs des acteurs dans le système financier considéré nous paraît en revanche instructive.

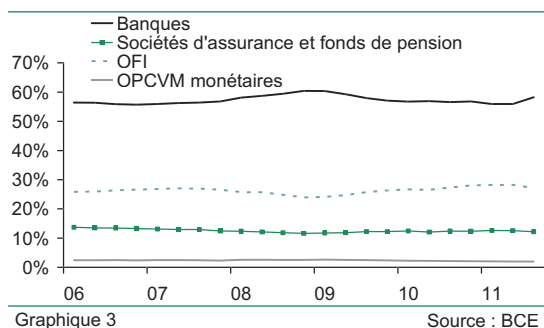
### Le poids des banques dans le système financier américain, divisé par 2 en soixante ans

Adrian, Ashcraft, Boesky et Pozsar (2012)<sup>5</sup> détaillent les étapes, acteurs et techniques de financement des différents processus d'intermédiation à l'œuvre aux Etats-Unis. Ils montrent que, aux côtés des banques traditionnelles, d'autres acteurs tels que les GSE, émetteurs d'ABS, maisons de courtage ou spécialistes indépendants, qui n'ont pas accès à la garantie des dépôts du FDIC ou à la fenêtre de refinancement de la Réserve fédérale, participent à l'intermédiation du crédit, de l'origination du prêt à sa distribution. Nous évoquerons ici principalement le modèle 'originate to distribute' fondé sur la titrisation. Les statistiques de la Réserve fédérale mettent clairement en évidence son empreinte sur le paysage financier américain. Aux Etats-Unis, le poids des autres intermédiaires financiers (38%) excède, en effet, sensiblement celui des banques traditionnelles (banques commerciales, *savings institutions* et *credit unions*) (27%) (graphique 2). En comparaison, les établissements de crédit de la zone euro, où le modèle 'originate to hold' est dominant, détiennent près de 52% des actifs financiers (49% sur base consolidée approximée) contre 27% pour les autres intermédiaires, dont 4% seulement pour les organismes de titrisation (graphique 3). Côté américain,

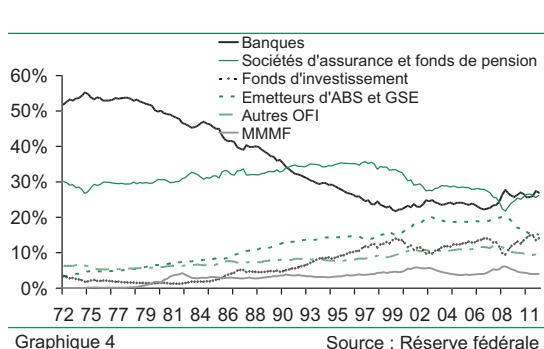
### Poids des divers acteurs dans le système financier américain



### Poids des divers acteurs dans le système financier de la zone euro



### Empreinte du modèle OTD aux Etats-Unis



on observe nettement, sur longue période, une substitution des seconds aux premiers : en décembre 1951, les banques américaines détenaient encore près de 54% des actifs financiers contre 6% pour les autres intermédiaires. Ces derniers se sont fortement étoffés à partir du début des années 1980 et, au terme d'une quinzaine d'années, constituaient une part importante de la finance américaine. Parmi eux, les organismes de titrisation (émetteurs d'ABS et GSE<sup>6</sup>), qui ne détenaient

que 1% des actifs financiers en décembre 1951, représentaient 15% du système financier à la fin 2011 (graphique 4).

### Réglementation et intermédiation bancaires

L'essor des marchés et les innovations financières (techniques de titrisation ou de couverture des risques) ont profondément modifié (et complexifié) le rôle des intermédiaires du crédit aux Etats-Unis, brouillant les lignes entre les divers intervenants (Allen et Santomero (1998), Allen et Gale (2001), Allen et Santomero (2001))<sup>7</sup>. Les lois bancaires ont également été déterminantes dans l'évolution du rôle des banques en tant qu'intermédiaires du crédit.

Sous les effets conjugués de la création par le gouvernement fédéral d'entités dédiées au stockage des prêts (FHLB) et à leur titrisation (GSE) au début des années 1930, puis de l'apparition d'émetteurs privés d'ABS à la fin des années 1980, les poids relatifs des banques et organismes de titrisation ont évolué en miroir, jusqu'au début des années 2000 (graphique 4). L'adoption du *Riegle-Neal Act* en 1994, suivie de celle du *Gramm-Leach-Bliley Act* en 1999, qui ont levé l'interdiction faite aux banques d'établir des succursales en dehors de leur Etat d'origine et aboli les restrictions sur les activités bancaires, visaient à redonner une place aux banques face au développement rapide des marchés de capitaux. Elles ont, dans le même temps, permis de poser les jalons d'un marché bancaire plus intégré à l'échelle nationale et favorisé sa consolidation. Héritage des anciennes lois bancaires, le bilan moyen des banques américaines demeure, toutefois, sensiblement inférieur à celui des banques européennes. 98% des 7 400 établissements affiliés au fonds de garantie des dépôts (FDIC), pour lesquels le *netting* des dérivés joue peu, affichent ainsi moins de 10 milliards de dollars d'actifs. La défiance prolongée à l'égard des produits titrisés hors des agences bénéficiant de la garantie de l'Etat fédéral depuis l'été 2007 et la réduction des portefeuilles des GSE depuis 2010 ont ensuite contribué à réduire le poids des véhicules de titrisation dans la finance américaine (de 20% en 2009 à 15% à la fin 2011).

Si les règles de liquidité bâloises pénalisent l'intermédiation bancaire des financements en Europe, le potentiel de développement, sur l'exemple américain, des activités de titrisation et/ou du marché obligataire, comme source principale de financement des sociétés non financières, semble limité. D'une part, Bâle 3

impose des matelas de capitaux propres et d'actifs liquides conséquents aux banques sponsors de véhicules de titrisation ou investisseurs en produits titrisés. Les règles comptables de consolidation des véhicules de titrisation dans les bilans bancaires ont été révisées afin d'imposer une pleine prise en compte de ces entités pour le calcul des standards prudentiels (capital, liquidité, levier). Les projets de régulation des *shadow banks* incluent, en outre, la revue du traitement du risque de réputation et de soutien implicite des banques dans les règles bâloises. Solvency 2 rend, par ailleurs, prohibitif l'investissement des assureurs dans les produits titrisés. La disponibilité limitée de créances de bonne qualité susceptibles de servir de sous-jacents aux obligations foncières, ou *covered bonds*, mieux considérés réglementairement que les produits titrisés ou prêts, contraint encore le développement de cette alternative. D'autre part, si le marché obligataire offre aux sociétés non financières de nombreux avantages (diversification des sources de financement, allongement des maturités, mutualisation des créanciers, absence de covenants<sup>8</sup>), la profondeur des marchés obligataires européens demeure insuffisante, de sorte qu'une partie des gros émetteurs se financent actuellement sur le marché américain. Les banques européennes développent de nouveaux modèles organisant l'origination et la distribution des financements afin de continuer à satisfaire la demande de leurs clients. Pour certaines *midcaps*, PME ou ETI (entreprise de taille intermédiaire) qui n'ont pas accès au marché obligataire public, des solutions sont à l'étude ou à l'essai (création d'obligations sécurisées adossées aux prêts, titrisations de créances, placements privés de la dette obligataire, lancement de fonds communs de placement). Toutefois, une condition nécessaire pour le succès de ces initiatives, pour le moment insatisfaite, sera la formation d'une base d'investisseurs de long terme (assureurs, fonds de pension, gestion collective) plus large, dotée d'une analyse crédits adaptée. Un mouvement qui risque d'être long. La préférence des épargnants européens pour les placements liquides rendra, de surcroît, difficile ce changement de modèle.

## L'intermédiation du crédit hors de la sphère bancaire

Le poids relatif des autres intermédiaires financiers est un premier indicateur de l'intermédiation du crédit réalisée en dehors de la sphère bancaire aux Etats-

Unis. Nous évaluons la part des prêts aux ménages et sociétés non financières intermédiés par les banques et positionnons, en contrepoint, la part des GSE, émetteurs d'ABS et *Finance companies* (tableau 2). La méthodologie de notre exercice est présentée dans l'encadré 2. Si les taux d'intermédiation financière des ménages sont comparables de part et d'autre de l'Atlantique, près de 60% des prêts aux ménages, qu'ils aient été « originés » par d'autres intermédiaires et/ou titrisés, ne figurent pas au bilan des banques américaines. Le rôle qui échoit à ces dernières dans l'intermédiation des financements aux sociétés non financières se distingue également de celui de leurs homologues en zone euro en raison du recours accru des entreprises américaines aux marchés de capitaux et, une fois de plus, de l'importance relative de la titrisation de créances aux Etats-Unis.

Seuls 40% des prêts aux ménages sont portés au bilan des banques, contre 86% en zone euro

Comme en zone euro, l'essentiel (93%) de la dette des ménages américains<sup>9</sup> est composé de prêts des IF résidentes (dont 81% sous forme de prêts hypothécaires, chiffres de la fin 2011). Nous estimons, toutefois, que la proportion de prêts aux ménages effectivement portés au bilan des banques américaines (banques commerciales, *savings institutions*, *credit unions*) s'élevait à seulement 35% de la dette des ménages (38% des prêts des IF résidentes) à la fin 2011 (tableau 2). Si l'on intègre les entrepreneurs individuels dans le périmètre des ménages (comme il est d'usage de le faire en zone euro en vertu du SEC 95), le taux d'intermédiation bancaire atteint 40% aux Etats-Unis contre 86% en zone euro. Le développement de l'intermédiation du crédit par les autres intermédiaires (OFI) au début des années 1980 est nettement perceptible : alors que le taux d'intermédiation bancaire des financements aux ménages progressait continûment depuis la fin 1951 (54%), le mouvement s'est inversé depuis le deuxième trimestre 1978 (73%) (graphique 5). A la fin 2011, les prêts inscrits à l'actif des autres intermédiaires financiers (en l'occurrence GSE, émetteurs d'ABS, *Finance companies*) représentaient 58% de la dette des ménages (62% des prêts des IF résidentes). Cette « substitution » de créanciers est plus visible sur le segment des prêts hypothécaires résidentiels, lesquels ont plus largement fait l'objet de titrisations. Ainsi, à la fin 2011, seuls 30% des prêts hypothécaires aux

## Encadré 2 : Eléments méthodologiques

La Banque de France définit le taux d'intermédiation financière comme la part prise par les institutions financières (IF) résidentes (banque centrale, établissements de crédit et assimilés, organismes de titrisation, OPCVM, sociétés d'assurance et autres intermédiaires financiers, à l'exception des auxiliaires financiers) dans l'enveloppe globale des financements accordés aux agents non financiers (ANF) résidents (Boutillier et Bricongne, 2006)<sup>10</sup>. La différence entre le total des financements reçus par les ANF résidents et les fonds intermédiés par les IF résidentes correspond aux financements consentis par les ANF résidents et par les agents non-résidents (financiers ou non).

Nous exploitons les comptes financiers et les tableaux relatifs aux encours des instruments de dette des Flow of Funds. Le dernier point d'observation disponible est le 4<sup>ème</sup> trimestre 2011 (3<sup>ème</sup> trimestre 2011 dans le cas de la zone euro). Les données fournies sont suffisamment détaillées pour distinguer les prêts octroyés par les IF résidentes de ceux offerts par les ANF résidents eux-mêmes ou par les non résidents. Les comptes financiers de chacun des agents sont par ailleurs consolidés. Ainsi, les prêts, émissions de titres de dette et d'actions sont consolidés entre SNF résidentes et ne nécessitent pas de retraitements particuliers.

Trois difficultés doivent être évoquées. Premièrement, la Fed ne dispose pas d'une base comparable à celle de la BCE (nouvelle base Who-to-whom) qui permet, au moins pour les crédits et dépôts, de rapprocher le secteur contrepartie du secteur détenteur. Quelques clés de répartition sont donc utilisées pour ventiler les prêts inscrits au bilan des IF entre secteurs débiteurs. Par exemple, les prêts hypothécaires résidentiels aux ménages inscrits au bilan des banques sont évalués en pondérant les prêts hypothécaires résidentiels à l'actif des banques par le poids des ménages (en tant que débiteurs) sur ce type de prêts. Deuxièmement, l'indisponibilité de données permettant d'évaluer les placements des diverses IF en titres émis par les SNF (actions, obligations ou titres de créance négociables) ou leur rôle dans la préparation et l'exécution des levées de capitaux sur les marchés boursiers et obligataires nous contraint à nous contenter d'une mesure de l'intermédiation financière au sens étroit, c'est-à-dire à calculer la part des crédits octroyés par les IF résidentes dans les financements des ANF. Il s'agit ainsi d'une mesure imparfaite de la part des financements intermédiés dès lors que le passif financier des SNF américaines se compose à 65% d'actions (valorisées à leur valeur de marché), à 23% de titres de dette et à 12% de prêts (à respectivement 63%, 5% et 32% dans le cas des SNF de la zone euro). Enfin, l'une des difficultés résiduelles pour l'évaluation du taux d'intermédiation des financements aux SNF tient à ce que les encours d'actions sont comptabilisés à leur valeur de marché. Pour calculer des encours corrigés des effets de valorisation, il est généralement conseillé de procéder à des cumuls de flux à partir d'un encours de départ. L'ampleur des rachats d'actions menés par les SNF américaines et l'horizon relativement court des séries temporelles européennes interdisent toutefois ce calcul sur très longue période. Nous concentrons, dès lors, notre analyse sur la dette financière des agents non financiers uniquement.

ménages étaient conservés au bilan des banques américaines. 70% des encours avaient ainsi été cédés à des émetteurs de *Mortgage-Backed Securities* (MBS) (titres adossés à des prêts hypothécaires) ou plus marginalement distribués par des entités spécialisées (graphique 6).

Une observation sur longue période met par ailleurs en évidence que les prêts portés aux bilans des banques ont connu une évolution plus heurtée que les financements reçus par les ménages au fil du développement de la finance parallèle (graphique 7). Outre un effet de base, le rebond des prêts au bilan des banques, courant 2010, est lié à l'assèchement du marché des ABS, qui a contrarié la sortie des prêts à la

consommation des bilans bancaires vers les bilans des émetteurs privés de produits titrisés.

Comme l'ont souligné Boutillier, Lévy et Oheix (2012)<sup>11</sup>, le métier de financement des banques américaines ne se limite pas aux activités traditionnelles d'intermédiation du crédit, comme on l'entend en Europe, il couvre également leur activité titres. Nous proposons ici d'élargir la notion d'intermédiation et d'intégrer les encours de titres de GSE et d'émetteurs privés, dont les sous-jacents sont des prêts hypothécaires, détenus par les banques américaines<sup>12</sup>. Nous évaluons la proportion de prêts aux ménages portés au bilan des banques, dans leur forme initiale et sous la forme de titres, à 47% de la dette des ménages

## Ventilation des prêts des IF aux ANF privés aux Etats-Unis (décembre 2011)

(proportion équivalente en zone euro, septembre 2011)

	Prêts	Prêts des IF résidentes		Prêts à l'actif des banques		Prêts à l'actif des autres intermédiaires financiers*
		Etats-Unis	(Zone euro)	Etats-Unis	(Zone euro)	
<b>Prêts aux ménages</b>						
% dette des ménages	100	93		35		58
% des prêts des IF		100		<b>38</b>		<b>62</b>
<b>Prêts aux entrepreneurs individuels</b>						
% dette des EI	100	94		56		32
% des prêts des IF		100		<b>59</b>		<b>34</b>
<b>Prêts aux ménages et EI</b>						
% dette des ménages et EI	100	93	(98)	40	(86)	52
% des prêts des IF		100	(100)	<b>43</b>	(87)	<b>56</b>
<b>Prêts aux SNF</b>						
% dette des SNF	35	25	(81)	12	(67)	12
% (dette+actions)** SNF	12	9	(30)	4	(25)	4
% des prêts aux SNF	100	70	(93)	33	(77)	34
% des prêts des IF		100	(100)	<b>47</b>	(83)	<b>48</b>
<b>Prêts aux ANF privés</b>						
% dette des ANF		71	(89)	31	(76)	39
% (dette+actions)** ANF		45	(47)	19	(40)	25
% des prêts aux ANF	100	90	(96)	39	(81)	49
% des prêts des IF		100	(100)	<b>43</b>	(85)	<b>55</b>

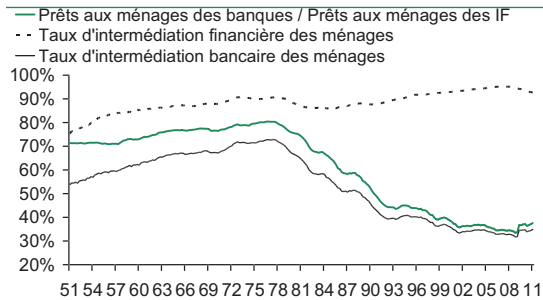
\* GSE, Emetteurs d'ABS, Finance companies, REITs, Mutual funds, Brokers and Dealers

\*\* Taux d'intermédiation au sens strict (encours d'actions valorisées à leur valeur de marché)

Tableau 2

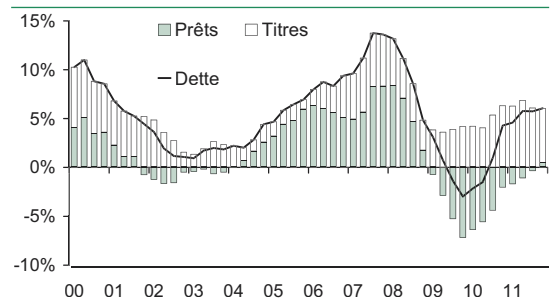
Sources : Réserve fédérale, BCE, BNP Paribas

### Essor de la titrisation et intermédiation bancaire des prêts aux ménages américains



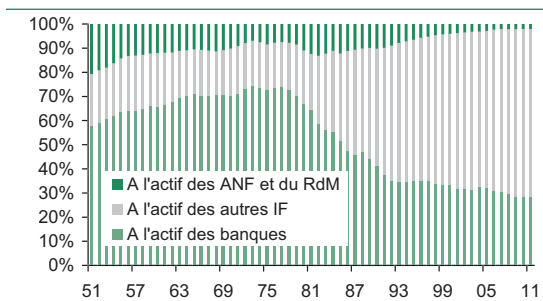
Graphique 5 Sources : Réserve fédérale, BNP Paribas

### Contribution à la croissance de la dette des SNF américaines (en glissement annuel)



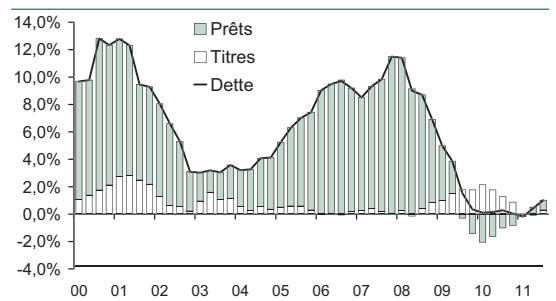
Graphique 8 Source : Réserve fédérale

### 70 % des prêts hypothécaires aux ménages sont portés au bilan des organismes de titrisation



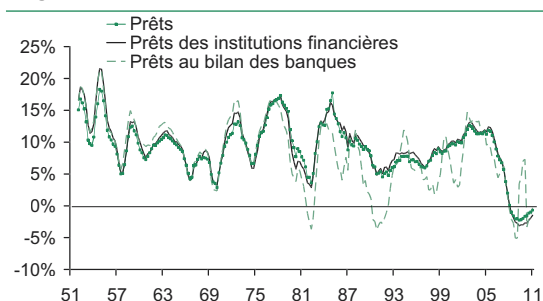
Graphique 6 Sources : Réserve fédérale, BNP Paribas

### Contribution à la croissance de la dette des SNF de la zone euro (en glissement annuel)



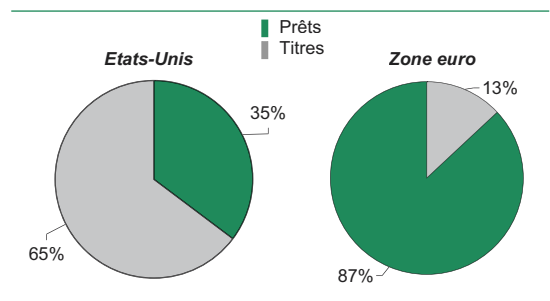
Graphique 9 Source : BCE

### Evolution des prêts aux ménages américains, en glissement annuel



Graphique 7 Sources : Réserve fédérale, BNP Paribas

### Poids relatifs des prêts et titres dans la dette des SNF à la fin 2011



Graphique 10 Sources : Réserve fédérale, BCE



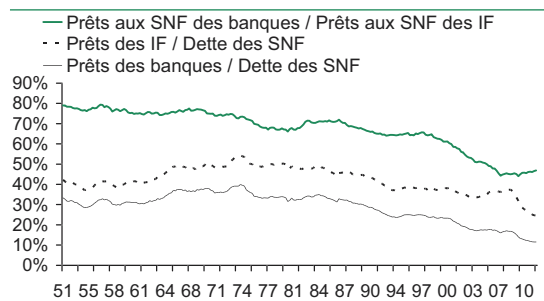
(50% des prêts des IF résidentes). Sous cette définition élargie de l'intermédiation des financements aux ménages, les fonctions d'intermédiaires du crédit seraient ainsi réparties de manière équilibrée au sein des IF résidentes entre secteur bancaire et non bancaire.

**33% des prêts aux SNF sont intermédiés par les banques, une proportion plus de deux fois inférieure à celle de la zone euro**

Comme nous l'avons évoqué dans l'encadré 2, nous discutons ici exclusivement de la part des prêts intermédiés dans la dette financière (prêts et titres de créance) des sociétés non financières.

La structure de la dette des SNF américaines se distingue de celle de leurs homologues européennes<sup>13</sup>. Même si, depuis 2010, les financements de marchés ont été relativement plus sollicités que les prêts de part et d'autre de l'Atlantique (graphiques 8 et 9), à la fin 2011, la part de la dette mobilisée sous forme de titres était encore cinq fois supérieure aux Etats-Unis (graphique 10). A la fin 2011, sur le total des crédits souscrits par les SNF américaines, seuls 33% étaient portés au bilan des banques contre 77% en zone euro (tableau 2). Nous estimons que, au sein des créanciers financiers résidents, les banques et les autres intermédiaires financiers se répartissaient de manière équilibrée les prêts aux SNF américaines (47% des prêts des IF résidentes sont inscrits au bilan des banques, 48% au bilan des OFI hors sociétés d'assurance et fonds de pension) (graphique 11). En rappelant que la valorisation des encours d'actions est de nature à biaiser ces calculs, nous évaluons les taux d'intermédiation financière et bancaire au sens strict à respectivement 9% et 4% (contre 30% et 25% en zone euro).

**47 % des prêts des IF aux SNF américaines sont portés au bilan des banques**



Graphique 11

Sources : Fed, BNP Paribas

Au total, selon nos calculs, les banques américaines n'intermédieraient qu'un tiers (31%) de la dette des ANF privés (ménages, entrepreneurs individuels et sociétés non financières), une proportion plus de deux fois inférieure à celle de la zone euro (76%). Une part qui serait même moins importante que celle des prêts portés au bilan des autres IF résidentes américaines (hors banques, compagnies d'assurance et fonds de pension) (39%).

## Un matelas de dépôts confortable

L'intermédiation du crédit fondée sur la titrisation permet aux banques américaines de s'appuyer sur une base de dépôts confortable au regard des prêts à la clientèle non financière effectivement portés à leur bilan. L'effet de levier est ainsi en partie transféré aux entités, en marge du secteur bancaire traditionnel mais très largement engagées dans le processus d'intermédiation (Adrian et Shin, 2010)<sup>14</sup>.

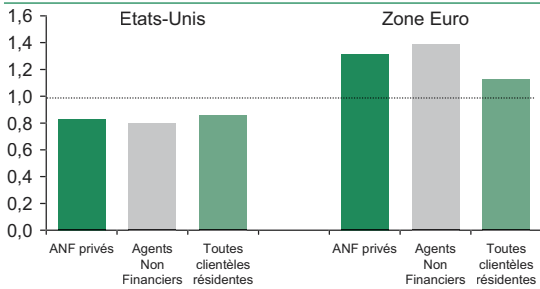
### Un fort effet de levier hors des bilans bancaires

Le modèle 'originate to distribute' permet aux banques américaines de bénéficier d'un ratio crédits sur dépôts (ratio *Loan to Deposits*) plus favorable qu'en zone euro (graphique 12).

A la fin 2011, en zone euro, le taux de couverture des crédits à l'ensemble des agents résidents par les dépôts s'élevait à près de 90% (ratio LTD de 1,13) tandis qu'aux Etats-Unis il atteignait 117% (ratio LTD de 0,85). L'écart se creuse lorsqu'on ne retient que la clientèle non financière privée. Sur la base du bilan des établissements de crédit de la zone euro, d'un côté, et de notre estimation des crédits des banques américaines (banques commerciales, *savings institutions* et *credit unions*) aux ménages et sociétés non financières résidents, de l'autre, nous évaluons que le ratio LTD atteignait 1,31 en zone euro contre 0,83 aux Etats-Unis.

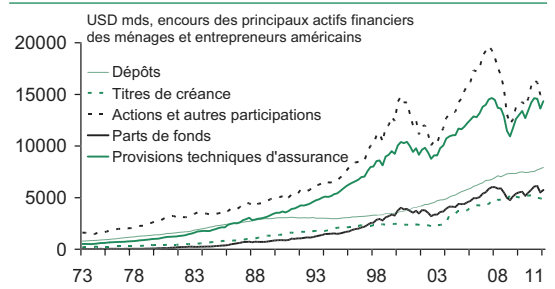
Pour les banques de la zone euro, cet écartement démontre bien que si les placements sous forme de dépôts de la clientèle financière excèdent très largement leur recours aux crédits bancaires - dépôts et prêts qui ne représentent qu'une faible proportion du total - (le ratio LTD sur cette clientèle s'établit à 0,41), les dépôts de la clientèle non financière sont très insuffisants pour couvrir les crédits qui leur sont accordés (une caractéristique encore plus marquée pour les banques

### Plus de dépôts que de crédits au bilan des banques américaines (ratio crédits/dépôts, fin 2011)



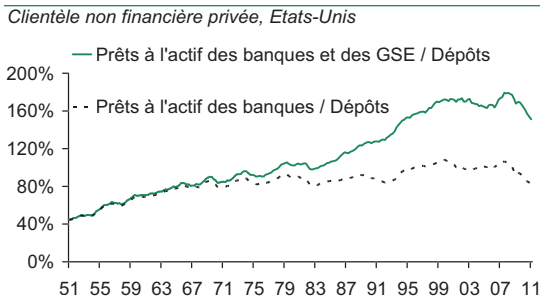
Graphique 12 Sources : Réserve fédérale, BCE, BNP Paribas

### Les dépôts bancaires, concurrencés par les autres produits d'épargne



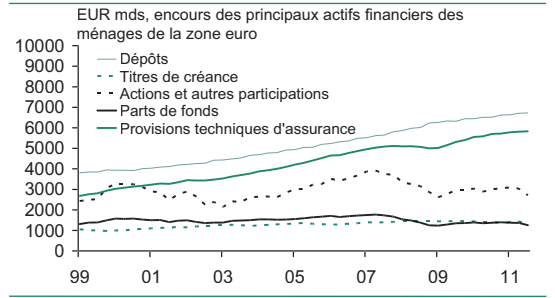
Graphique 15 Source : Réserve fédérale

### Ratio crédits/dépôts "élargi"



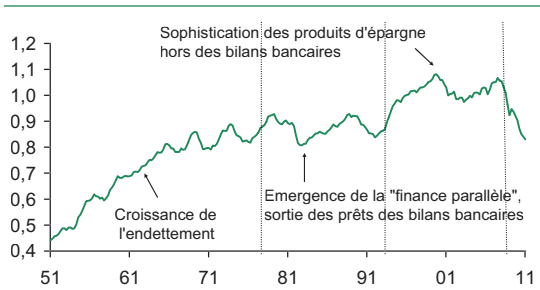
Graphique 13 Source : Réserve fédérale

### Les dépôts bancaires, en tête des placements financiers des ménages en zone euro



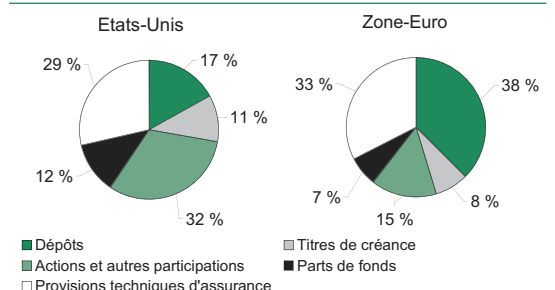
Graphique 16 Source : BCE

### Etats-Unis : ratio crédits/dépôts, clientèle non financière privée



Graphique 14 Sources : Réserve fédérale, BNP Paribas

### Ventilation des principaux actifs financiers des ménages à la fin 2011



Graphique 17 Sources : Réserve fédérale, BCE

de détail). Ce matelas de dépôts excédentaire constitue un avantage clé pour les banques américaines, non seulement car il leur permet d'être moins dépendantes des financements de marché (les dépôts, toutes clientèles résidentes confondues - hors banques, représentaient 54% de leurs actifs financiers contre 41% en zone euro), mais également d'être moins contraintes par les nouvelles règles de liquidité bâloises (si elles étaient effectivement transposées aux Etats-Unis). Le système bancaire américain, par ailleurs moins affecté par la crise des dettes souveraines européennes, est ainsi bien moins pressé par les régulateurs ou le marché, relativement aux banques européennes, à engager des efforts de *deleveraging* (réduction de l'effet de levier). L'importance relative de la titrisation aux Etats-Unis a déplacé pour partie la dépendance aux financements de marché des banques vers la finance parallèle. En juin 2008, les leviers financiers (actifs/fonds propres comptables) de Fannie Mae et Freddie Mac avaient ainsi atteint 77,3 et 183,1 respectivement (contre 13 pour les six plus grandes banques américaines). On peut d'ailleurs observer que le ratio crédits / dépôts bancaires « élargi » aux GSE (prêts aux ANF privés portés aux bilans des banques et GSE / dépôts des ANF privés) excède 100% depuis le milieu des années 1980 (graphique 13), même s'il faut rappeler que la titrisation, en facilitant l'accès au crédit et sa distribution, biaise le numérateur du ratio.

Même si en niveau la désintermédiation des financements a permis d'abaisser les ratios LTD des banques américaines, une analyse sur longue période révèle que le lien entre développement de la finance parallèle et équilibre des prêts et dépôts n'est pas pour autant mécanique (graphique 14). Ainsi, si le développement d'un système d'intermédiation parallèle a contribué à contenir la progression des ratios LTD à partir du début des années 1980, à l'issue d'une longue période d'accélération de l'endettement des agents non financiers privés, il n'a toutefois pas permis d'inverser la tendance. Il a, en effet, autorisé la sortie des prêts des bilans bancaires mais il s'est également accompagné d'une captation d'une partie de l'épargne des ménages par les compagnies d'assurance, fonds de pension et fonds de gestion collective (graphiques 15 et 16), lesquels détenaient 31% des titres émis par les GSE à la fin 2011 contre 25% pour les banques. La gestion collective propose, notamment, des produits d'épargne qui sont de proches substituts des dépôts bancaires. Comparativement aux ménages de la zone euro, les épargnants américains détiennent ainsi d'importantes

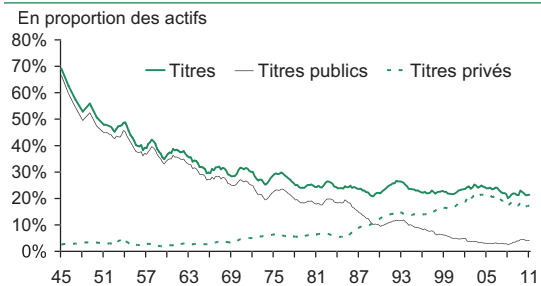
positions sur le marché monétaire, sous la forme de parts de fonds monétaires (1 180 milliards de dollars à la fin décembre 2011) et non monétaires (4 555 milliards de dollars) (leurs dépôts bancaires s'élevaient à 7 930 milliards de dollars à la même date) (graphique 17). L'émergence de cette concurrence et l'exposition accrue des ménages américains à des actifs risqués sont analysées par Allen et Santomero (2001). Le ratio LTD des banques américaines a d'ailleurs atteint un point haut à 1,07 en juin 2008. Plus tard, le mouvement de retrait des liquidités placées par les sociétés non financières américaines auprès des fonds de gestion collective (engagé en 2009) et la capacité de financement exceptionnelle qu'elles ont pu dégager ont contribué à dynamiser leurs placements sous forme de dépôts bancaires (encours multiplié par 3 entre la fin 2008 et la fin 2011) et améliorer le ratio LTD des banques.

En Europe, les ratios de liquidité de Bâle 3 (LCR et NSFR), en imposant un rééquilibrage des volumes de prêts et de dépôts de la clientèle non financière et une moindre transformation des maturités, pèsent sur les volumes de financements portés au bilan des banques. Ces dernières se sont engagées sur la voie du *deleveraging*, en réduisant notamment les financements en devises étrangères (dollars) et les activités de prêts spécialisés qui ne s'accompagnent pas d'une collecte de dépôts ou encore en cédant des activités hors de leur marché domestique. Jusqu'à présent favorisée par la faiblesse des rendements monétaires, la capacité des banques à réintermédier l'épargne placée auprès de leurs filiales d'assurance ou de la gestion collective (qui ne constituent pas des ressources bilancielles) semble, toutefois, atteindre ses limites.

### Une transformation de la nature de l'intermédiation bancaire

En croisant trois sources statistiques différentes (Federal Reserve Archival for Statistics and Economics Research, Federal Deposit Insurance Corporation et Flow of Funds), Boutillier, Lévy et Oheix (2012) reconstituent les bilans des banques commerciales américaines depuis 1863 jusqu'en 2007. Ils observent que les titres représentaient au début des années 1900 près de 15% des bilans bancaires, une proportion qui atteint un pic en 1945 (à 70%). Si, initialement, le portefeuille titres était uniquement constitué de titres publics (*Treasury and Municipal securities*), la part des titres privés dans les bilans s'est accrue pour s'établir à

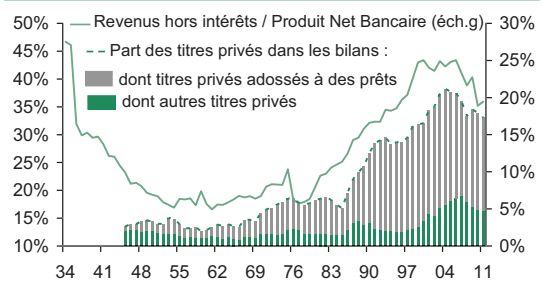
## Structure du portefeuille titres des banques commerciales américaines



Graphique 18

Source : Réserve fédérale

## Evolution de la structure du produit net bancaire des banques commerciales américaines



Graphique 19

Sources : FDIC, Réserve fédérale

12% avant la crise de 1929 (13% pour les titres publics). Ils concluent que l'activité d'intermédiation s'est toujours exercée pour une large part sur les marchés de titres, même si sa finalité et ses modalités ont beaucoup évolué au gré du contexte réglementaire et historique (*Glass-Steagall Act* et *New Deal* à partir de 1933, Seconde Guerre mondiale, déréglementation financière dans les années 1980).

A partir des années 1980, la proportion de titres privés s'est accrue pour représenter, depuis les années 2000, l'essentiel du portefeuille titres des banques commerciales américaines (graphique 18). Outre le développement des activités de marché et de fusions/acquisitions et l'aplatissement de la courbe des rendements, qui a pesé sur les marges d'intermédiation, l'activité de structuration (des prêts bancaires en titres), qui a accompagné le développement de la titrisation à partir des années 1980-1990, et la sophistication des services proposés aux clients (cartes de débit ou crédit) se sont traduites par un accroissement de la part des revenus hors intérêts<sup>15</sup> dans les produits nets bancaires

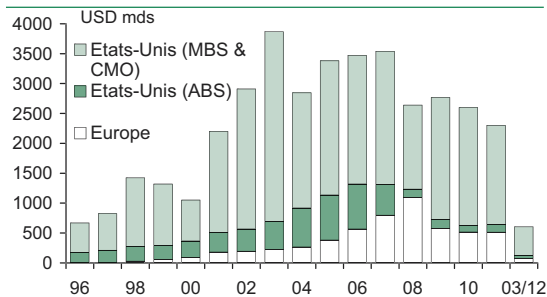
(graphique 19). La nature de l'intermédiation bancaire aux Etats-Unis s'est transformée, passant d'une activité à fort risque de crédit, créatrice de revenus d'intérêt à une activité plus exposée aux risques de marché (par le biais des portefeuilles titres et produits dérivés notamment) et source potentielle de commissions (par le biais de la structuration des produits titrisés).

## Les GSE, bastion du modèle OTD

La loi Dodd Frank et les projets de réglementation du *shadow banking* devraient corriger certaines des limites du modèle 'originate to distribute' que la crise a pu révéler (sélection insuffisante des emprunteurs, manque de transparence des pratiques des prêteurs et émetteurs d'ABS, opacité des produits titrisés, évaluation des risques défective, effet de levier excessif au sein de la finance parallèle). Ainsi, les critères d'octroi des prêts ont été resserrés, les règles de consolidation des véhicules de titrisation ont été revues, une nouvelle disposition contraint les émetteurs d'ABS (les banques sponsors de véhicules de titrisation et pas uniquement originatrices des prêts) à retenir 5% du risque de crédit qu'ils transfèrent au marché et les contraintes de fonds propres sur les activités de titrisation et de structuration (proposition alternative à la CRD 3 des régulateurs américains) devraient être renforcées. Ces évolutions réglementaires seraient de nature à peser sur les volumes de financement même si le processus de désendettement des ménages en cours conduit à relativiser, à court terme, ces pressions.

Si, en Europe, la mise en place des nouveaux standards prudentiels et, de manière plus structurante encore, la réforme Vickers au Royaume-Uni impliquent des efforts d'adaptation conséquents de la part des banques, le modèle de banque commerciale aux Etats-Unis ne devrait pas connaître d'ajustement d'une telle ampleur. D'une part, la transposition du Dodd Frank en mesures d'application a pris du retard. Les régulateurs américains ont, en outre, confirmé qu'ils entendaient transposer Bâle 2.5 et Bâle 3 aux Etats-Unis pour une trentaine de grandes banques, mais le calendrier de mise en œuvre et les modalités d'application demeurent incertains. D'autre part, même à supposer que ces nouveaux standards s'appliquent, le retrait des garanties fédérales du marché hypothécaire, seul véritable levier de transformation du modèle américain, s'il est parfois évoqué, apparaît, à ce stade, pour le moins hypothétique.

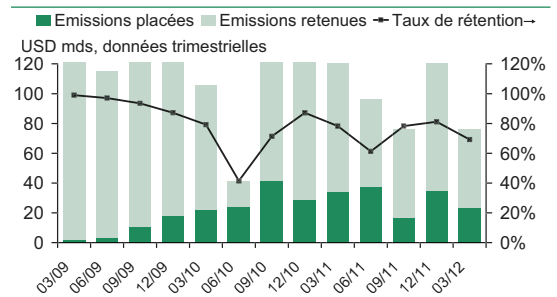
### Poursuite de la contraction des émissions de produits titrisés



Graphique 20

Source : SIFMA

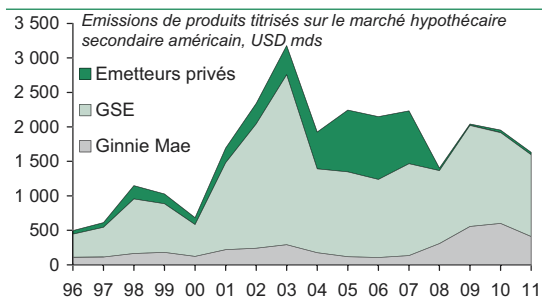
### Taux de rétention des émissions de produits titrisés en Europe



Graphique 22

Sources : AFME, SIFMA

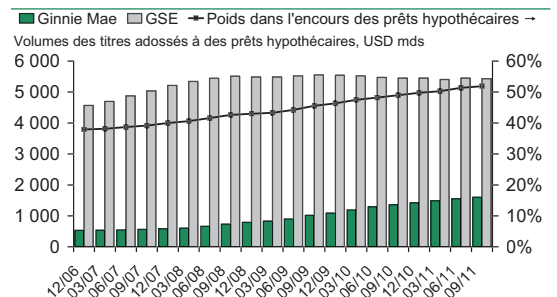
### Les émetteurs privés de MBS, absents du marché



Graphique 21

Source : SIFMA

### La moitié des prêts hypothécaires bénéficient d'une garantie fédérale



Graphique 23

Source : SIFMA

Les GSE et, plus généralement, les garanties fédérales sur le marché secondaire des prêts hypothécaires constituent, en effet, l'un des ressorts essentiels du modèle 'originate to distribute'. En assurant la liquidité des marchés hypothécaires, elles soutiennent l'octroi de crédits et leur sortie des bilans bancaires. Les titres qui bénéficient d'une garantie fédérale profitent, en outre, d'un puissant effet d'attractivité auprès des banques, le régulateur américain proposant de les inclure dans la classe des actifs liquides (sans doute avec un *haircut*) pour la définition du nouveau ratio de liquidité américain. Le rôle central que les garanties fédérales jouent aux Etats-Unis s'est renforcé depuis 2008, sous l'effet de la mise sous tutelle de la Federal Housing Finance Agency (FHFA) des deux GSE et le programme d'achat des titres d'agences par la Réserve fédérale, tandis que le marché secondaire américain hors garantie fédérale s'asséchait (graphiques 20 et 21). En Europe, les émissions de produits titrisés se sont non seulement taries mais 70% des titres émis au premier trimestre 2012 (55% de l'encours des titres émis à la fin 2011)

étaient conservés au bilan des banques sponsors des véhicules de titrisation (graphique 22) pour être utilisés dans le cadre d'opérations de mise en pension livrée (*repo*).

Compte tenu des volumes de titres adossés à des prêts hypothécaires (environ 7 000 milliards de dollars) détenus ou garantis par les deux GSE et Ginnie Mae, plus de la moitié des encours de prêts hypothécaires aux Etats-Unis (près de 75% de la production nouvelle) bénéficient, implicitement ou explicitement, d'une garantie fédérale (graphique 23).

L'organisme de tutelle des GSE, la FHFA, a présenté au Congrès, en février dernier, un programme visant à réduire graduellement l'emprise de Fannie Mae et Freddie Mac sur le marché hypothécaire secondaire. Même s'il se heurte à de nombreuses difficultés, le retrait progressif des GSE (7 à 10 années sont parfois évoquées) ne semble pas faire débat au sein des milieux politiques<sup>16</sup>. La question du désengagement de l'Etat fédéral du marché secondaire n'est, pour autant, pas tranchée. Tandis que les Démocrates proposent de substituer aux deux agences des mécanismes de

garantie fédérale ciblés (en faveur des ménages les plus modestes), les Républicains militent pour l'abandon de toute garantie publique sur le marché hypothécaire secondaire. Cette dernière option se heurte, toutefois, à moyen terme à la taille du marché considéré et à l'incidence qu'aurait leur retrait sur le marché immobilier américain.



Le modèle d'intermédiation américain est le produit d'une évolution de long terme qui a consisté en un décloisonnement des métiers de la finance, lequel a élargi les domaines d'activité des autres intermédiaires financiers. Si l'intermédiation financière des financements accordés à la clientèle privée est relativement élevée, elle est largement le fait d'entités hors de la sphère bancaire régulée. Selon nos calculs, les banques américaines, habilitées à collecter des dépôts, et à ce titre soumises à la réglementation bancaire, porteraient à leur bilan près de 40% des prêts aux ménages et sociétés non financières, tandis que les entités, communément désignées *shadow banks*, en détiendraient encore près de 50%.

Il paraît à ce titre assez paradoxal que la réforme de la régulation financière, votée en juillet 2010, aux Etats-Unis (loi Dodd Frank) ait été quasi exclusivement dédiée au renforcement de la réglementation et de la supervision des établissements bancaires américains. Des entités et instruments, impliqués dans l'intermédiation du crédit, désignés comme vecteurs de propagation de la crise et ayant nécessité le soutien de la Réserve fédérale et du Trésor américain en 2008-2009, ont ainsi été laissés hors du champ du Dodd Frank Act, une exclusion qui exacerbe le risque d'arbitrage réglementaire. Nourri des travaux académiques consacrés au *shadow banking*, aux risques systémiques qu'il pose et aux dispositifs susceptibles de remédier à ses vulnérabilités, le Conseil de Stabilité financière se penche sur le sujet.

Achévé de rédiger le 2 mai 2012  
[celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

## NOTES

<sup>1</sup> *The interplay of financial intermediaries and its impact on monetary analysis*, BCE Bulletin mensuel, Janvier 2012.

<sup>2</sup> Les sociétés financières captives sont généralement des filiales de sociétés industrielles ou de sociétés de construction immobilière. Elles fournissent un service de financement afin de faciliter la vente des produits de leur société mère. Dans les FoF de la Fed, les sociétés financières captives sont incluses dans le périmètre des Finance companies.

<sup>3</sup> Aux Etats-Unis, les money market mutual funds sont basés sur un modèle à valeur liquidative constante et leurs portefeuilles comptabilisés au coût amorti. Des dividendes sont versés mensuellement aux détenteurs de parts afin de maintenir constante la valeur de la part, généralement à un dollar. Lorsque la valeur de marché des portefeuilles de titres n'égale pas sa valeur au coût amorti, le fonds est contraint de prendre des mesures correctrices, sous peine de procéder à une dévaluation de la part (break the buck). La comptabilisation au coût amorti ne permet pas de répercuter la baisse de valeur des titres de créance détenus sur la valeur liquidative du fonds, qui se trouve ainsi surévaluée. Les premiers investisseurs à quitter le fonds se font rembourser leurs avoirs à des niveaux trop élevés, ce qui lèse les investisseurs qui restent dans le fonds. Il y a ainsi une incitation à quitter le fonds dès que les difficultés se présentent, ce qui augmente le risque de run. Le Reserve Primary Fund, l'un des principaux MMMF américains, très exposé à Lehman Brothers, n'avait pas été en mesure, le 16 septembre 2008, de maintenir sa valeur liquidative constante. Cela avait conduit à un run sur les fonds monétaires et asséché le marché des papiers commerciaux que les MMMF alimentaient en liquidités. En Europe, les 2/3 des fonds monétaires sont des fonds à valeur liquidative variable (l'essentiel des OPCVM monétaires en France).

<sup>4</sup> Dans un document publié en avril 2011 (*Shadow Banking : Scoping the issues*), le FSB définit le shadow banking à travers sa fonction économique comme « un système d'intermédiation de crédit qui implique des entités et des activités hors du système bancaire traditionnel, et qui soulève des craintes de risque systémique – en particulier en termes de transformation des maturités/liquidités, de levier et de transfert du risque de crédit imparfait – et/ou des craintes d'arbitrage réglementaire ». Une évaluation du shadow banking est proposée dans un document d'octobre 2011 (*Shadow Banking : Strengthening Oversight and Regulation*). Le périmètre retenu par le FSB pourrait évoluer à mesure que les travaux des régulateurs et acteurs de l'industrie financière avanceront. Pour une étude détaillée des institutions et des flux de financement au sein du shadow banking system, voir Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A. et Boesky, H. (2010), *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report n°458.

<sup>5</sup> Adrian, T., Ashcraft, A., Boesky, H. et Pozsar, Z. (2012), *Shadow Banking*, Revue d'Economie Financière n°105, Mars 2012.

<sup>6</sup> Les GSEs ont été créées à partir des années 1930, avec le système des Federal Home Loan Banks (1932), Fannie Mae (1938) et Freddie Mac (1970). Elles constituent l'un des socles de la politique du logement. Initialement, leur création visait à faciliter l'accès à la propriété et à stabiliser le marché immobilier. Ces agences stockent et titrisent les prêts immobiliers « originés » par les banques. Les créances qu'elles émettent sont cédées à des investisseurs, assorties d'une garantie de l'Etat fédéral contre le défaut sur le prêt sous-jacent. Le statut d'entreprise privée de Fannie Mae (depuis 1968) et Freddie Mac (1989) s'est révélé être conflictuel avec leur mission de service public. Le soutien fédéral implicite dont elles bénéficiaient (associé à une fiscalité plus avantageuse, des exigences en capital plus faibles, une moindre supervision) a encouragé leur position dominante sur le marché secondaire (en proposant des garanties à des prix plus faibles), aux côtés de Ginnie Mae (entièrement détenue par l'Etat américain dès sa création en 1968). A partir de 2004, alors que les prêts immobiliers à risque (Alt-A et subprime) se développaient rapidement dans la sphère privée, les deux GSEs ont assoupli leurs exigences sur les prêts qu'elles garantissaient afin de reconquérir des parts de marché, dégradant ainsi significativement la qualité de leur portefeuille d'actifs. L'éclatement de la bulle a entraîné des pertes considérables pour les deux GSEs, qui ont nécessité leur mise sous tutelle et l'injection de 180 milliards de dollars depuis 2008.

<sup>7</sup> Allen, F. et Santomero, A. (1998), *The theory of financial intermediation*, Journal of Banking and Finance, vol. 21, pp. 1461-1486. Allen, F. et Gale, D. (2001), *Comparative Financial Systems: a survey*, disponible au lien suivant <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0115.pdf>. Allen, F. et Santomero, A. (2001), *What do financial intermediaries do ?*, Journal of Banking and Finance, vol. 25, pp. 271-294.

<sup>8</sup> Clause d'un contrat de prêt qui en cas de non-respect des objectifs peut entraîner le remboursement anticipé du prêt.

<sup>9</sup> Dans les *Flow of funds*, le secteur des ménages inclut les *hedge funds*, *private equity funds* et *personal trusts résidents* (cela est lié au fait que la plupart des postes du compte financier des ménages sont déduits par différence).

<sup>10</sup> Boutillier, M. et Bricongne, J.C. (2006), *Evolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004)*, *Bulletin de la Banque de France*, n°146, Février 2006.

<sup>11</sup> Boutillier, M., Lévy, N. et Oheix, V. (2012), *Un siècle et demi d'activité titres des banques commerciales américaines*, *Revue d'Economie Financière*, n°105, Mars 2012.

<sup>12</sup> Le rôle indirect des non-résidents dans le financement des ANF privés américains n'est pas négligeable au regard de la proportion de titres de GSE détenus par le reste du monde (qui avait atteint un point haut de 21% à la mi-2008 avant de se replier à 14% à la fin 2011).

<sup>13</sup> Le ratio est sans doute sous-estimé dans le cas des SNF de la zone : la BCE fournit des indications sur la part des titres de dette et actions émis par les SNF et détenus par les établissements de crédit mais pas, pour le moment, de compte consolidé pour le secteur des SNF, ce qui interdit de corriger l'encours de titres inscrits à leur passif des détentions intra-sectorielles.

<sup>14</sup> Adrian, T. et Shin, H.S. (2010), *The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007-2009*, *Federal Reserve Bank of New York, Staff Report* n°439.

<sup>15</sup> Le produit net bancaire hors intérêts comprend notamment les commissions et gains nets sur instruments financiers.

<sup>16</sup> Il transiterait par une augmentation du prix des garanties (afin de rétablir les conditions de la concurrence), un relèvement de l'apport initial exigé (à 10%), la baisse du montant maximal des prêts garantis (à 417 000 dollars), ou encore la réduction du portefeuille d'investissement des deux GSE. La transition se heurte toutefois à nombre d'écueils : la taille de bilan des GSEs dépasse les 6000 milliards de dollars ; les conditions sur le marché immobilier demeurent fortement dégradées, pour plus d'un ménage sur cinq, le capital restant dû excédant la valeur de leur logement ; le retrait des GSE se traduirait par une contraction des volumes et une hausse des taux des prêts hypothécaires. Aussi, afin de limiter les défauts et saisies, l'administration a assoupli, pour 2012 et 2013, les conditions d'éligibilité au programme de refinancement des prêts immobiliers (le *Home Affordable Refinance Program*, HARP, mis en place en 2009) (suppression du plafond *Loan To Value* de 125% pour les prêts à taux fixes et de l'obligation de contracter une assurance privée).





## DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Philippe d'ARVISENET</b> Chef Economiste</li> </ul>	+33.(0)1.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
---	----------------------	------------------------------------

### ECONOMIES OCDE

<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Jean-Luc PROUTAT</b> Responsable</li> </ul>	+33.(0)1.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Alexandra ESTIOT</b> Adjointe - Mondialisation - Etats-Unis, Canada</li> </ul>	+33.(0)1.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Hélène BAUDCHON</b> France, Belgique, Luxembourg</li> </ul>	+33.(0)1.58.16.03.63	helene.baudchon@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Frédérique CERISIER</b> Finances publiques, institutions européennes</li> </ul>	+33.(0)1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Clemente De LUCIA</b> Zone euro, Italie - Questions monétaires, modélisation</li> </ul>	+33.(0)1.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Thibault MERCIER</b> Espagne, Portugal, Grèce</li> </ul>	+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Caroline NEWHOUSE</b> Royaume-Uni, Irlande, Pays nordiques - Supervision des publications</li> </ul>	+33.(0)1.43.16.95.50	caroline.newhouse@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Catherine STEPHAN</b> Allemagne, Autriche, Suisse</li> </ul>	+33.(0)1.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Raymond VAN DER PUTTEN</b> Japon, Australie, Pays-Bas - Environnement - Retraite</li> </ul>	+33.(0)1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com

### ECONOMIE BANCAIRE

<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Laurent QUIGNON</b> Responsable</li> </ul>	+33.(0)1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Delphine CAVALIER</b></li> </ul>	+33.(0)1.43.16.95.41	delphine.cavalier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Céline CHOLET</b></li> </ul>	+33.(0)1.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Laurent NAHMIA</b></li> </ul>	+33.(0)1.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com

### ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>François FAURE</b> Responsable</li> </ul>	+33.(0)1 42 98 79 82	francois.faire@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Christine PELTIER</b> Adjointe - Méthodologie, Chine, Vietnam</li> </ul>	+33.(0)1.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Stéphane ALBY</b> Afrique francophone</li> </ul>	+33.(0)1.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Sylvain BELLEFONTAINE</b> Amérique Latine, Turquie - Méthodologie</li> </ul>	+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Pascal DEVAUX</b> Moyen Orient - Scoring</li> </ul>	+33.(0)1.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Anna DORBEC</b> Russie et autres pays de la CEI</li> </ul>	+33.(0)1.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Hélène DROUOT</b> Asie</li> </ul>	+33.(0)1.42.98.33.00	helene.drouot@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Jean-Loïc GUIEZE</b> Afrique anglophone et lusophone</li> </ul>	+33.(0)1.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Johanna MELKA</b> Asie - Flux de capitaux</li> </ul>	+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Valérie PERRACINO-GUERIN</b> Amérique latine</li> </ul>	+33.(0)1.42.98.74.26	valerie.perracino@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Alexandre VINCENT</b> Europe centrale et orientale</li> </ul>	+33.(0)1.43.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com

<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Michel BERNARDINI</b> Contact Média</li> </ul>	+33.(0)1.42.98.05.71	michel.bernardini@bnpparibas.com
--	----------------------	----------------------------------



## Nos publications

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture Taux Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoTV**, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.
- **EcoTV Week**, le rendez-vous hebdomadaire des économistes de BNP Paribas. Dans un format court, de deux minutes, le programme, présenté par un(e) économiste du groupe, passe en revue les événements de la semaine passée à venir. Ces vidéos sont disponibles sur notre site internet, en français et en anglais.

### Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

La revue *Conjoncture* reflète l'opinion des Etudes Economiques de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après "BNP Paribas"), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou de dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

**Etats-Unis :** ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker -dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

**Royaume-Uni :** ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise à ces personnes privées.

**Japon :** ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

**Hong Kong :** ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

**Singapour :** ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act. © BNP Paribas (2012). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 – Internet : [www.bnpparibas.com](http://www.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Baudouin Prot

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA – Dépôt légal : Mai 2012 ISSN 0338-9162 – Copyright BNP Paribas



**BNP PARIBAS**  
CORPORATE & INVESTMENT BANKING

La banque d'un monde qui change

[economic-research.bnpparibas.com](http://economic-research.bnpparibas.com)