

Actualité des marchés

Le 28 juillet 2008

Ces derniers mois, les marchés financiers ont opéré des ajustements sensibles et les pouvoirs publics ont procédé à des interventions exceptionnelles. Pourtant, les marchés financiers mondiaux restent fragiles et les indicateurs de risque systémique sont encore élevés. Pour de nombreuses catégories de prêts, la qualité du crédit a commencé à se dégrader sous l'effet de la baisse des prix de l'immobilier et du ralentissement de la croissance économique. Bien que les banques aient réussi à mobiliser des capitaux additionnels, leurs bilans subissent de nouvelles tensions et les cours des actions bancaires ont fortement chuté. Il est donc d'autant plus difficile de lever de nouveaux capitaux et le risque d'une interaction négative entre l'ajustement du système bancaire et l'économie réelle s'en trouve accru. En même temps, les autorités peinent de plus en plus à concilier les objectifs d'inflation, de croissance et de stabilité financière. La résistance des pays émergents aux turbulences mondiales est mise à l'épreuve par le durcissement des conditions de financement extérieur et les autorités sont confrontées à la montée de l'inflation.

Évolution générale

Les risques de crédit restent élevés et les marchés de financement continuent de connaître des tensions systémiques en dépit des mesures prises par les autorités, tandis que l'appétit des investisseurs pour les placements à risque reste faible. Sur les marchés financiers, le niveau de risque systémique n'est pas aussi élevé qu'au printemps, mais l'interaction entre les perspectives macroéconomiques et le fonctionnement des marchés suscite une préoccupation grandissante (graphique 1).

Les risques de crédit restent élevés

Les pertes induites par la crise des prêts hypothécaires à risque devraient rester élevées, mais pour l'essentiel elles sont aujourd'hui reconnues. Les défauts de paiement et les saisies se multiplient à vive allure sur le marché immobilier des États-Unis et les logements continuant de perdre de la valeur, la perspective d'une détérioration généralisée des prêts suscite une préoccupation croissante. La qualité du crédit des générations les plus récentes de prêts immobiliers continue à se dégrader (graphique 2). Aux États-Unis, les créances passées par pertes et profits sont en hausse, par rapport à un niveau de départ certes généralement faible, pour toutes les grandes catégories de crédit (graphique 3), d'où les craintes liées aux pertes

futures de certaines grandes banques commerciales américaines, craintes amplifiées par la faillite récente d'IndyMac.

Les incertitudes qui entourent les pertes à venir et les besoins futurs en capitaux ont entraîné une forte baisse des cours des actions des institutions financières spécialisées d'intérêt public qui opèrent dans le domaine de l'immobilier aux États-Unis (graphique 4). La multiplicité des investisseurs détenant des titres de dette de ces institutions (pour beaucoup des banques américaines et des investisseurs étrangers) et l'importance que revêt la titrisation par les organismes fédéraux sur le marché hypothécaire américain signifient que, si la confiance dans les titres de dette des institutions d'intérêt public avait été mise en cause, il y aurait eu des conséquences systémiques. La tâche des pouvoirs publics consiste maintenant à trouver une solution claire et permanente tout en continuant à soutenir la titrisation des prêts immobiliers américains.

Il est nécessaire d'endiguer la chute de l'immobilier aux États-Unis pour stabiliser le marché, car cela aidera les ménages comme les institutions financières à reprendre leur souffle. Pour l'heure, rien ne permet d'affirmer que le creux de la vague soit en vue ; cela dit, l'évolution récente de l'accessibilité économique pourrait favoriser la stabilisation des prix de l'immobilier. Ils sont en reflux dans un certain nombre de pays de l'OCDE (notamment en Irlande, en Espagne et au Royaume-Uni (graphique 5)), d'où la crainte de pertes sur prêts dans les secteurs des crédits hypothécaires, du bâtiment et de l'immobilier professionnel.

Persistance de tensions dans le secteur bancaire

Bien que les créances hypothécaires et les titres se soient dépréciés globalement de plus de 400 milliards de dollars, les banques des États-Unis, d'Europe et d'Asie ont dans l'ensemble réussi à mobiliser des capitaux (graphique 6). Cependant, les pertes déclarées dépassent jusqu'à présent les capitaux levés et les banques ont du mal à préserver leurs bénéfices en raison de la baisse de qualité des crédits, de la diminution des recettes tirées des frais bancaires, du niveau élevé des coûts de financement et de l'exposition aux rehausseurs de crédit et aux assureurs de prêts hypothécaires. Par conséquent, les cours des actions bancaires ont fortement chuté et les indicateurs de risque de défaillance sont en hausse (graphique 7). Les cours des titres adossés à des actifs et la persistance des défauts de paiements ne nous donnent guère de raisons de modifier les estimations des pertes totales évaluées au cours du marché publiées dans l'édition d'avril du Rapport sur la stabilité financière dans le monde.

Comme les banques réduisent leurs opérations de levier en mobilisant des capitaux et en reconstituant des volants de liquidités, les taux interbancaires restent élevés (graphique 8) et les coûts de financement à long terme ont augmenté (graphique 9), même si certaines banques centrales ont mis en place de nouvelles facilités de refinancement d'urgence. Les écarts de rendement des titres de dette des institutions financières continuent de s'accroître,

ce qui traduit l'incertitude qui entoure l'ampleur des annulations futures de créances, l'absorption des entités hors bilan et la rentabilité.

Resserrement du crédit et défis pour les autorités monétaires

Les banques s'efforçant de réduire leurs opérations de levier et d'économiser leur capital, elles vendent des actifs et durcissent leurs conditions de prêt, ce qui engendre un ralentissement de la croissance du crédit aux États-Unis et dans la zone euro. Étant donné que les risques d'inflation s'intensifient, les autorités voient leur marge de manœuvre réduite pour mener une politique monétaire propice à la stabilité financière. Au premier trimestre de 2008, la croissance des emprunts du secteur privé américain est tombée à 5,2 %, niveau enregistré pour la dernière fois au lendemain de la récession de 2001. Si les banques continuent d'être obligées de réduire leur voilure, il se pourrait que cette croissance soit encore plus faible, comme cela est expliqué dans l'édition d'avril du rapport (graphique 10). Comme élément positif, on citera les émissions d'obligations de premier rang, qui continuent de bien résister, même si le marché des titres à rendement élevé et le marché du crédit structuré restent en fait fermés.

Intensification des risques sur les marchés émergents

Jusqu'à présent, les pays émergents ont relativement bien résisté aux turbulences sur les marchés du crédit. Cependant, alors que la crise se prolonge, les conditions de financement extérieur se resserrent et certains pays émergents font désormais l'objet d'une surveillance plus poussée, surtout en ce qui concerne les mesures qu'ils adoptent pour contrer l'intensification des pressions inflationnistes.

Il est maintenant manifeste que les investisseurs hésitent de plus en plus à s'engager davantage. Les marchés d'actions des pays émergents affichent des résultats un peu moins bons que ceux des marchés établis depuis les pointes atteintes en mai. Les désengagements des fonds d'investissement dans les pays émergents concernent surtout les marchés asiatiques où les risques d'inflation et de ralentissement de la croissance sont les plus prononcés.

Avec la hausse des prix des matières premières, la frilosité croissante des investisseurs et le resserrement des conditions de financement extérieur, les marchés se montrent désormais plus attentifs aux risques que posent les importants déséquilibres extérieurs. Les primes de risque afférentes aux pays émergents qui affichent un déséquilibre extérieur (défini comme un déficit courant égal à au moins 5 % du PIB) remontent aux niveaux atteints à la mi-mars et les marchés boursiers de ces pays enregistrent de moins bons résultats que ceux des pays dont les déséquilibres extérieurs sont moins prononcés (graphique 11).

La riposte des pouvoirs publics

Jusqu'à présent, les mesures prises par les banques centrales pour allonger les échéances et élargir la palette de garanties et de contreparties ont permis de maîtriser les risques systémiques. Cependant, compte tenu de la réduction des opérations de levier et de la valorisation incertaine des actifs, les risques de crédit restent élevés, ce qui porte à penser que plusieurs institutions financières seront peut-être amenées à mobiliser de nouveaux capitaux. À ce stade, la nature des stratégies de sortie de crise et l'étendue de l'intervention des pouvoirs publics font l'objet d'une attention accrue.

Compte tenu de l'importance systémique des institutions financières spécialisées d'intérêt public, le gouvernement des États-Unis a pris des mesures de court terme afin de leur garantir l'accès aux liquidités dont elles ont besoin pour continuer à fonctionner. Cela dit, le problème tient en partie au cadre réglementaire qui régit actuellement les activités de ces institutions et qui a permis que leurs bilans atteignent l'importance systémique qu'ils ont aujourd'hui. Une fois que la situation se sera stabilisée, il conviendra de réexaminer le fonctionnement de ces institutions et leur contrôle. Le projet de loi actuellement devant le Congrès prévoit la création d'une autorité de contrôle indépendante.

L'évolution de la crise montre à quel point il importe de mener les réformes nécessaires préconisées par le CMFI et le Forum de stabilité financière. Des progrès ont été accomplis par les instances et institutions concernées sur le plan des politiques à court et moyen terme. Le FMI a défini les priorités de son programme d'action dans ses sphères de compétence fondamentales, notamment en ce qui concerne l'évaluation et le suivi dans les domaines des capitaux et des liquidités, de la transparence et de la valorisation, et des cadres de gestion et de résolution des crises.