



AF08- MAL-SP

New York, le 2 octobre 2008

## WASHINGTON MUTUAL, WACHOVIA : Le rôle du FDIC en matière de résolution des défaillances bancaires

Alors que le plan de rachat des actifs illiquides (*troubled assets relief programm, TARP*) est toujours en discussions au Congrès, la gestion de la crise financière continue de reposer de façon primordiale sur deux acteurs clés : la FED et le FDIC (*federal deposit insurance corporation*).

Avec le rachat de Washington Mutual par JP Morgan puis celui de Wachovia par Citigroup, le rythme des opérations orchestrées par le Fonds d'assurance des dépôts s'est fortement accéléré au cours des derniers jours. L'analyse de ces opérations met en lumière les larges pouvoirs du FDIC en matière de résolution des défaillances bancaires. Elle met également en lumière le traitement très inégal des investisseurs dans chacune de ces opérations : très peu protégés dans le cas de Washington Mutual, ces derniers ont été mieux traités dans le cas de Wachovia.

Ce traitement « à géométrie variable » des investisseurs illustre l'évolution de la doctrine du FDIC dans un contexte de dégradation brutale de la crise financière : d'abord soucieuse de préserver les intérêts financiers du Fonds dans le cas de Washington Mutual, sa priorité s'est portée sur la réduction du risque systémique et le rétablissement de la confiance des investisseurs dans le cas de Wachovia.

Au total, ces opérations rappellent le partage délicat des rôles entre les différentes institutions publiques (FED, FDIC et Trésor) en période de crise financière et bancaire. Elle illustre aussi le conflit potentiel d'objectifs qui peut exister au sein d'une même institution : dans le cas du FDIC, les opérations Wachovia et Washington Mutual semblent avoir fait apparaître un conflit d'objectif entre le maintien de la confiance des déposants dans le système bancaire, la protection des intérêts du contribuable américain, et la confiance des investisseurs nécessaire à la stabilité du système financier.

### Le FDIC, pilier de la résolution des défaillances bancaires aux Etats-Unis

Le FDIC (*federal deposit insurance corporation*) a été créé en 1934 durant la Grande dépression, dans le cadre des mesures du New Deal décidées par Roosevelt. Sa vocation première est d'assurer les dépôts détenus par les particuliers à travers la gestion du fonds de garantie bancaire (*Bank Insurance Fund*).

Le plafond d'assurance de ces fonds est fixé aujourd'hui à 100 000 dollars. Le Sénat a voté un amendement qui remonte le plafond des dépôts assurés à 250 000 \$.

Ce relèvement du plafond, s'il était confirmé par la chambre des représentants, présente deux avantages : rassurer les déposants en augmentant leur taux potentiel d'indemnisation ; mais aussi faciliter la tâche du FDIC à l'égard des banques potentiellement acheteuses des prochaines défaillances, le FDIC étant alors en capacité de prendre potentiellement à sa charge une partie du coût de l'acquisition sur une base de dépôts assurés plus important.

Le FDIC est également devenu, suite à la débâcle des *savings and loans* dans les années 80, le gestionnaire du fonds de garantie des associations d'épargne (*Saving Association Insurance Fund*). Ces deux fonds ont été fusionnés depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2006. Le fonds dispose de 45,2 milliards de dollars au 30 juin 2008.

En cas de défaillance d'une banque, le FDIC indemnise actuellement les déposants dans la limite de 100 000 dollars (250 000 dollars si le texte voté hier au sénat l'est aussi à la chambre des représentants) pour l'ensemble de ses dépôts auprès d'un même établissement. En cas de transfert, la nouvelle banque prend en charge les dépôts assurés de la banque défaillante. Dans les deux cas, les déposants dont les dépôts ne pas assurés par le FDIC ne disposent que d'une créance sur la liquidation de la banque défaillante. Ils recevront de le FDIC une part du produit de la liquidation, sur base proportionnelle, après déduction des charges du liquidateur et remboursement des créanciers garantis, mais avant satisfaction des créances des déposants étrangers et de tous les autres créanciers. En effet, au titre d'une disposition du omnibus reconciliation Act de 1993, le Congrès a adopté une disposition législative attribuant la priorité aux déposants nationaux (*national depositor preference*), en vertu de laquelle les déposants nationaux d'une banque défaillante sont indemnisés en priorité sur les autres créanciers.

Les missions confiées au FDIC sont définies par la réforme de 1991 et sont structurées autour d'un principe : **la résolution à moindre coût, sauf en cas de risque systémique**

Ce principe signifie que toute option de résolution orchestrée par le FDIC doit passer le test du « moindre coût », le coût de la résolution étant comparé au coût de la liquidation de la banque. Parmi les méthodes de résolution, on peut citer : la réorganisation, la restructuration financière, la fusion acquisition, la création temporaire d'une « bridge bank ». Ce principe rend plus probable que les créiteurs non assurés ou les créanciers (porteurs d'obligations) assument les pertes en cas de faillite bancaire.

L'objectif de résolution à moindre coût s'entend à court terme mais aussi à moyen long terme, en limitant le risque d'un attentisme du FDIC (*forbearance*) qui pourrait engendrer des coûts ultimes plus importants<sup>1</sup> pour le secteur bancaire et l'économie. C'est la raison pour laquelle la réforme de 1991 a doté le fonds de pouvoirs importants en matière prudentielle, à travers la possibilité d'**actions correctives précoces**. Les actions correctives précoces sont destinées à accroître la pression sur les banques à mesure que sa situation de capitalisation se dégrade, jusqu'à aller, si nécessaire, jusqu'à une résolution (vente, fusion, ou liquidation de l'institution) avant que le capital ne tombe à zéro. Ces pouvoirs légaux du FDIC, qui doivent être juridiquement fondés, sont ainsi une réponse au risque de capture du régulateur par les banques.

Ce principe de minimalisation des pertes pour l'assurance dépôts a toutefois une exception : **le risque systémique causé par les défaillances de banques jugées « too big to fail »**. Cette exception pour être déclenchée nécessite une concordance de vue des deux tiers du Federal Reserve Board, des deux tiers du FDIC Board, et du secrétaire au Trésor. Si un tel accord se dessine, le FDIC peut alors transgresser la technique de résolution à moindre coût : mais dans ce cas, les pertes additionnelles pour le FDIC sont assumées collectivement par les autres banques assurées. Les actifs totaux plutôt que les seuls déposants constituent alors la base du calcul du partage des pertes.

La gestion des dossiers Washington Mutual et Wachovia illustre l'effet de balancier qui peut exister entre ces deux principes : dans le cas de WaMu, en voulant minimiser le risque de pertes pour le Fonds, le FDIC a exposé les investisseurs à de lourdes pertes ce qui a probablement entretenu la défiance sur le marché de la dette à court terme

---

<sup>1</sup> Ce coût de la « bienveillance » est illustré par la crise des *savings and loans* au début des années 80 : le régulateur avait alors relâché les exigences en capital pour les *savings and loans* alors même que ces exigences ne tenaient pas compte des pertes en capital liées à la hausse des taux d'intérêt. Une série de raisons justifiait ce choix : préserver les réserves du FDIC, ne pas trop peser sur le déficit budgétaire, rassurer les déposants, et ne pas réaliser des pertes considérées comme potentielles, en comptant sur un retournement des taux d'intérêt. En 1991, dix ans plus tard, à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière, les pertes du FDIC liées aux pertes bancaires dépassaient pourtant ses réserves : le FDIC se retrouva en situation d'insolvabilité, ce qui justifia la réforme profonde de 1991.

(*asset backed commercial paper* notamment). Dans le cas de Wachovia, les intérêts des porteurs d'obligations ont été mieux pris en compte, mais au prix d'une perte potentiellement plus importante pour le Fonds.

## **Washington Mutual et Wachovia : la doctrine évolutive du FDIC en matière de gestion des défaillances bancaires**

### **a. Le rachat de Washington Mutual par JP Morgan : un déséquilibre net entre les intérêts de JP Morgan et ceux des investisseurs dans WaMu**

Qu'est ce qui a déclenché la défaillance de Washington Mutual ? Fortement fragilisée par la crise immobilière, le FDIC a révélé que la banque avait connu un véritable « run » de la part de ses déposants depuis le 15 septembre, conduisant à des retraits massifs de 16,7 Mds de ses clients, soit près de 20% de ses dépôts.

Toutefois, on peut se demander si toutes les mesures de *corrective action* que le FDIC doit normalement mettre en œuvre avant de prononcer la fermeture d'un établissement ont bien été effectuées. La veille du rachat par JP Morgan, le management de Washington Mutual aurait confié qu'il ignorait que le FDIC avait fermé les procédures d'appel d'offre.

L'OTS (*office of thrift supervision*) a jugé que le « run » était suffisant pour ne plus permettre à la banque de continuer à fonctionner, en dépit d'un pool de liquidités de près 50 Mds de dollars et des ratios de fonds propres réglementaires (ratio tier 1) de 12%. L'OTS a ainsi considéré que la banque était « non saine et non sûre » et WaMu a été placée en « receivership » par l'Office of Thrift Supervision (OTS) le superviseur des caisses d'épargne, la FDIC étant désigné pour organiser la liquidation des actifs restants.

Le FDIC a alors orchestré le rachat de WaMu par JP Morgan à travers ce qui peut apparaître comme une véritable « réquisition » de la caisse d'épargne: le 25 septembre, JP Morgan annonçait le rachat pour 1,9 \$ Mds des dépôts et de la plupart des actifs des branches opérationnelles de Washington Mutual. Les termes de la transaction apparaissent clairement favorable à JP Morgan qui rachète le meilleur des actifs de WaMu pour un prix environ dix fois inférieur à sa valeur nette comptable.

La séparation des actifs et des dettes de WaMu traduit un choix radical assez inédit en matière de liquidation bancaire. L'opération a l'avantage de sécuriser les déposants, puisqu'ils sont transférés intégralement à JP Morgan, et minimise l'exposition du Fonds de garantie au risque de pertes financières, conformément au principe de résolution au moindre coût.

Toutefois, en acceptant de séparer WaMu holding de ses branches opérationnelles et en autorisant à retirer de la holding la plupart des ses actifs, l'opération a exposé les investisseurs (les porteurs d'obligations de WaMu et les actionnaires) à de lourdes pertes, puisqu'il ne restera que très peu d'actifs (essentiellement 5 Mds de cash détenus par la Holding) pour indemniser les détenteurs de sa dette (plus de 30 milliards de dollars). Ces pertes sont particulièrement importantes pour les détenteurs de la dette subordonnée de Washington Mutual, et ont contribué en retour à entretenir la réticence des investisseurs à l'égard des banques sur les marchés du crédit.

### **b. L'opération Wachovia-Citigroup : une meilleure prise en compte des intérêts des investisseurs**

L'opération Citigroup-Wachovia s'inscrit dans une démarche différente, qui est celle de la prévention du risque systémique : le FDIC s'est appuyé sur la clause d'exception prévue par le régime de résolution des défaillances bancaires de 1991 (FDICIA) face à un établissement jugé « too big to fail ». Le communiqué du FDIC explicitement référence au soutien du Trésor et de la FED nécessaires dans ce cas de figure : « en situation de risque systémique, le comité de direction du FDIC, de la FED, du Trésor et en consultation avec le Président, doivent se mettre d'accord

pour fermer un établissement qui menacerait la stabilité financière globale ». La mise en jeu de cette clause d'exception est inédite depuis 1991.

Les termes de l'opération se traduisent par un plus grand équilibre dans la prise en compte des intérêts respectifs de la banque acheteuse (Citigroup), des porteurs d'obligations de Wachovia et du contribuable américain :

- L'accord prévoit que Citigroup acquiert les filiales opérationnelles de Wachovia holding, ses actifs mais aussi ses dettes, notamment la dette senior et subordonnée. La banque Citigroup a laissé entendre qu'elle assumerait également la dette senior et subordonnée de Wachovia banque. En revanche, les actions à dividende prioritaire et perpétuel, restent à Wachovia. Cela devrait permettre de mieux protéger les intérêts des créanciers de Wachovia, qui portent sur 184 Mds de dollars. Laisser les créanciers de Wachovia exposés à de lourdes pertes aurait contribué à affaiblir la stabilité financière, ce qui aurait été contraire au mandat du FDIC.
- En contrepartie, le FDIC accepte de prendre une part importante du risque de crédit associé aux actifs de Wachovia. L'accord passé avec le FDIC établit que Citigroup assumera les premiers 30 Milliards de dollars de pertes sur le portefeuille de créances immobilières de Wachovia (soit 312 milliards de dollars), puis les 12 milliards de pertes supplémentaires potentielles à raison de 4 milliards de pertes /an au cours des 3 prochaines années. Les pertes au-delà de ce plafond seront donc assumées intégralement par le FDIC. Pour que le FDIC soit touché, il faudrait que le taux de défaut (en supposant un taux de recouvrement nul) sur le portefeuille de créances immobilières atteigne plus de 13,5%.
- Enfin, le FDIC recevra des actions à droit de dividende prioritaire et des garanties en contrepartie de la protection offerte à Citigroup sur ces pertes.

Au total, Wachovia ne va pas complètement disparaître puisque subsistera sa filiale de *brokerage*, de métiers de titre et de gestion d'actifs (Evergreen). Le rating de Wachovia sera probablement abaissé par les agences de notation compte tenu de la disparition de ses dépôts. De son côté, Citigroup a été placé en surveillance négative de la part de S&P. l'agence de notation estime que si l'opération est favorable à Citigroup, la fragilité de sa situation financière va compliquer l'intégration de Wachovia à court terme.

\*\*\*

Le traitement « à géométrie variable » des investisseurs illustre l'évolution de la doctrine du FDIC dans un contexte d'aggravation brutale de la crise financière : d'abord soucieuse de préserver les intérêts financiers du Fonds dans le cas de Washington Mutual, le FDIC a réalisé l'ampleur du risque systémique dans le cas de Wachovia et de la nécessité de rétablir la confiance des investisseurs.

Au total, ces opérations rappellent le partage délicat des rôles entre les différentes institutions publiques (FED, FDIC et Trésor) en période de crise financière et bancaire. Elle illustre aussi le conflit potentiel d'objectifs qui peut exister au sein d'une même institution : dans le cas du FDIC, les opérations Wachovia et Washington Mutual semblent bien avoir fait apparaître un conflit d'objectif entre le maintien de la confiance des déposants dans le système bancaire, la protection des intérêts du contribuable américain, et la confiance des investisseurs nécessaire à la stabilité du système financier.

## Faits saillants de la semaine

\* **Le plan de sauvetage du secteur financier (*Troubled asset relief program*, TARP) amendé a été accepté par le sénat ; la chambre des représentants se reprononcera vendredi ;** le texte amendé inclut trois dispositions nouvelles par rapport au texte rejeté lundi par la chambre des représentants :

- **Un relèvement du plafond d'assurance des dépôts, à 250 000 dollars contre 100 000 actuellement.** Les banques ne seraient pas tenues de payer les primes d'assurance supplémentaires correspondantes jusqu'à fin 2009. Cette mesure a reçu le soutien des candidats Obama et Mc Cain.

- **L'introduction de crédits d'impôts pour les ménages et les entreprises.** Ce paquet correspond à des projets qui étaient en cours d'examen par ailleurs au sénat : crédit d'impôt de 17 milliards de dollars pour le développement des énergies renouvelables, réduction d'impôt au titre de l'AMT (*alternative minimum tax*).

- **Une réitération de l'autorité de la SEC sur le principe de comptabilisation en « mark-to-market »,** la SEC devant produire un rapport au Congrès sur les effets de ce principe dans la crise actuelle.

Les parlementaires ont fait l'objet de pressions croissantes en faveur du vote d'un plan de sauvetage à la suite de la forte baisse des marchés lundi, qui s'est traduite par une perte de capitalisation de plus de 1 000 milliards de dollars.

Source : <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a5ko9LvUcbCM&refer=home>

\* **Les banques commerciales et les maisons de titres ont emprunté directement près de 350 Mds de dollars auprès de la FED à la date du 1er octobre,** un montant en augmentation de 60% par rapport à la semaine précédente. Les prêts octroyés à travers la fenêtre d'escompte ont augmenté de 10 milliards à 49,5 milliards. Les prêts aux banques d'investissement (PDCF) ont atteint 146 milliards. Le nouveau programme de prêt aux banques pour leur permettre de racheter les *asset backed commercial paper* aux fonds monétaires ont atteint 152 milliards de dollars.

\* **La SEC clarifie les règles comptables d'évaluation des actifs « illiquides » dans le bilan des banques.** Dans un communiqué de presse commun, la Securities and Exchange Commission et le *Financial Accounting Standards Board* (FASB) ont apporté mercredi des éclaircissements sur la méthode applicable à la valorisation des actifs dans un marché illiquide. Ces clarifications ne sont pas une suspension du principe de la valorisation en « mark to market » prévue par la norme FAS 157 (*fair value measurements*), mais visent à assouplir les conditions de mise en œuvre de ce principe notamment lorsqu'il n'existe pas de prix de marché ou que ce prix apparaît trop éloigné de la valeur intrinsèque d'un titre. Ainsi, le communiqué rappelle que lorsqu'il n'existe pas de marché actif sur un titre, le management peut utiliser ses propres estimations fondées sur une estimation des *cash flows* futurs. Il rappelle aussi que l'utilisation d'informations inobservables (niveau 3) est parfois préférable à l'utilisation de données observables (niveau 2) lorsqu'il faudrait apporter des ajustements trop importants à ces données observables pour refléter la valeur intrinsèque du titre. Le communiqué indique aussi que les données de prix fournies par les vendeurs (*borkers*) ne sont pas pertinents lorsque le nombre de transactions sur un actif est insuffisant, le prix communiqué par le vendeur risquant alors de refléter sa propre opinion plutôt que le prix résultant d'une offre et d'une demande. Le communiqué rappelle enfin que le prix résultant d'une vente forcée « *fire sale* » ou d'une transaction désordonnée sur un marché (*disorderly transactions*) ne peut être servir à l'estimation du prix d'un actif en « *fair value* ».

Source : <http://online.wsj.com/article/SB122282710053493045.html>

\* **L'interdiction du *short selling* sur les valeurs financières a été prolongée par la SEC.** L'interdiction expirera trois jours après la remise en vigueur du plan de sauvetage du secteur financier avec une date limite le 17 octobre. Un indice construit par Bloomberg montre que les titres protégés par l'interdiction du *short selling* ont gagné 2,5% sur la période, contre une baisse de 3,8% des valeurs du S&P 500.

Source : <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aUEiwLUQbnoY>

**\*General Electric lève 12.2 milliards de dollars via des émissions d'actions ordinaires et Warren Buffet achète 3 milliards de dollars en actions préférentielles.** Le géant américain vend 547,8 millions d'actions au prix unitaire de 22,25 USD. GE est une des premières grandes entreprises industrielles à lever de fonds pour se fournir en liquidité alors que sa situation sur le marché des bons de caisse à court terme s'est détériorée (*commercial paper*).

Source : <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aQHkOkjGGBf4>

**\*John Thain prend la direction des activités Global Banking, Securities & Wealth Management de Bank of America.** D'après le PDG de Bank of America John Thain va jouer «un rôle majeur» dans la fusion des deux entreprises. Le rachat de Merrill Lynch par Bank of America pour 50 milliards de dollars, payés entièrement en actions, devrait être finalisé début 2009.

Source : <http://online.wsj.com/article/SB122295212853198103.html>

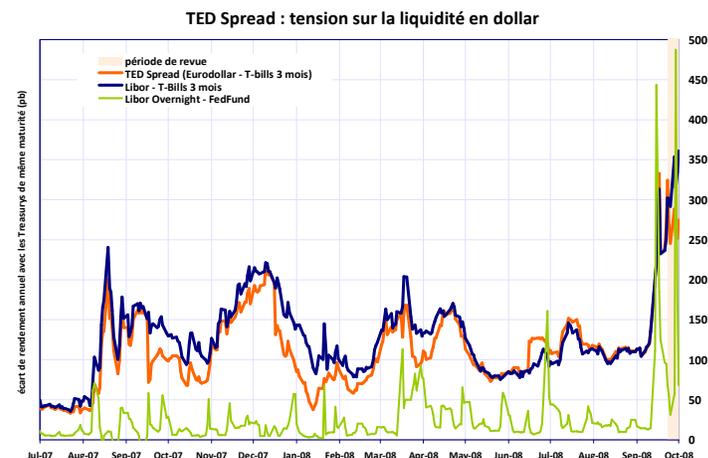
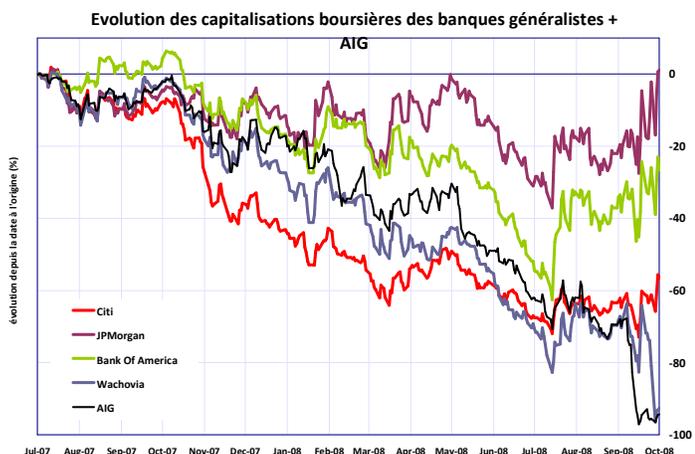
**\*Wachovia limite l'accès de 900 universités à un de ses fonds d'investissement de 9.3 milliards de dollars.** Les universités pourront retirer seulement 34% de leurs investissements dans le fond appelé Commonfund, à cause d'un «resserrement de la liquidité», d'après Laura Fay, la porte-parole de la banque. Cela a paniqué les universités qui comptent sur cet argent pour régler leurs dépenses courantes.

Source : [http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aF9PosfF\\_iRw](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aF9PosfF_iRw)

# La crise financière en graphiques

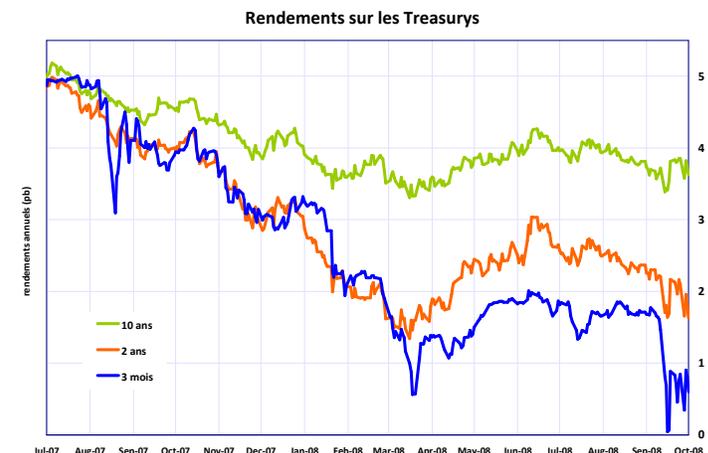
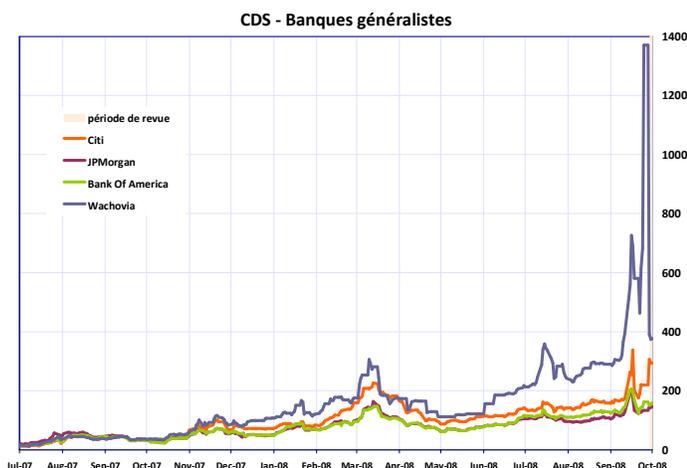
➤ Les chances d'adoption croissantes du TARP par le Congrès soutient les actions des grands groupes bancaires généralistes. La volatilité persiste néanmoins.

➤ Les tensions extrêmes sur les marchés interbancaires semblent s'aggraver.



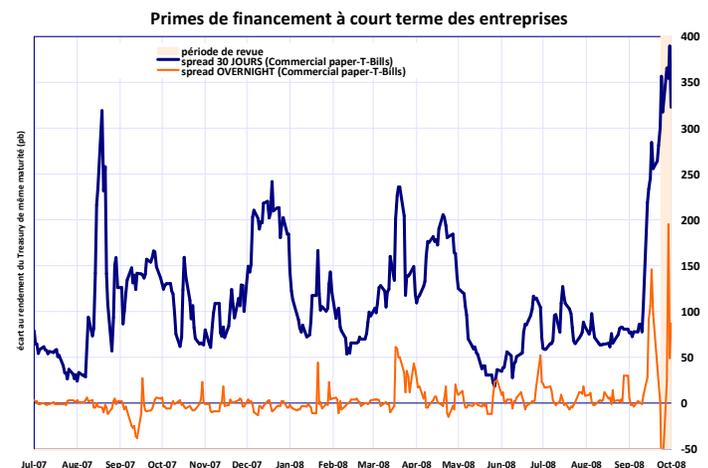
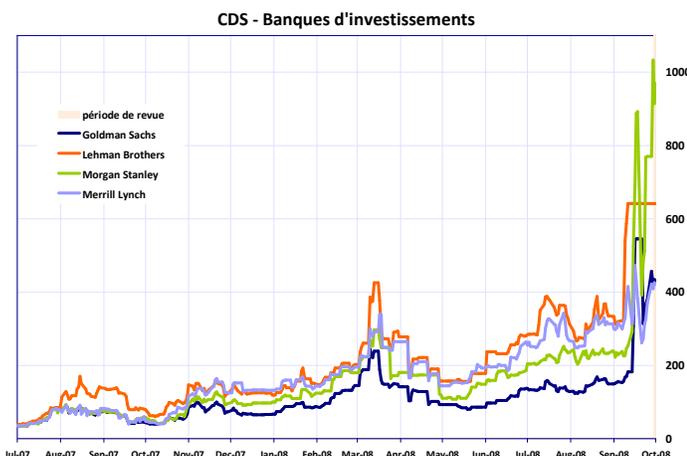
➤ Après avoir atteint des sommets historiques, les primes de risque sur les valeurs financières se réduisent en fin de période. Wachovia reste néanmoins en situation précaire et pèse maintenant sur le risque de Citi.

➤ Moindre fuite vers la qualité depuis l'annonce du TARP: les taux obligataires à 3 mois ne sont plus proches de zéro, mais restent anormalement bas.

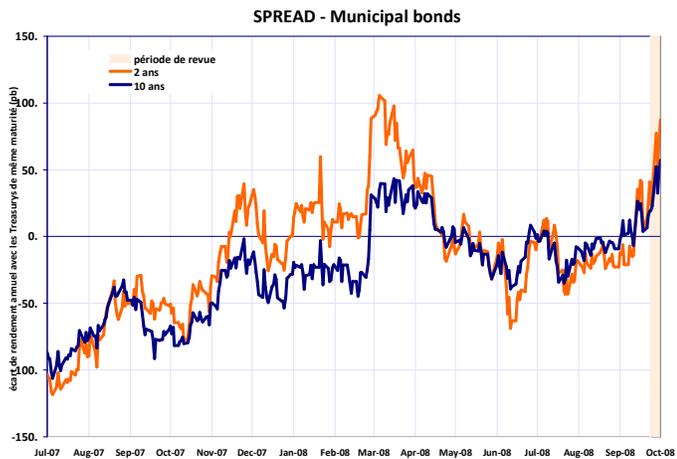


➤ Malgré sa recapitalisation, l'ex banque d'investissement Morgan Stanley suscite toujours la défiance des investisseurs

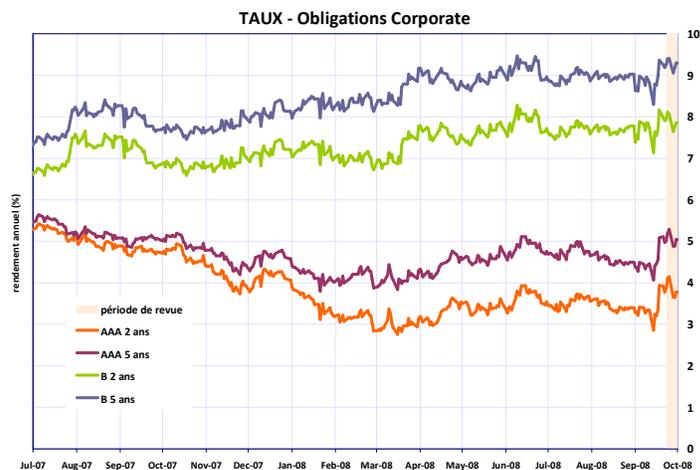
➤ Le marché du financement à court terme des entreprises se grippe.



➤ Les primes de risques sur le marché des Municipal Bonds continuent de s'élargir anormalement.

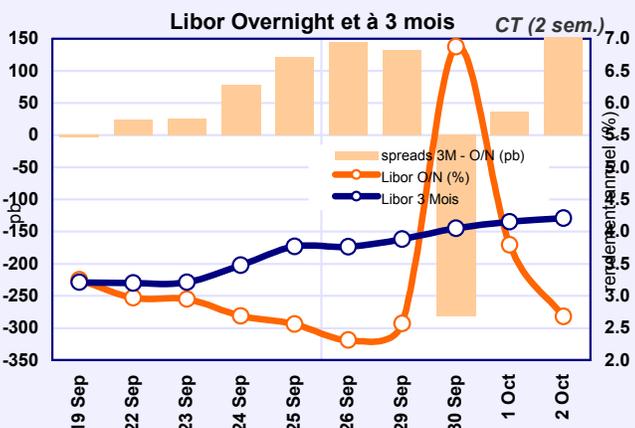
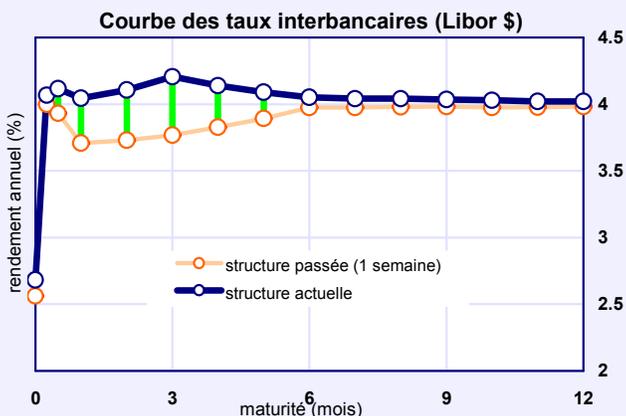


➤ Le coût de l'endettement à long terme des entreprises s'est redressé depuis trois semaines mais tend à se détendre sur les derniers jours.



# MARCHÉS FINANCIERS AMÉRICAINS du 26 septembre au 2 octobre 2008

## INTERBANCAIRE



Source : Bloomberg  
Mis à jour le 2 Oct 2008 à 16 h 47 mn

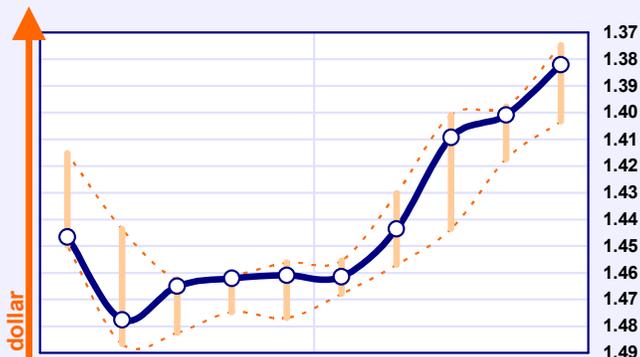
➤ Les dysfonctionnements sur le marché interbancaire perdurent, les taux Libor se tendant toujours.

	2 oct.	25 sept.	évolution		
Fed Fund	2	2	+		Fed
T-Bill à 3 mois	60	75	-	15 3	Fed
Overnight	2 68	2 56	+	11 9	Libor USD
3 mois	4 21	3 77	+	43 9	
1 an	4 02	3 98	+	4	Libor USD
Libor o/n - Fed Fund.	68 1	56 3	+	11 9	Spread
Libor 3m-o/n	152 6	120 6	+	32	
Libor - T-Bill 3m	360 8	301 7	+	59 1	

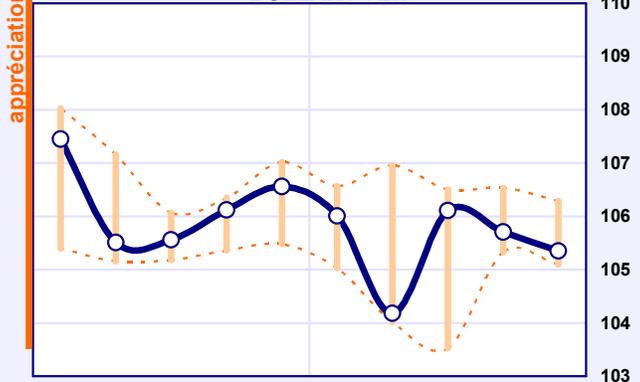
- La situation de stress sur le secteur financier se prolonge : les taux interbancaires se tendent encore sur la semaine.
- L'écart de rendement entre le Libor et les Fed Funds overnight a atteint un nouveau record mercredi. Après les 450pb du mardi 16, il a touché 488 pb en ce dernier jour de septembre. Il est depuis retombé à 180 pb ce jeudi, ce qui reste très élevé au regard des moyennes historiques. Cette volatilité extrême du taux souligne les tensions anormales sur le marché.
- Au-delà du jour le jour, les taux interbancaires se sont de nouveau tendus. Le rendement demandé à trois mois se tend de 44 pb à 4,21%. La prime de risque sur le marché interbancaire à trois mois se monte à 360 pb, soit 30 de plus que la semaine dernière. La faible liquidité des marchés au-delà du jour le jour réduit l'information contenue dans les rendements.
- Les marchés des créances commerciales de court terme (Commercial paper) sont également anormalement sous tension. Les volumes d'encours ont reculé de près de 6% sur la semaine et les primes demandées ont atteint près de 400 pb cette semaine. Ils se sont détendus ce jeudi mais restent élevés.

## CHANGES - PETROLE

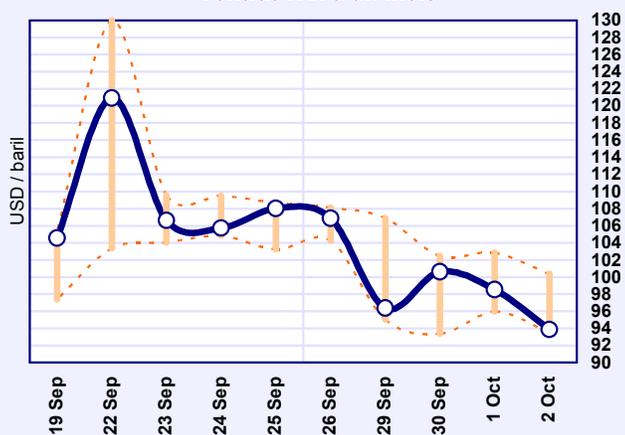
EURO / DOLLAR (échelle inversée)  
CT (2 sem.)



DOLLAR / YEN



Contrat WTI à un mois



Mis à jour le 2 Oct 2008 à 16 h 47 mn

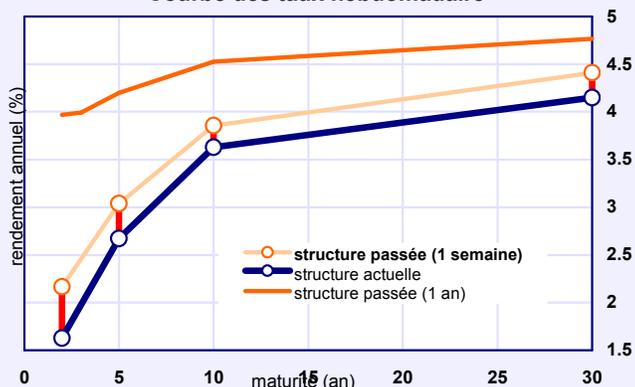
➤ L'euro se déprécie sous les 1,4 dollars, reflétant les besoins accrus en dollars des banques européennes.

	2 oct.	25 sept.	évolution	var. (%)
Euro / US dollar	1.38 21	1.46 09	- 0.07 88 USD	-5.4
US dollar / Yen	105 3	106 6	- 1 2 JPY	-1.1
Pétrole WTI (à un mois)	93 9	108	- 14 2 USD	-13.1

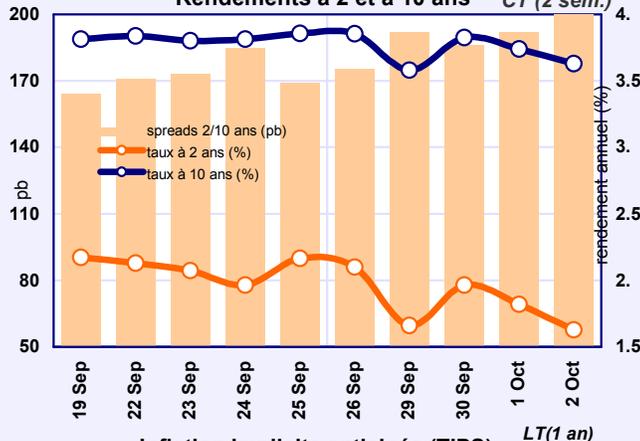
- L'euro s'est sensiblement déprécié face au dollar sur la période (-5,4%). Il revient à 1,3821 EUR/USD jeudi contre 1,46 EUR/USD jeudi dernier au soir.
- Les besoins de liquidité en dollar des banques européennes se seraient renforcés dans la période récente et soutiendraient le dollar vis-à-vis de l'euro.
- La perception par les cambistes d'un début de résolution des problèmes bancaires américains avec le TARP et d'une accélération de la propagation de la crise financière en Europe pourrait également avoir pesé sur l'euro.
- La perspective de baisses de taux en Europe, évoquée par M. Trichet, a pu également jouer ce jeudi.
- Vis-à-vis du yen, le dollar s'est déprécié que de 1,1% sur la même période.
- Le prix du contrat à un mois sur le baril de brut WTI a poursuivi sa dégraissement avec les perspectives conjoncturelles dégradées et le raffermissement du dollar. Il a reculé de 13% sur la période à 94 dollars le baril ce jeudi soir.

# OBLIGATIONS

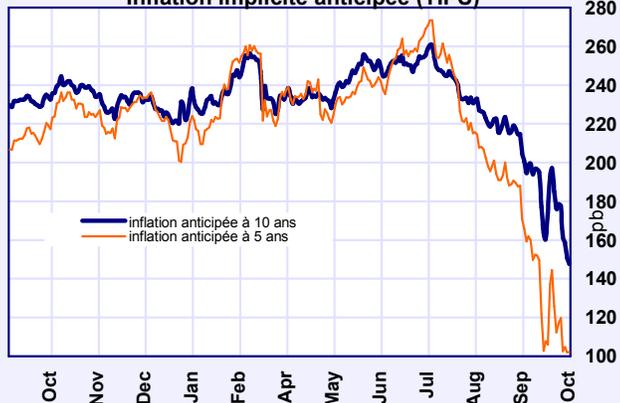
Courbe des taux hebdomadaire



Rendements à 2 et à 10 ans CT (2 sem.)



Inflation implicite anticipée (TIPS) LT(1 an)



Source : Bloomberg

Mis à jour le 2 Oct 2008 à 16 h 47 mn

➤ Les craintes de récession conduisent les investisseurs à valoriser une baisse de 50 pb du taux directeur dès la fin de ce mois.

	2 oct.	25 sept.	évolution
Taux à 2 ans	1 63	2 17	- 53 7 pb
Taux à 10 ans	3 63	3 86	- 22 7 pb
Taux à 30 ans	4 15	4 41	- 26 pb
Spread 2-10 ans	200 1	169 1	+ 31 pb
Inflation impl. TIPS	147 7	178 5	- 30 9 pb

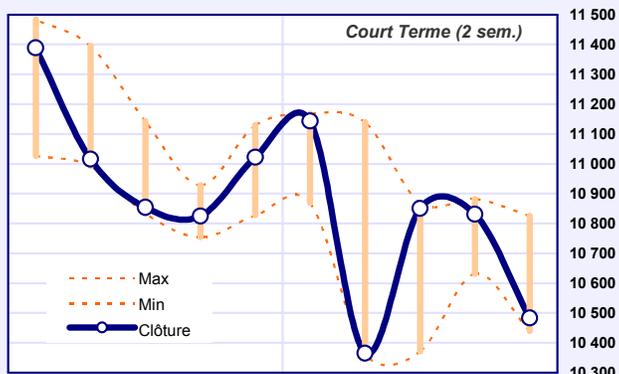
- Plusieurs indicateurs macroéconomiques inférieurs aux attentes (ISM manufacturier, l'indice Case-Shiller des prix de l'immobilier ou encore les demandes d'allocations chômage) ont confirmé la dégradation conjoncturelle décrite par MM. Bernanke, Paulson et Bush devant le Congrès la semaine précédente. Dans une dramatisation en partie tactique avant le vote délicat des Représentants, les autorités politiques, économiques et monétaires avaient en effet ouvertement décrit une situation économique et financière très dégradée compatible avec un long épisode de récession.
- Cette officialisation a eu un impact sur les anticipations des investisseurs, qui ont notamment recherché la sécurité des placements en bonds du Trésor. Les rendements à 2 et 10 ans se sont détendus de respectivement 54 et 23 pb sur la période. La pente de la courbe des taux dépasse ainsi les 200 pb.
- L'inflation anticipée à long terme (déduite des TIPS à 10 ans) est descendue en dessous des 150 pb. Ces anticipations ressemblent à une anticipation de scénario déflationniste
- Les Fed Funds Futures valorisent par ailleurs à la quasi unanimité (96%) l'hypothèse d'une baisse du taux directeur de 50 pb dès le 29 octobre prochain, soit 25 de plus que la semaine dernière. Le taux directeur descendrait alors à 150 pb.

## ACTIONS

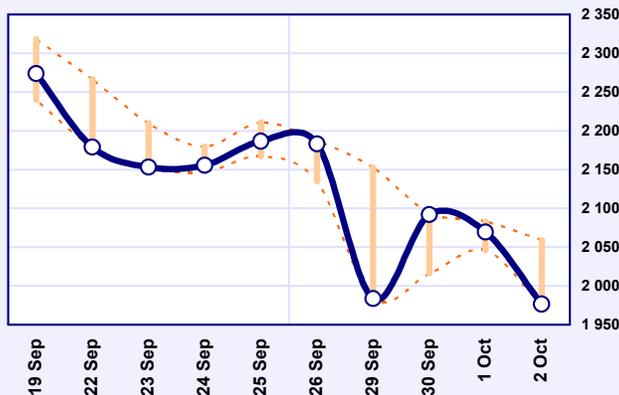
DOW JONES Industrial Average



Court Terme (2 sem.)



NASDAQ



Mis à jour le 2 Oct 2008 à 16 h 47 mn

➤ Soumis à une volatilité extrême, les marchés boursiers s'enfoncent malgré la relative stabilisation des valeurs financières.

	2 oct.	25 sept.	évolution	var. (%)
Dow Jones	10 483	11 022	- 539 pt	-4.9
S&P 500	1 114	1 209	- 95 pt	-7.8
Nasdaq Comp.	1 977	2 187	- 210 pt	-9.6
Volatilité impl. VIX	45.3	32.8	+ 12.4	37.9

- Les marchés boursiers sont de nouveau extrêmement volatils. L'indice VIX bondit au-delà des 45 ce jeudi (+38% par rapport à la semaine dernière). Lundi, le S&P 500 a chuté de 8,8% avec le rejet du TARP par la Chambre des Représentants, puis a repris 5,3% le lendemain dans l'espoir d'un vote positif du plan en fin de semaine. Malgré le vote positif du Sénat la veille au soir, il a chuté de 3% ce jeudi, le bon des demandes d'indemnisations au chômage rappelant aux investisseurs l'acuité du ralentissement conjoncturel.
- L'incertitude prévaut sur le passage du TARP devant la chambre basse vendredi, même si les marchés semblent plutôt anticiper un vote positif. Les banques généralistes rebondissent d'ailleurs de 4,7% sur la période et l'ensemble des institutions financières ne recule que de 2%, surperformant largement l'ensemble du marché (-8,6%, indice AFWS).
- A la suite du rejet inattendu en première lecture du plan de 700 milliards par la chambre basse du Congrès, l'ensemble de la capitalisation boursière américaine (indice AFWS, ci-dessous) a perdu 8,4% sur la journée de lundi soit environ 1160 milliards de dollar, dont 280 pour les institutions financières (-13%). La capitalisation se réduit finalement 8,6% sur la période.
- Le secteur financier a rebondi depuis mardi dans l'espoir d'un vote positif du Congrès avant la fin de la semaine.

# Indice AFWS - CONTRIBUTIONS SECTORIELLES A LA CROISSANCE BOURSIERE

**Période du 26/9/2008  
au 2/10/2008**

	AFWS					S&P 500					Dow Jones					NASDAQ						
	#Entr.	Poids	Evol.	Vites. Relat.	Contrib.	#Entr.	Poids	Evol.	Vites. Relat.	Contrib.	#Entr.	Poids	Evol.	Vites. Relat.	Contrib.	#Entr.	Poids	Evol.	Vites. Relat.	Contrib.		
	unités	%	%	fois	pts de crois.	%	%	fois	pts de crois.	%	%	fois	pts de crois.	%	%	fois	pts de crois.	%	%	fois	pts de crois.	
<b>TOTAL</b>	3652	100	<b>-8.6</b>			452	100	<b>-7.8</b>			30	100	<b>-4.9</b>			2111	100	<b>-9.6</b>				
<b>effet structure</b>																					<b>+1.52</b>	
<b>Agroalimentaire</b>	43	3.5	<b>-0.6</b>	-0.1x	<b>-0.02</b>	11	3.8	<b>-0.7</b>	-0.1x	<b>-0.03</b>	2	5.6	<b>2.4</b>	0.5x	<b>+0.13</b>	2	0.1	<b>-12.3</b>	-1.3x		<b>-0.01</b>	
<b>Energie, Ressources naturelles</b>	292	16.2	<b>-16.0</b>	-1.9x	<b>-2.59</b>	56	16.6	<b>-13.7</b>	-1.7x	<b>-2.26</b>	2	8.1	<b>-8.2</b>	-1.7x	<b>-0.67</b>	16	0.2	<b>-17.6</b>	-1.8x		<b>-0.04</b>	
<b>Chimie</b>	33	4.5	<b>-3.3</b>	-0.4x	<b>-0.15</b>	32	6.1	<b>-3.3</b>	-0.4x	<b>-0.20</b>	2	8.6	<b>-0.8</b>	-0.2x	<b>-0.07</b>	1	0.2	<b>-8.5</b>	-0.9x		<b>-0.02</b>	
<b>SERVICES</b>	526	21.4	<b>-5.8</b>	-0.7x	<b>-1.24</b>	103	22.3	<b>-5.2</b>	-0.7x	<b>-1.16</b>	7	23.2	<b>-2.6</b>	-0.5x	<b>-0.60</b>	32	3.2	<b>-6.8</b>	-0.7x		<b>-0.22</b>	
Pharmacie	15	5.6	<b>-3.0</b>	-0.4x	<b>-0.17</b>	15	7.5	<b>-3.0</b>	-0.4x	<b>-0.23</b>	3	9.3	<b>-2.2</b>	-0.5x	<b>-0.21</b>							
Santé	248	7.3	<b>-7.2</b>	-0.8x	<b>-0.52</b>	38	6.0	<b>-7.4</b>	-0.9x	<b>-0.45</b>						6	0.3	<b>-10.4</b>	-1.1x		<b>-0.04</b>	
Distribution	241	6.0	<b>-6.5</b>	-0.8x	<b>-0.39</b>	28	5.4	<b>-4.9</b>	-0.6x	<b>-0.27</b>	2	6.6	<b>-2.6</b>	-0.5x	<b>-0.17</b>	23	2.1	<b>-7.5</b>	-0.8x		<b>-0.16</b>	
Loisirs	22	2.5	<b>-6.5</b>	-0.8x	<b>-0.16</b>	22	3.4	<b>-6.5</b>	-0.8x	<b>-0.22</b>	2	7.3	<b>-3.1</b>	-0.6x	<b>-0.22</b>	3	0.8	<b>-3.2</b>	-0.3x		<b>-0.03</b>	
<b>Bâtiment</b>	15	1.0	<b>-17.8</b>	-2.1x	<b>-0.18</b>	14	1.4	<b>-17.4</b>	-2.2x	<b>-0.24</b>	1	4.8	<b>-15.7</b>	-3.2x	<b>-0.75</b>	2	0.8	<b>-12.8</b>	-1.3x		<b>-0.10</b>	
<b>FINANCES</b>	870	15.0	<b>-2.0</b>	-0.2x	<b>-0.30</b>	59	13.4	<b>0.1</b>		<b>+0.02</b>	4	8.0	<b>4.6</b>	0.9x	<b>+0.37</b>	574	10.6	<b>-5.3</b>	-0.6x		<b>-0.56</b>	
Banques généralistes	450	6.6	<b>4.7</b>	0.6x	<b>+0.31</b>	22	7.6	<b>5.9</b>	0.7x	<b>+0.44</b>	2	4.9	<b>15.1</b>	3.1x	<b>+0.73</b>	431	6.0	<b>-3.7</b>	-0.4x		<b>-0.22</b>	
Banques spécialisées	17	2.7	<b>-8.9</b>	-1.0x	<b>-0.24</b>	17	3.7	<b>-8.9</b>	-1.1x	<b>-0.33</b>	1	2.9	<b>-15.0</b>	-3.1x	<b>-0.44</b>	3	2.1	<b>-8.3</b>	-0.9x		<b>-0.17</b>	
Assurances	63	1.6	<b>-3.0</b>	-0.4x	<b>-0.05</b>	13	1.8	<b>-2.5</b>	-0.3x	<b>-0.04</b>	1	0.2	<b>32.5</b>	6.6x	<b>+0.08</b>	51	1.4	<b>-7.2</b>	-0.8x		<b>-0.10</b>	
Autres institutions financières	350	4.5	<b>-8.0</b>	-0.9x	<b>-0.36</b>	10	0.9	<b>-11.3</b>	-1.4x	<b>-0.10</b>						99	3.3	<b>-7.3</b>	-0.8x		<b>-0.24</b>	
<b>TIC</b>	709	20.4	<b>-10.2</b>	-1.2x	<b>-2.07</b>	87	21.7	<b>-8.8</b>	-1.1x	<b>-1.91</b>	6	21.2	<b>-8.9</b>	-1.8x	<b>-1.88</b>	617	60.8	<b>-11.2</b>	-1.2x		<b>-6.80</b>	
Informatique (matériel)	444	7.8	<b>-12.2</b>	-1.4x	<b>-0.96</b>	39	8.0	<b>-12.4</b>	-1.6x	<b>-0.99</b>	3	14.4	<b>-11.4</b>	-2.3x	<b>-1.63</b>	429	25.3	<b>-13.0</b>	-1.3x		<b>-3.27</b>	
Informatique (logiciel)	156	5.9	<b>-6.6</b>	-0.8x	<b>-0.39</b>	18	5.9	<b>-4.4</b>	-0.6x	<b>-0.26</b>	1	2.1	<b>-1.4</b>	-0.3x	<b>-0.03</b>	105	19.8	<b>-6.2</b>	-0.6x		<b>-1.24</b>	
Média, Internet	28	2.4	<b>-10.3</b>	-1.2x	<b>-0.25</b>	20	3.1	<b>-10.1</b>	-1.3x	<b>-0.31</b>						13	7.3	<b>-10.5</b>	-1.1x		<b>-0.77</b>	
Télécommunications	191	6.0	<b>-11.2</b>	-1.3x	<b>-0.68</b>	21	6.1	<b>-8.3</b>	-1.1x	<b>-0.51</b>	2	4.8	<b>-4.6</b>	-0.9x	<b>-0.22</b>	179	17.1	<b>-14.7</b>	-1.5x		<b>-2.50</b>	
<b>Transports</b>	182	5.7	<b>-9.8</b>	-1.1x	<b>-0.55</b>	25	5.3	<b>-9.9</b>	-1.3x	<b>-0.52</b>	4	13.1	<b>-8.4</b>	-1.7x	<b>-1.10</b>	59	2.2	<b>-14.9</b>	-1.6x		<b>-0.33</b>	
<b>INDUSTRIE</b>	980	12.7	<b>-11.8</b>	-1.4x	<b>-1.49</b>	67	9.8	<b>-9.9</b>	-1.3x	<b>-0.97</b>	2	7.4	<b>-8.0</b>	-1.6x	<b>-0.59</b>	852	28.5	<b>-13.0</b>	-1.4x		<b>-3.71</b>	
Conglom., Mach. Elec.	38	5.3	<b>-10.6</b>	-1.2x	<b>-0.57</b>	38	7.2	<b>-10.6</b>	-1.3x	<b>-0.76</b>	2	7.4	<b>-8.0</b>	-1.6x	<b>-0.59</b>	2	0.1	<b>-14.5</b>	-1.5x		<b>-0.02</b>	
Autres industries	944	7.4	<b>-12.7</b>	-1.5x	<b>-0.93</b>	31	2.7	<b>-8.0</b>	-1.0x	<b>-0.22</b>						852	28.5	<b>-13.0</b>	-1.4x		<b>-3.71</b>	
<b>Autres</b>	52	0.4	<b>-11.0</b>	-1.3x	<b>-0.05</b>	3	0.3	<b>-6.7</b>	-0.8x	<b>-0.02</b>						13	0.0	<b>-11.2</b>	-1.2x		<b>-0.01</b>	
<b>Larges</b>	10 < K < 500 milliards USD	259	71.6	<b>-7.7</b>	-0.9x	<b>-5.50</b>	229	89.1	<b>-6.9</b>	-0.9x	<b>-6.18</b>	29	99.2	<b>-5.1</b>	-1.0x	<b>-5.09</b>	40	57.3	<b>-11.5</b>	-1.2x		<b>-6.62</b>
XXL	100 < K < 500 milliards USD	24	28.1	<b>-3.4</b>	-0.4x	<b>-0.97</b>	24	37.6	<b>-3.4</b>	-0.4x	<b>-1.30</b>	14	52.5	<b>-2.7</b>	-0.6x	<b>-1.43</b>	6	28.9	<b>-8.5</b>	-0.9x		<b>-2.47</b>
XL	30 < K < 100 milliards USD	64	21.5	<b>-9.2</b>	-1.1x	<b>-1.99</b>	57	25.4	<b>-7.9</b>	-1.0x	<b>-2.00</b>	14	44.8	<b>-7.2</b>	-1.5x	<b>-3.24</b>	8	12.5	<b>-17.4</b>	-1.8x		<b>-2.17</b>
L	10 < K < 30 milliards USD	171	22.0	<b>-11.6</b>	-1.4x	<b>-2.55</b>	148	26.1	<b>-11.0</b>	-1.4x	<b>-2.89</b>	1	1.9	<b>-22.2</b>	-4.5x	<b>-0.43</b>	26	16.0	<b>-12.4</b>	-1.3x		<b>-1.98</b>
<b>Moyennes</b>	2 < K < 10 milliards USD	620	19.3	<b>-11.2</b>	-1.3x	<b>-2.17</b>	195	10.5	<b>-9.6</b>	-1.2x	<b>-1.01</b>	1	0.8	<b>-10.0</b>	-2.0x	<b>-0.08</b>	137	20.7	<b>-11.6</b>	-1.2x		<b>-2.40</b>
M +	5 < K < 10 milliards USD	181	9.1	<b>-11.3</b>	-1.3x	<b>-1.03</b>	104	7.4	<b>-9.9</b>	-1.3x	<b>-0.73</b>	1	0.8	<b>-10.0</b>	-2.0x	<b>-0.08</b>	43	10.5	<b>-11.9</b>	-1.2x		<b>-1.25</b>
M -	2 < K < 5 milliards USD	439	10.1	<b>-11.2</b>	-1.3x	<b>-1.14</b>	91	3.1	<b>-9.0</b>	-1.1x	<b>-0.28</b>						94	10.2	<b>-11.3</b>	-1.2x		<b>-1.15</b>
<b>Petites</b>	0 < K < 2 milliards USD	2768	9.2	<b>-9.7</b>	-1.1x	<b>-0.89</b>	28	0.4	<b>-9.6</b>	-1.2x	<b>-0.04</b>						1929	22.0	<b>-9.6</b>	-1.0x		<b>-2.10</b>
S	1 < K < 2 milliards USD	424	4.4	<b>-9.6</b>	-1.1x	<b>-0.42</b>	21	0.3	<b>-9.7</b>	-1.2x	<b>-0.03</b>						162	8.0	<b>-9.7</b>	-1.0x		<b>-0.77</b>
XS	0.2 < K < 1 milliards USD	1133	4.1	<b>-10.0</b>	-1.2x	<b>-0.42</b>	7	0.0	<b>-8.6</b>	-1.1x							683	11.4	<b>-9.9</b>	-1.0x		<b>-1.13</b>
XXS	0 < K < 0.2 milliards USD	1211	0.6	<b>-8.0</b>	-0.9x	<b>-0.05</b>											1084	2.6	<b>-7.5</b>	-0.8x		<b>-0.20</b>

par SECTEUR d'activité

par TAILLE (capitalisation)

## Notes de lecture

**Contrib.** : contribution d'un secteur à la croissance (évolution du secteur pondérée par son poids dans l'indice). La somme des contributions égale la croissance globale de l'indice.

**Effet structure** : évalue l'impact de la prise en compte des évolutions de la composition de chaque indice sur la croissance de cet indice. Les contributions sont, en effet, calculées selon les poids connus en début de période alors que les poids sectoriels évoluent tout au long de l'année en fonction des entrées/sorties d'entreprises et de l'évolution du nombre d'actions.

**Vites. Relat.** ou la vitesse relative : rapport de l'évolution des entreprises du secteur représentées dans l'indice à l'évolution globale de l'indice (positive/négative lorsque la valorisation du secteur croît/décroît)

**Poids** : la pondération (%) du secteur dans l'indice est donnée par la part de la capitalisation des entreprises du secteur dans la capitalisation totale de l'indice en début de période. Les poids du DJIA sont calculés sur la base des prix des actions et non de la capitalisation.

**#Entr.** : nombre d'entreprises du secteur présentes dans l'indice et pour lesquelles sont connues (source Bloomberg) les informations nécessaires au calcul des contributions (prix de l'action en début et fin de période, nombre d'actions sur le marché en début de période)

**Contribution uniforme théorique** : Contribution qu'un secteur donné aurait eue dans l'indice, compte tenu de son poids, s'il avait évolué exactement comme l'indice global. Cette valeur permet de visualiser graphiquement la sur/sous performance d'un secteur.