

Rapport sur la stabilité financière dans le monde
Actualité des marchés
28 janvier 2009

Les marchés financiers mondiaux subissent les pressions issues de la réduction de l'effet de levier, sur fond de ralentissement de l'activité économique. Malgré l'application de mesures de grande envergure, le système financier mondial continue d'être durement éprouvé. Qui plus est, la dégradation de la conjoncture économique entraîne de fortes dépréciations au sein des institutions financières. Celles-ci sont ainsi amenées à se délester de certains actifs et à retirer les crédits qui arrivent à échéance, autant de mesures qui intensifient les pressions à la baisse sur les prix des actifs et réduisent la disponibilité de crédit. La reprise économique doit passer par le rétablissement de la fonctionnalité et de la confiance du secteur financier. Les pouvoirs publics et les opérateurs devront cependant agir de façon plus volontariste pour que le processus nécessaire d'inversion du levier soit moins perturbateur. Il faut agir de façon rapide et résolue sur trois fronts — mobilisation de liquidités, injection de capitaux et délestage des actifs compromis — pour encourager les sociétés à purger leur bilan. Il faudra par ailleurs compter sur la coopération internationale pour assurer la cohérence et la cohésion des politiques mises en œuvre et, partant, rétablir la stabilité financière.

Les risques pesant sur la stabilité financière se sont intensifiés depuis octobre 2008. Les risques macroéconomiques se sont aggravés avec le coup de frein brutal à la croissance et son corollaire, le net ralentissement des échanges mondiaux. Les risques de crédit se sont également accrus, la détérioration de la conjoncture économique et financière ayant entraîné une augmentation des pertes sur prêts. Par ailleurs, l'aversion pour les actifs à risque et l'illiquidité des marchés ont provoqué un renchérissement des coûts de financement, quand bien même les taux sans risque ont fléchi sous l'effet du

relâchement de la politique monétaire. Les pays émergents subissent également les retombées des déboires économiques et financiers des pays avancés, et il n'est pas à exclure que le retrait soudain des investisseurs et l'augmentation des coûts de financement annulent certains des acquis économiques que ces pays avaient enregistrés ces dernières années.

Grâce au vaste soutien apporté par les pouvoirs publics, le fonctionnement des marchés a connu une amélioration vers la fin 2008 dans certaines catégories d'actifs. Cependant, l'interaction négative entre

l'économie et le secteur financier s'accroît à mesure que la raréfaction du crédit s'étend à l'ensemble de la planète et se manifeste avec d'autant plus d'acuité, la confiance entre contreparties financières restant ébranlée. En effet le choc récent qu'ont subi les bénéfices bancaires et d'autres mauvaises nouvelles économiques ont poussé encore plus bas les valeurs bancaires et l'ampleur des écarts des swaps de défaut de crédit laisse transparaître des risques systémiques encore élevés (graphiques 1.1 et 1.2). Malgré les injections de capitaux publics nombreuses sont les banques de par le monde qui manquent sans doute de fonds propres pour surmonter les conséquences d'un ralentissement de l'économie mondiale.

La difficulté à gérer l'intensité et l'ampleur croissantes des dépréciations que subissent les institutions financières et la persistance des fortes tensions de financement font que les dirigeants aient d'autant plus de mal à faire face à la crise. L'intermédiation du crédit et la confiance ont été durement touchées, ce qui compromettra sérieusement les perspectives de reprise et la capacité des institutions à attirer les investisseurs privés dont elles ont besoin. Si les pouvoirs publics n'engagent pas d'autres mesures énergiques cette situation pourrait s'aggraver car les banques, tant dans les pays avancés que dans les pays émergents, et, dans une moindre mesure, les entités souveraines, risquent de ne pas pouvoir refinancer un volume considérable de dettes durant les années à venir.

Outre le système bancaire, les compagnies d'assurance et les caisses de retraite suscitent des préoccupations croissantes d'ordre systémique. Les premières sont fortement engagées dans des actifs dont la qualité se détériore nettement et les secondes ont aussi été durement frappées sur le plan des actifs.

Les dépréciations s'alourdissent

Jusqu'à présent les banques ont réussi à mobiliser suffisamment de capitaux pour compenser les dépréciations existantes, mais elles doivent principalement cela aux injections massives de capitaux publics opérées au quatrième trimestre (graphique 2). La dégradation des conditions de crédit s'étendant à un plus large éventail de marchés, nous avons revu à la hausse nos estimations de risques de dépréciation des actifs de crédit issus des États-Unis et détenus par les banques et d'autres établissements, de 1.400 milliards de dollars ÉU (GFSR d'octobre 2008) à 2.200 milliards de dollars ÉU. Elles dépassent désormais de quelque 800 milliards de dollars ÉU les estimations d'octobre 2008. Cette détérioration concerne pour beaucoup la réévaluation des actifs (notamment valeurs) au prix du marché, et en particulier les des entreprises et de l'immobilier professionnel, mais elle se propage également aux portefeuilles de prêts des banques à cause de l'affaiblissement des perspectives économiques. Dorénavant les banques auront besoin d'encore plus de capitaux car les pertes escomptées continueront de s'accumuler. Il est très difficile d'en établir des estimations à l'échelle mondiale. Pour les banques européennes et

américaines (y compris leurs engagements dans les actifs basés aux États-Unis mais aussi en Europe et dans les marchés émergents), nous estimons de manière très approximative que les dépréciations en 2009 et 2010, en partie compensées par le revenu escompté durant la même période, entraîneraient un déficit net de fonds propres d'au moins 500 milliards de dollars ÉU. Cela signifie que pour l'ensemble des banques américaines et européennes, il s'agit là du montant de nouveaux capitaux qui sera nécessaire juste pour éviter que leurs fonds propres ne se détériorent davantage. Il faudra par ailleurs d'autres injections de capital et des mesures énergiques pour extirper les actifs compromis des bilans, de manière à insuffler dans le système bancaire une confiance nouvelle.

Les fonds spéculatifs et les fonds communs de placement ont aussi été durement frappés. Leurs portefeuilles d'actifs essuient en effet des pertes à mesure que les investisseurs se réorientent vers des placements plus sûrs. Sous l'effet conjugué de la baisse des prix des actifs et des retraits les bilans des fonds spéculatifs auraient perdu près de la moitié de leur valeur au dernier trimestre 2008, ce qui inquiète particulièrement les marchés pour lesquels les fonds spéculatifs étaient d'importants pourvoyeurs de liquidités.

Les écarts de financement se creusent

Malgré les garanties et les injections de capital, les marchés de financement ne s'ouvrent que très lentement aux banques. Les modalités titrisées d'emprunt de gros sont limitées : les titrisations existantes

sont presque toutes conservées au bilan de l'initiateur pour servir de garantie auprès des banques centrales, et les banques ne sont par ailleurs pas en mesure d'émettre à un coût rentable des dettes non garanties sauf en présence d'une garantie de l'État. Avec la mise en place des divers mécanismes de garantie publique les banques ont commencé à mobiliser d'importants volumes de financement à terme pour stabiliser leur bilan.

Les injections de liquidité des banques centrales et le repli des taux poussent les taux interbancaires à la baisse ; les primes à terme devraient par ailleurs poursuivre leur repli graduel (graphique 3). Cependant, bien que la plupart des banques aient besoin de liquidités à plus long terme, le gros des liquidités fournies par les banques centrales est recyclé sur le marché au jour le jour ou finit par être replacé à la banque centrale, ce qui accentue davantage les risques de refinancement (graphique 4). Cette situation traduit les inquiétudes persistantes face aux chocs de liquidités et aux risques de contrepartie, elle donne également la mesure de l'incertitude qui entoure les montants nécessaires pour financer les actifs futurs.

Les pays émergents, et notamment les emprunteurs du secteur des entreprises, demeurent vulnérables à l'inversion de l'effet de levier et au resserrement du crédit. Les prêts syndiqués aux pays émergents ont chuté au quatrième trimestre sous l'effet de la contagion, les pays émergents d'Europe ayant été particulièrement éprouvés. Les marchés obligataires émergents ont pratiquement

été paralysés pendant un certain temps au dernier trimestre, mais en janvier certains émetteurs souverains de qualité supérieure ont renoué avec l'activité (graphique 5). Les entreprises faisant appel aux banques pour leurs besoins à court terme, la structure des échéances de la dette des entreprises connaît également une certaine compression, d'où un risque plus élevé de refinancement. Les marchés de capitaux restent frileux compte tenu des énormes besoins de refinancement extérieur et les entreprises doivent en outre subir les conséquences de la chute de leur chiffre d'affaires à l'heure où l'économie mondiale s'essouffle, d'où un risque accru de défaillances.

Les circuits du crédit sont grippés

Comme les marchés interbancaires demeurent dysfonctionnels et que les banques accumulent des liquidités, l'État doit parfois intervenir pour étayer l'intermédiation financière. Dans ces cas-là les mécanismes d'intermédiation ont continué de fonctionner dans une certaine mesure. Cela est manifeste dans les émissions de dette bancaire, où la quasi-totalité des placements récents sont assortis d'une garantie de l'État. Aux États-Unis, le programme de billets de trésorerie de la Réserve fédérale a réussi à insuffler une nouvelle vigueur à ce marché et le programme de rachat de titres adossés à des crédits hypothécaires a encouragé un repli des taux et une plus grande émission de titres équivalents. Par contre, là où l'État n'a pas joué ce rôle d'accompagnement les marchés n'ont guère donné de signes d'amélioration — aux États-Unis, les titres adossés sur des

actifs liés aux comptes clients des secteurs de l'automobile et des cartes de crédit n'ont connu qu'une légère amélioration et le secteur de l'immobilier professionnel s'est détérioré.

La croissance du crédit privé intérieur est en berne dans un grand nombre de pays, tandis que la croissance du crédit public est en expansion (graphique 6). Pour l'heure, ce phénomène s'explique principalement par l'application de normes de crédit plus rigoureuses de la part des banques, mais il faudra y voir de plus en plus une compression de la demande de crédit. Cette tendance est également manifeste dans les prêts bancaires transfrontaliers, ce qui n'est pas de bon augure pour les pays émergents qui dépendent des concours extérieurs pour alimenter l'expansion de leur crédit intérieur ou pour financer leurs échanges. En fait, le financement des échanges semble être en perte de vitesse, ce qui pourrait être en partie attribuable à la morosité des banques, lesquelles hésitent à prêter à l'heure où elles s'efforcent d'assainir leur bilan. Par ailleurs, plusieurs systèmes bancaires d'Europe occidentale restent fortement vulnérables à une détérioration de la qualité des actifs des pays émergents d'Europe de l'est (graphique 7). Tout en reconnaissant les vertus de la diversification, le risque existe de voir la crise se propager davantage à mesure que les chocs se transmettront entre systèmes bancaires matures et émergents.

Des mesures décisives s'imposent d'urgence

S'agissant des politiques recommandées dans la sphère financière, le GFSR d'octobre 2008 préconisait une action sur trois fronts pour résoudre la crise : l'apport d'abondantes liquidités et d'un financement à terme par les banques centrales, la recapitalisation des banques et des mesures visant à résoudre le problème des actifs compromis. Il était noté que, pour être efficaces, les mesures financières devaient être globales et coordonnées à l'échelle internationale afin d'en limiter les effets transfrontaliers involontaires.

Jusqu'à présent, les mesures prises pour limiter les pertes potentielles des banques et injecter du capital n'ont pas encore réussi à rassurer sur la santé du système financier. Pour l'heure, la démarche entreprise apparaît encore fragmentaire : fourniture de capital en cas de besoin direct, soutien à certains types d'actifs et à certaines catégories de prêts, et fourniture de garanties diverses. Si ces mesures ont stabilisé certains établissements financiers, elles présentent le risque de fausser les décisions en matière d'allocation du crédit, de nuire aux marchés qui ne bénéficient pas d'un traitement spécial, de défavoriser les établissements financiers plus efficaces qui n'ont pas besoin de l'aide de l'État, et d'accroître au bout du compte le coût pour le contribuable. D'ailleurs, des préoccupations se sont déjà exprimées sur les conséquences budgétaires des recapitalisations et des garanties publiques, qui se traduisent par la hausse des écarts des swaps de défaut de crédit et l'incertitude de la notation pour certaines entités souveraines.

Face à la rapidité et à l'ampleur des interactions négatives entre l'économie et le système financier, les pouvoirs publics ne sont toujours pas en mesure de trouver une parade efficace. Le moment est venu de prendre d'urgence des mesures énergiques pour mettre un terme à l'accumulation inexorable de pertes. Il est probable que le coût de ces mesures soit plus élevé que les montants actuellement mobilisés à cet effet, encore que le résultat dépendra en grande partie de la rapidité à laquelle la confiance pourra être rétablie. En particulier, il est nécessaire de mettre une approche globale et coordonnée qui s'inscrive dans une stratégie incorporant les éléments suivants :

- *Procéder sans tarder à la recapitalisation des établissements financiers et prendre des mesures pour résoudre le problème des actifs compromis.* Les autorités de contrôle doivent anticiper et procéder à des évaluations des plans d'action des banques — pour décider quels établissements financiers auront besoin d'argent public compte tenu de leur viabilité —, car le passé nous enseigne que plus l'on attend, plus le coût est lourd pour les finances publiques. Les banques dont les actifs compromis représentent une lourde charge, mais qui sont solvables et viables, seraient restructurées et recapitalisées et celles qui ne sont pas viables pourraient être prises en charge par le secteur public et être soit restructurées et revendues soit liquidées de façon ordonnée. En général, il conviendrait d'appliquer aux banques des conditions d'autant plus contraignantes que le montant de

fonds publics qu'elles recevraient serait élevé. Le processus de restructuration pourrait comporter l'utilisation d'une structure de défaisance (« bad bank ») publique chargée d'extraire les actifs en difficulté des bilans des établissements concernés.

- *Les mesures immédiates et à court terme doivent s'inscrire dans la vision à long terme de la structure d'un système financier viable, sans quoi leur crédibilité sera remise en question. En outre, il faudra reconnaître que l'ajustement devra se poursuivre pendant un certain temps et que, pour être viable, le secteur financier sera à l'avenir moins sujet à l'effet de levier et donc plus petit par rapport au reste de l'économie. Cela dit, le relèvement des ratios de fonds propres bancaires doit s'opérer de façon graduelle pour éviter tout effet d'interaction pervers et encourager les crédits aux emprunteurs solides. Il ressort des crises antérieures que la croissance du crédit est lente à se redresser et ne retrouve son niveau normal que lorsque les bilans des banques sont purgés.*
- *Les règles régissant la stabilisation du système financier doivent être claires et cohérentes. Pour rétablir la confiance, l'action du secteur privé et des pouvoirs publics doit être transparente et claire. Les autorités doivent préserver la transparence de leur action, de l'emploi de l'aide publique et des décisions prises à l'égard de chacune des institutions financières. Cela s'applique en*

particulier au recensement et à l'évaluation des actifs, surtout ceux dont les banques vont se défaire, aux modalités de leur recapitalisation et au niveau des volants de capitaux régulateurs que les autorités jugent adéquat.

- *Il convient de donner un degré élevé de priorité à la coopération internationale dans un cadre commun de politiques financières. Lorsqu'il s'agit d'aider les établissements financiers, il faut se garder d'appliquer des conditions substantiellement différentes afin d'éviter les effets pervers pouvant résulter de distorsions de la concurrence et d'un arbitrage réglementaire. La coordination internationale est nécessaire aussi pour éviter une « préférence nationale » excessive, qui favoriserait les institutions nationales ou encouragerait le crédit au niveau local, au détriment des autres pays. Il serait utile aussi d'établir une structure plus cohérente en ce qui concerne l'insolvabilité des établissements financiers.*

Aucun modèle de restructuration ne conviendra à chaque pays ou à chaque banque, mais, même si les modèles diffèrent, la coordination internationale demeure essentielle. Lorsque les solutions doivent être adaptées à des besoins spécifiques, elles doivent s'inscrire dans une stratégie et une structure communes qui garantissent la clarté de l'action et des conditions égales pour tous. Il convient de saluer la détermination manifestée dans la mise en œuvre d'un vaste éventail de mesures et de politiques pour combattre la

crise. À moyen terme les initiatives déjà engagées pour améliorer les dispositifs de réglementation et de contrôle seront

déterminantes dans la mise en place d'un système financier solide et novateur.