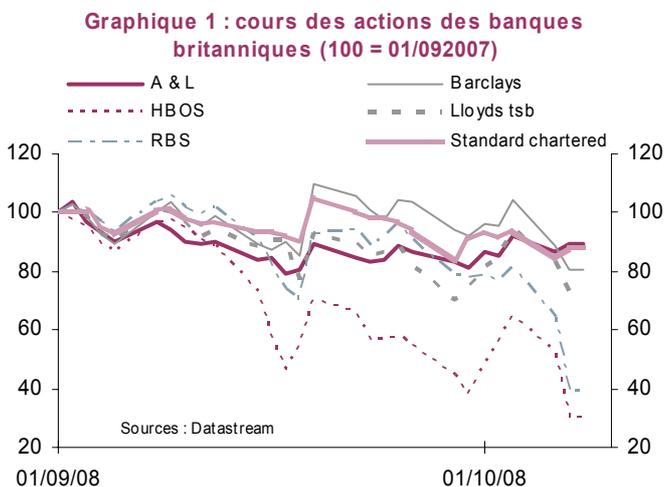


Le gouvernement britannique injecte 50 milliards de Livres dans les banques

Les autorités britanniques ont annoncé aujourd'hui deux séries de mesures pour essayer de stabiliser le système bancaire du Royaume-Uni. Les premières d'entre elles, et les plus impressionnantes, organisent une injection de capital de 50 milliards de Livres de fonds publics dans les principales banques du pays. La deuxième série de mesures est à la charge de la BOE qui augmente considérablement ses lignes de crédit aux banques. La conséquence de tout cela : une augmentation de la dette britannique qui pourrait atteindre près de 50% du PIB contre 40% il y a quelques mois (avant la nationalisation de Northern Rock). La BOE vient par ailleurs de baisser de 50 points de base son taux directeur dans une action concertée avec les autres grandes banques centrales pour essayer d'apporter une autre réponse au blocage actuel du marché monétaire et du crédit.

Ce que prévoit le plan du gouvernement britannique.

L'annonce avancée hier d'un plan potentiel de nationalisation partielle des banques britanniques avait provoqué une baisse impressionnante du cours de leurs actions (**graphique 1**).



Ce mouvement de défiance vis-à-vis des actions de ces banques (hors HSBC dont le cours a bien résisté depuis le début de la crise) a abouti à une annonce précipitée (dès aujourd'hui) de ce plan qui établit les mesures suivantes :

- Une injection de capital de 50 milliards de fonds publics au bilan des principales banques britanniques.
- Une garantie de l'Etat à hauteur de 250 milliards de Livres sur de la dette émise par les banques britanniques pour leur financement de court et moyen terme.
- Une extension du Special Liquidity Scheme qui va atteindre un seuil d'au moins de 200 milliards.

La liste des banques britanniques qui sont concernées par ce plan d'urgence et publiée par le Treasury est la suivante :

- Abbey
- Barclays
- HBOS
- HSBC Bank plc
- Lloyds TSB
- Nationwide Building Society
- Royal Bank of Scotland
- Standard Chartered

Il faut être bien clair : ce plan ne représente pas une nationalisation des banques. En effet, Gordon Brown et Alistair Darling, au cours de la conférence de presse qui a suivi la publication du communiqué, ont tenu à préciser que cela ne représentait pas une nationalisation mais une participation via des actions préférentielles au capital des banques. Le gouvernement ne sera actionnaire majoritaire dans aucune d'entre elles. Néanmoins, le plan du gouvernement prévoit que les banques qui ont décidé de participer devront suivre un certain nombre de recommandations de l'Etat en termes de :

- Politique de distribution des dividendes
- Rémunération des dirigeants des banques
- Soutien aux ménages et petites entreprises en difficulté.

Nous pouvons donc en conclure que cette opération de sauvetage, demandée par les banques elles-mêmes, correspond plutôt à un accord avec le gouvernement. Ce dernier, en échange de la contribution du contribuable, obtient l'engagement des banques à mener une politique responsable en termes de rémunération et de soutien aux acteurs les plus fragilisés par la crise actuelle. A court terme, ce plan vise :

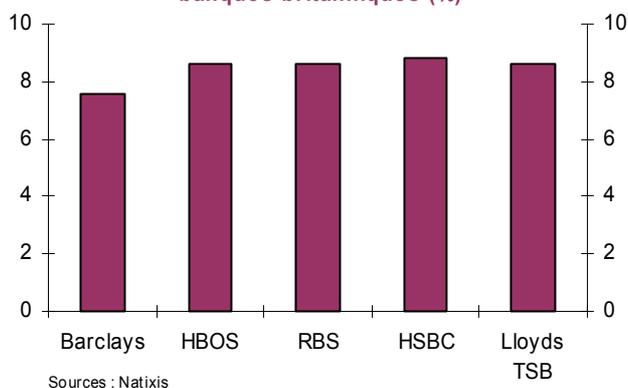
- L'approvisionnement en liquidités au système bancaire

- Un soutien aux mouvements de restructuration des bilans de banques
- Une relance du crédit dans un pays frappé par une crise immobilière sévère.

La mise en place concrète de ce plan

Les banques participantes se sont engagées à émettre pour près de 25 milliards d'actions préférentielles en agrégé (une action préférentielle donne le droit à l'actionnaire détenteur de bénéficier d'un dividende fixe d'un montant déterminé, cette action a également un droit de conversion en action ordinaire. Les porteurs d'actions préférentielles ont un rang, en termes d'exigibilité du passif mais n'ont pas de droit de vote dans les assemblées d'actionnaires). L'Etat s'est engagé à souscrire ces actions. Etant donnée leur spécificité, on voit bien que le gouvernement vise une rémunération fixe sur cet investissement mais fait toujours porter le risque de défaut sur le contribuable, tandis que les possibilités d'influencer les orientations stratégiques des banques resteront limitées. On a ici encore l'illustration du caractère extrêmement partiel de cette « nationalisation ». L'objectif de cette injection de capital est de relever le ratio Tier one de l'ensemble des banques britanniques dont le niveau actuel est présenté en **graphique 2**. A la suite de ces opérations, avec un ratio tier one probablement supérieur à 9%, les banques britanniques feront partie des banques les plus capitalisées en Europe.

Graphique 2: ratios Tier one des principales banques britanniques (%)

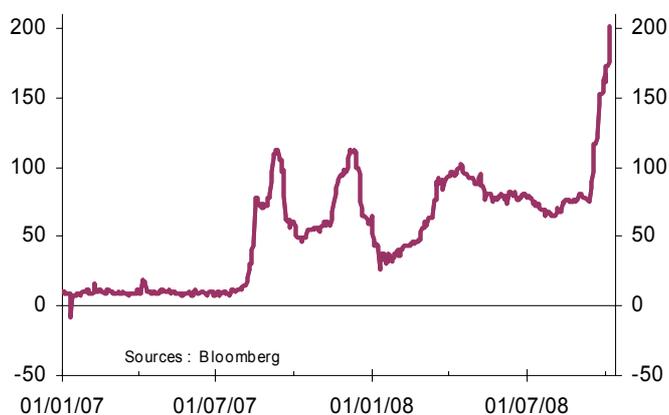


Les 25 milliards restants seront à disposition des banques si elles en expriment le besoin. Ils prendront là aussi la forme d'actions préférentielles émises par les banques et souscrites par le gouvernement.

Les banques qui auront participé à ce plan, et qui auront constaté une progression significative de leur ratio Tier one, pourront bénéficier de la garantie de l'Etat pour l'émission d'une dette sénior de court – moyen terme pouvant s'étendre à 3 ans. Les titres de dette émis bénéficieront du label « *Government-backed English Incorporated company* ». La garantie pourra atteindre un montant de 250 milliards de Livres. Là encore, le risque de crédit est supporté tout de même par le contribuable. Les banques citées plus haut ont la possibilité immédiate d'émettre une dette de la sorte.

L'objectif est là de fournir des liquidités sur le court moyen terme. A cause des mouvements récents de défiance vis-à-vis des banques, on a abouti à un blocage du marché monétaire avec des spreads Libor-OIS qui ont atteint des niveaux record (**graphique 3**). Cette garantie de 250 milliards sur de la dette de court – moyen terme vise à restaurer les échanges de liquidités entre banques. L'extension du Special Liquidity Scheme à hauteur de 200 milliards contre 100 milliards préalablement estimé, est une prérogative de la BOE qui accroît elle aussi le champ de son action.

Graphique 3 : spread Libor - OIS (3 m, pb)



La BOE utilise elle aussi les grands moyens

La BOE vient d'annoncer de concert avec les autres grandes banques centrales une baisse de 50 points de base de son principal taux directeur. Cette action coordonnée montre l'urgence de la situation notamment sur le marché monétaire.

La BOE, en plus donc de ce mouvement d'assouplissement significatif de sa politique monétaire, dispose avec le nouveau plan du gouvernement de la possibilité d'étendre en volume le Special Liquidity Scheme. Comme nous l'avions expliqué dans le special report 2008-35, la BOE propose un accès ininterrompu, jusqu'en janvier à une opération de swap de titres publics contre toutes sortes d'actifs, comme les ABS. Ces swaps portent sur une durée de 1 an renouvelable sur une période de trois ans. Les échanges entre titres publics (Gilts) et actifs des banques ne se fait pas sur la base d'une valeur nominale de 1 pour 1 (un système de *haircuts* est prévu selon l'actif proposé par une banque). L'obtention de titres publics de la part des banques est censée favoriser les échanges de liquidités sécurisés par ces mêmes titres (opérations repo sont les plus répandues sur le marché monétaire). L'opération semblait avoir porté après une première estimation sur un montant de 100 milliards (50 milliards avaient été proposés à l'origine). Ce montant est désormais étendu à 200 milliards.

La BOE va par ailleurs accroître l'ampleur, la fréquence et la maturité des prêts de court terme de liquidité contre collatéral. Les nouveaux titres émis par les banques participantes au plan du gouvernement (celles correspondant aux *Government-backed English Incorporated company*) seront éligibles à toutes les opérations d'échange de liquidités contre actifs menées par la BOE. Enfin, la BOE va bientôt annoncer la création d'une fenêtre d'escompte (discount window facility) qui permettra aux banques britanniques de faire appel à tout moment à la BOE pour un besoin exceptionnel de liquidité.

Les conséquences de toutes ces mesures pour la dette du Royaume-Uni

Les finances du gouvernement britannique sont déjà dans une situation problématique avec la baisse des recettes fiscales liée au ralentissement de l'activité notamment sur le marché immobilier (graphique 4).

Il faut néanmoins garder à l'esprit que cette dette est censée être remboursée à terme comme c'est le cas à l'heure actuelle avec la vente ou l'amortissement progressif des actifs de Northern Rock. Comme l'ensemble des grandes économies occidentales sont concernées par la progression de leur dette à la suite des différents plans de sauvetage, nous ne pensons pas que ce saut de la dette britannique aboutira à un abaissement de notation de cette dernière.

Graphique 4 : déficit cumulé au sens de Maastricht (milliards de Livres)

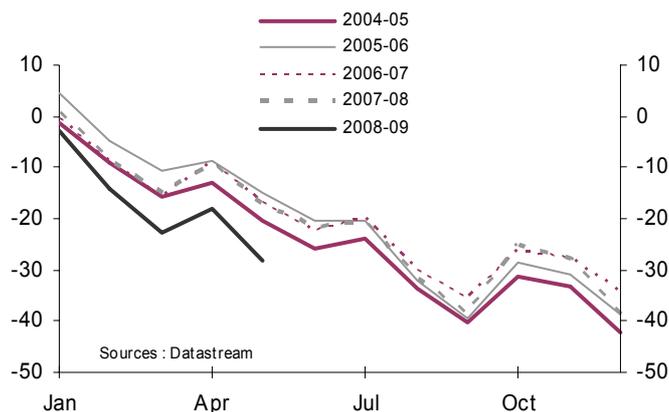


Tableau 1 : passif bancaire pris en charge par l'Etat = accroissement de la dette

Bradford & Bingley	47 milliards £
Northern Rock	100 milliards £
plan de sauvetage	50 milliards £

Le sauvetage de Northern Rock a par ailleurs déjà contribué à une augmentation significative de la dette britannique (graphique 5). Les opérations d'aujourd'hui, ajoutées à la nationalisation de Bradford & Bingley vont aboutir à un besoin de financement estimé à près de 100 milliards de Livres pour l'année fiscale 2008-2009 ce qui représente 6% du PIB (tableau 1). Nous estimons que les dernières mesures devraient aboutir à un saut de la dette britannique à hauteur de 50% du PIB ce qui reste encore faible par rapport à la moyenne des pays européens (66,4% du PIB en 2007 pour les pays de la zone euro). Il faut noter que nous ne prenons pas en compte dans ces calculs la garantie de 250 milliards de l'Etat par la nouvelle dette émise par les banques. Cette garantie n'aboutirait à une progression de la dette publique que dans le cas où l'une des institutions concernées par ce plan ferait défaut, ce qui semble peu probable au vu de la détermination des autorités pour éviter un tel évènement.

Graphique 5 : dette publique au Royaume-Uni (en % du PIB)

