

Risques internes

Lorsque les remous financiers ont des répercussions majeures, les dérivés de crédit donnent un signal d'alarme utile pour l'ensemble de l'économie



Simon Johnson est Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI.

L'ON s'accorde désormais à reconnaître que les déboires du secteur financier durant la dernière année sont largement attribuables à la «mauvaise tarification des risques». À l'évidence, cette position est d'autant plus défendable que les principaux acteurs du système financier semblent avoir sous-estimé des risques importants, surtout pendant les années d'expansion.

Pourtant, depuis juillet 2007, certains de nos indicateurs les plus fiables sur la nature exacte des problèmes financiers qui apparaissent rapidement émanent justement de ces mêmes marchés du risque. En effet, si l'on en juge par l'expérience des six derniers mois, il apparaît maintenant que ces marchés nous ont avertis plus rapidement et plus exactement des risques de problèmes macroéconomiques que les nombreux indicateurs macroéconomiques traditionnels.

En particulier, on peut connaître l'opinion du marché sur la probabilité de défaillance de divers titres à partir des marges des contrats d'échange sur le risque de défaillance (CDS en anglais). L'idée est la suivante : si l'on veut détenir un titre et se protéger contre le risque de défaillance, l'on peut souscrire une assurance par l'intermédiaire de ce marché — en fait, on achète l'option de vendre le titre à quelqu'un d'autre en cas de défaillance. La marge est le prix (ou la prime effective) de cette assurance. Bon nombre de ces contrats étant échangés sur les marchés liquides, le prix de l'assurance est actualisé rapidement et en toute transparence.

On peut s'assurer contre la défaillance pour de nombreux types de titres, et il s'agit donc d'un vaste marché (dont certaines estimations situent l'encours à 45 mille milliards de dollars). Mais les prix qui ont été particulièrement instructifs récemment sont les marges des contrats

pour les banques et, plus récemment, pour les entreprises. Ces prix évoluent selon les nouvelles (ou les rumeurs, évidemment), et doivent être interprétés avec prudence. Toujours est-il qu'en y regardant de plus près, on constate que ces prix ont été et sont porteurs d'informations considérables. N'oublions pas qu'il s'agit des perceptions du marché, mais, s'agissant des banques en particulier, on nous rappelle constamment depuis l'été que les perceptions peuvent devenir rapidement des réalités.

Si le marché estime qu'une banque ou une série de banques a plus de chances de faillir, les marges augmentent. Si certaines banques semblent courir moins de risques de défaillance, les marges diminuent. Il s'agit en quelque sorte d'un thermomètre financier qui permet de diagnostiquer les cas de «fièvre» avérée ou éventuelle au niveau des banques.

Les cas IKB et Northern Rock

La grande surprise, voire le grand choc de l'été, c'est que des marchés financiers bien établis et traitant de gros volumes soient subitement devenus illiquides. Les problèmes de liquidités peuvent se transformer en problèmes de solvabilité : le défaut de paiement peut, certes, résulter d'un manque ponctuel de liquidités, mais le marché peut en déduire que vos engagements dépassent vos avoirs. Et si personne ne veut vous prêter, pour des craintes peut-être injustifiées, vous aurez du mal à continuer de rembourser vos dettes — et vous cesserez de payer.

Autre leçon de l'été dernier : les problèmes de liquidité peuvent se propager entre des composantes apparemment distinctes et solides du système financier mondial. Le problème majeur de la perception de l'instabilité financière réside dans la manière dont se propagent les

perceptions des risques de défaillance. Par exemple, lorsqu'il a fallu renflouer IKB — une banque allemande de deuxième rang — à la fin juillet 2007 (à cause des difficultés d'un fonds qui avait investi dans des titres américains liés aux *subprimes*), les marges des CDS ont grimpé pour les banques en Europe, mais surtout pour celles ayant beaucoup d'activités en Allemagne (graphique 1). C'était le premier signe indiquant que les déboires du secteur financier liés au crédit immobilier à risque ne seraient pas confinés aux États-Unis. C'est devenu un problème majeur — qui a fini par assombrir les perspectives économiques mondiales.

Autre indice utile : les banques (entre autres) ont commencé à se préoccuper de la solvabilité de leurs homologues et donc à thésauriser leurs liquidités — au lieu de se les prêter mutuellement comme par le passé. En conséquence, la Banque centrale européenne (BCE) et d'autres banques centrales ont dû accorder plus de liquidités pour contenir les taux interbancaires. À l'automne de 2007, c'est devenu un gros problème pour les autorités monétaires des pays industriels, et le succès considérable et généralisé des principaux instituts d'émission dans la fourniture de liquidités se reflétait en partie dans l'évolution des marges des CDS.

Ces marges ont également donné un signal d'alarme lorsque la société hypothécaire Northern Rock a connu des difficultés de trésorerie en septembre 2007. La Banque d'Angleterre était

aussi disposée que la BCE à lui fournir des liquidités, mais, pour des raisons historiques, elle ne le faisait qu'en échange de titres publics — contrairement à la BCE qui peut adosser ses prêts sur des hypothèques. Les actifs de Northern Rock étaient des hypothèques, et quand elle a eu des problèmes financiers, elle ne pouvait pas s'en servir comme garantie pour emprunter auprès de la Banque d'Angleterre.

Initialement, on a tenté de laisser Northern Rock résoudre ses problèmes, mais les marges des CDS ont à nouveau signalé que ce serait problématique. Les marges ont augmenté pour Bradford & Bingley et pour Alliance & Leicester, deux sociétés hypothécaires britanniques dont les modèles sont assez semblables à celui de Northern Rock (graphique 2). Voyant que les

problèmes ne se limiteraient pas à Northern Rock, les autorités ont dû s'impliquer davantage.

«Autre leçon de l'été dernier : les problèmes de liquidité peuvent se propager entre des composantes apparemment distinctes et solides du système financier mondial.»

Montée en puissance des fonds souverains

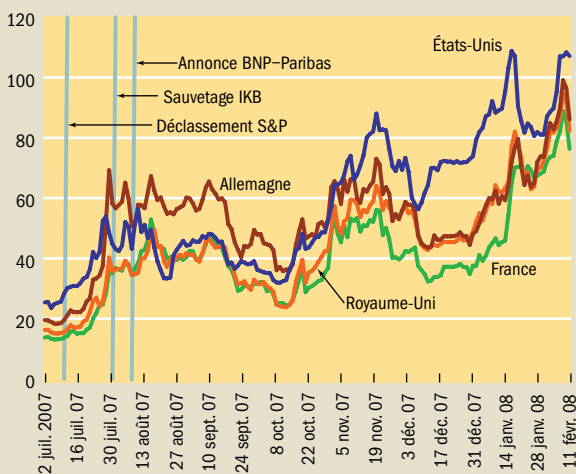
La vague de recapitalisations des grandes banques américaines au cours des derniers mois semble être une évolution favorable. Ces banques ont reconnu leurs pertes et mobilisé beaucoup de capitaux frais, notamment auprès des fonds souverains — l'imposant volume de capitaux étrangers accumulés par les pays ayant enregistré de gros excédents du compte courant ces dernières années. Ces capitaux réduisent

Graphique 1

Réaction en chaîne

Lorsque IKB (Allemagne) a manqué à ses obligations, les marges des CDS ont grimpé, surtout pour les banques très actives en Allemagne.

(grandes banques; marges moyennes des CDS à 10 ans; points de base)



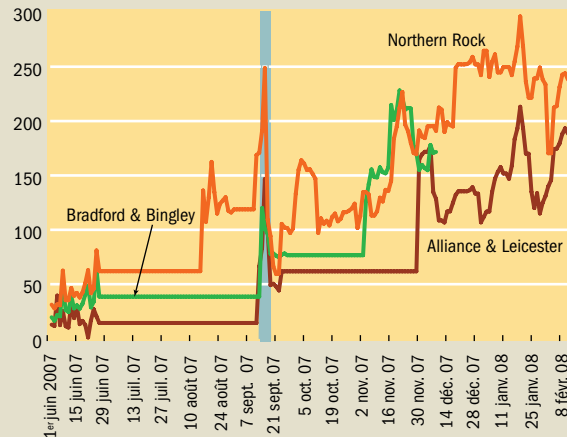
Source : Datastream.

Graphique 2

Proximité malsaine

Les ennuis de Northern Rock ont affecté deux établissements de crédit hypothécaire britannique ayant des modèles similaires.

(Prêteurs britanniques; marges moyennes des CDS à 10 ans; points de base)



Source : Datastream.

Note : Les zones ombragées représentent la période où Northern Rock a demandé un concours de trésorerie et où la Banque d'Angleterre a procédé à des injections extraordinaires dans le marché monétaire.

sûrement le risque de défaillance des banques concernées, n'est-ce pas?

Certes, ils sont utiles dans ce contexte. Mais force est de constater que, dans bien des cas, les marges des CDS ont augmenté après l'annonce des investissements des fonds souverains (graphique 3). Les causes de ce phénomène sont encore sujettes à caution, mais c'est certainement une indication que ces gros investissements étrangers assortis de conditions très raisonnables ne suffisent pas à éliminer le risque d'autres perturbations financières.

Les cours des actions

Je ne tiens pas à vous donner l'impression que les marges des CDS sont l'unique indicateur intéressant, au niveau des entreprises, qui renseigne sur l'évolution probable de la situation macroéconomique. Les prix de divers indices sectoriels sont souvent édifiants; ainsi, les prix des biens de consommation durables baissent et ceux des services publics augmentent lorsqu'on anticipe une récession.

Évidemment, la probabilité d'une défaillance joue un rôle dans la détermination des cours des actions. Mais ceux-ci doivent refléter les revenus futurs, et il est tout à fait possible que les revenus escomptés baissent sans impliquer un risque de défaillance plus élevé. Ce qui frappe l'imagination et préoccupe les autorités, ce sont les cas graves de défaillance — et la façon particulière dont ils peuvent déclencher d'autres défaillances dans tout le système financier.

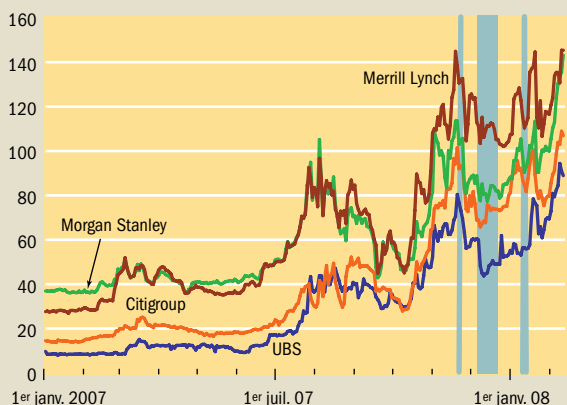
Néanmoins, les cours des actions sont instructifs, avec ou sans les marges des CDS. Par exemple, pour cerner les points de tension dans le système bancaire européen, les cours des actions constituent un indicateur utile, surtout pour des entités plus petites qui n'ont pas de marché actif de CDS.

Graphique 3

Nouveaux capitaux

L'annonce des investissements de fonds souverains a d'abord entraîné la hausse des marges des CDS.

(Quelques sociétés financières; marges moyennes des CDS à 10 ans; points de base)



Source : Datastream.

Note : Les zones ombragées représentent les dates des injections de fonds souverains.

Par ailleurs, dans les marchés émergents, il existe des marchés moins profonds de CDS pour les titres de sociétés. Nous pouvons toutefois examiner les marges (des CDS et d'autres plus classiques) des obligations d'État et suivre les cours des

«La leçon la plus importante, mais aussi la plus délicate, est peut-être que ces marchés du crédit donnent des indications utiles aux décideurs, même si les transactions de crédit sont soumises à des tensions.»

actions des principales banques. Cette combinaison s'est avérée un indicateur assez fiable des situations où la vulnérabilité a causé des tensions sur divers marchés émergents au cours des six derniers mois et a permis aux autorités de prendre des mesures correctives en temps utile.

Quid de l'avenir?

Si les marges de CDS continuent d'être un indicateur fiable de turbulences financières, il faut s'attendre à quelques difficultés. Les CDS sont désormais plus larges pour les titres d'entreprises de premier rang qu'en juillet/août 2007. Pour les banques américaines, elles ont retrouvé les niveaux de novembre 2007 — période de graves préoccupations — et pour les banques européennes, elles sont au-dessus.

De vastes initiatives anticycliques sont en cours aux États-Unis et les autorités sont prêtes à prendre les mesures qui s'imposent dans d'autres pays (encore que l'inflation et les anticipations y afférentes restent un souci majeur dans certains cas). La situation est dynamique et change chaque jour. Pour plus de détails, consultez votre quotidien financier.

La leçon la plus importante, mais aussi la plus délicate, est peut-être que ces marchés du crédit donnent des indications utiles aux décideurs, même si les transactions de crédit sont soumises à des tensions. Par conséquent, il convient peut-être d'encourager le développement de ces marchés à l'échelle mondiale, dans le cadre du renforcement et de l'approfondissement des marchés financiers, en vue d'étoffer le dispositif d'alerte avancée qui permet d'anticiper les difficultés financières. Mais une telle démarche pourrait être prématurée. Le marché des CDS est lui-même sous tension et suscite de vives inquiétudes quant au «risque de contrepartie» — c'est-à-dire la possibilité que les vendeurs d'assurances sur ce marché deviennent eux-mêmes défaillants. C'est une perspective déconcertante. Malheureusement, il est trop tôt pour savoir avec certitude si le marché des CDS deviendra un excellent moyen de transfert et de diversification des risques, de même qu'un indicateur de tensions dans le système, ou s'il faut l'aborder avec une grande prudence en raison de l'éventuel impact négatif sur l'ensemble du système financier. ■