



Les solutions de Stockholm

L'expérience des pays nordiques montre le rôle prépondérant de l'État dans le règlement des crises

Stefan Ingves et Göran Lind

DÉPUIS le début de la crise actuelle, qui a démarré aux États-Unis, les autorités se sont efforcées de tirer des enseignements des crises financières et bancaires antérieures dans l'espoir de trouver les moyens de mettre fin aux turbulences. Dans cette optique, les crises financières qui ont touché la Suède et d'autres pays nordiques au début des années 90 ont fait l'objet d'un intérêt particulier.

En effet, ces crises nordiques ont été les premières crises systémiques qu'ont connues les pays industrialisés depuis les années 30, si l'on excepte les problèmes bancaires directement issus de la Seconde Guerre mondiale. Ces crises avaient été précédées par la débâcle des établissements d'épargne et de crédit aux États-Unis. Cette débâcle, qui n'était pas véritablement systémique, avait cependant affecté un sous-secteur entier d'un grand marché financier fonctionnant bien par ailleurs.

Les crises bancaires nordiques ont donc été un révélateur. Comment de tels problèmes pouvaient-ils surgir dans des économies et des systèmes financiers par ailleurs bien gérés et organisés? Si ces exemples restent d'actualité, c'est que les pays nordiques nous ont appris à bien résoudre ces crises.

L'expérience nordique a montré au reste du monde que l'État doit jouer un rôle prépondérant dans le règlement des crises. C'est l'État et non le secteur privé qui a pris l'initiative de restructurer le système financier, en y associant autant que possible les investisseurs et les possédants du secteur privé. Les pays nordiques ont également montré comment l'État pouvait protéger la valeur des actifs bancaires en cas d'effondrement du marché des actifs privés, en utilisant des sociétés spécialisées dans la gestion des actifs et des instances de renégociation des prêts, qui doivent être des entités étatiques lorsqu'on ne peut faire appel à des investisseurs privés, rarement disponibles dans une crise systémique. Par une gestion prudente, ces entités peuvent préserver la valeur des actifs et éviter les pertes qu'entraîneraient des ventes au rabais.

Les auteurs du présent article, qui ont été étroitement associés au règlement de la crise suédoise de 1991-93, analysent essentiellement l'expérience suédoise en la comparant à la crise actuelle.

Caractéristiques des crises

Les turbulences financières internationales actuelles ont conduit de nombreux acteurs des marchés financiers à remettre en question le bien-fondé de convictions bien ancrées quant au fonctionnement de ces marchés. Pourtant, nous avons déjà connu des situations semblables, mais à une plus petite échelle.

À l'origine de chaque crise bancaire, on trouve différentes combinaisons de causes, mais, comme dans les pays nordiques, les principaux ingrédients sont presque toujours les mêmes : inadéquation des pratiques bancaires, indiscipline des marchés, carences dans la régulation et le contrôle bancaires, et inadéquation des politiques macroéconomiques en matière de libéralisation financière.

Une fois amorcées, les crises financières se déroulent selon un scénario type :

- les vulnérabilités sous-jacentes deviennent apparentes;
- un événement particulier déclenche une crise aiguë;
- la crise se propage et s'aggrave;
- des mesures sont prises pour atténuer et résorber la crise.

Dans l'analyse qui suit, nous examinons certaines similitudes et différences entre la crise suédoise et la crise actuelle et proposons des mesures pour remédier à la situation actuelle.

Facteurs de vulnérabilité : des similitudes...

Une trop grande facilité dans l'octroi de prêts, notamment immobiliers, est à l'origine de la plupart des crises, du fait d'une évaluation trop optimiste des risques dans un contexte d'argent facile et de déséquilibres macroéconomiques. Le secteur immobilier connaît des cycles assez longs, ce qui conduit les investisseurs et les prêteurs à écarter la probabilité d'un retournement de situation. Ils sous-estiment ce risque et fournissent trop de crédit, alimentant ainsi des bulles spéculatives.

Cette situation est souvent exacerbée par le souci bien intentionné des autorités politiques désireuses d'encourager la construction de logements. L'expansion et la modernisation du parc de logements est un objectif hautement privilégié. Les incitations publiques stimulent la demande dans l'immobilier résidentiel, en particulier celle des acheteurs les moins solvables. Avant la libéralisation du marché suédois du crédit, la loi contraignait les banques à allouer une grande part de leurs ressources au financement du logement et d'autres projets immobiliers. Les prêts hypothécaires et les investissements dans le secteur immobilier résidentiel bénéficiaient de garanties publiques, semblables à celles qu'accordent les géants américains du refinancement hypothécaire que sont Fannie Mae et Freddie Mac. Lors de la crise suédoise, de fortes sommes financées par les contribuables ont servi à renflouer des sociétés municipales propriétaires d'îlots d'immeubles.

Parfois des groupes bancaires, d'autres intervenants sur le marché et même les autorités, n'ont pas suffisamment pris en compte les conséquences des engagements hors bilan et autres risques potentiels. Par exemple, dans la crise actuelle, le recours aux véhicules d'investissement structurés (structured investment vehicles : SIV) et à d'autres instruments de crédit ainsi que les demandes de liquidités bancaires résultant des engagements hors bilan entraînent des risques financiers et des risques de réputation. Dans la crise suédoise, les sociétés financières ont joué un rôle semblable à celui des SIV. Moins régulées que les banques, elles avaient accordé de nombreux prêts parmi les plus risqués. Lorsque les sociétés financières ont rencontré des problèmes de liquidité, les banques ont compris qu'elles devaient continuer à leur fournir des financements, car, malgré l'autonomie juridique de ces sociétés, leurs activités étaient étroitement liées à celles des banques.

Les difficultés du secteur de l'assurance financière n'ont pas joué un rôle décisif en Suède, mais elles sont caractéristiques de nombreuses crises. Il semble que les compagnies d'assurances prennent des engagements excessifs quand les affaires vont bien. En situation de crise, leur fort endettement aggrave les problèmes du système financier.

L'accumulation de problèmes tient parfois à des lacunes dans la régulation et la surveillance du secteur financier. Le développement de ce secteur permet d'améliorer l'efficacité des intermédiaires financiers qui peuvent ainsi offrir à leurs clients des services plus

diversifiés et de meilleure qualité. Mais il est également porteur de nouveaux risques que les marchés et les autorités ne mesurent pas toujours entièrement. Dans le cas de la Suède, on n'avait pas adéquatement pris en compte les multiples risques liés à l'octroi d'un volume excessif de prêts au secteur immobilier. En outre, les banques et les autorités n'avaient pas perçu les risques que comportaient les prêts en devises consentis à des emprunteurs suédois dont les revenus et les actifs étaient libellés en monnaie nationale. Dans la crise internationale actuelle, il est clair que ni les banques ni les régulateurs n'avaient pleinement pris en compte les implications du modèle «octroi pour cession» (originate-to-sell) et en particulier de l'utilisation des SIV et autres fonds d'investissements adossés à des dérivés.

...et des différences notables

Aux États-Unis, la crise des établissements d'épargne et de crédit avait principalement touché le secteur immobilier commercial, alors que la crise suédoise avait frappé à la fois l'immobilier commercial et résidentiel. La crise actuelle des prêts hypothécaires à risque (subprimes) touche surtout le secteur résidentiel. Mais la situation actuelle se distingue de la crise suédoise par un élément fondamental : les problèmes de crédit sous-jacents sont exacerbés par l'existence d'instruments très complexes et par la forte interdépendance des marchés — sur les plans national et international.

Ces liens existaient déjà lors des crises précédentes, des investisseurs étrangers détenant par exemple des obligations émises par les pays en crise. Aujourd'hui, les effets de contagion internationale sont plus importants et plus immédiats. La faillite des subprimes américains et des instruments qui y sont adossés a affecté les banques de nombreux pays, y compris l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni. En Norvège, des municipalités de zones reculées, au-delà du cercle polaire, ont subi de grosses pertes sur des instruments adossés à des subprimes américains.

De même, l'interdépendance des marchés financiers intérieurs est aujourd'hui beaucoup plus manifeste. Aux États-Unis, la crise, au-delà de ses répercussions sur les marchés du crédit, a considérablement entravé le financement des effets commerciaux, des titres adossés à des actifs, des marchés interbancaires et des municipalités. L'impact sur les marchés des actions et des titres a été considérable, tant sur les prix que sur la liquidité.

Le problème le plus aiguë est celui de la contraction des liquidités. Ayant perdu confiance, les détenteurs de liquidités excédentaires ne sont pas disposés à les transférer là où elles seraient nécessaires. En l'absence d'une solution de marché, qui serait préférable puisque moins coûteuse et moins perturbatrice, les autorités peuvent et doivent prendre les mesures idoines pour fournir ces liquidités. Par conséquent, rétablir au plus vite la confiance doit être leur première priorité. Mais dans le contexte actuel, du fait de la complexité des instruments financiers, des problèmes d'évaluation et des dispositions institutionnelles, cette tâche devient plus ardue, car il est plus difficile pour les analystes et les contreparties des banques de comprendre la position financière véritable de telle ou telle banque. Ils se demandent en effet qui, au bout du compte, est exposé aux risques que présentent les actifs dévalorisés.

Solutions à la suédoise

Comparée au marasme financier actuel, la crise suédoise apparaît comme une crise du crédit «classique», plus simple à analyser et à dénouer que la crise actuelle. On a évalué l'ampleur réelle des

pertes sur crédit et autres sinistres bancaires, puis on a demandé aux propriétaires des banques d'injecter les capitaux supplémentaires nécessaires, ou de laisser agir les autorités suédoises, ce qui impliquait l'octroi d'un appui financier assorti de conditions rigoureuses, voire une intervention des pouvoirs publics dans la restructuration des banques.

Les autorités avaient pris conscience de la nécessité de rétablir rapidement la confiance dans le système financier. Il n'y a pas eu de retrait massif des dépôts, mais les créanciers étrangers des banques suédoises ont commencé à résilier leurs lignes de crédit. Les créanciers, qui n'étaient guère en mesure d'évaluer la situation de chaque banque, ont ainsi réduit leurs risques. Les banques et les autorités ont dû faire le maximum pour rétablir la confiance. Les paroles ne suffisaient plus, il fallait agir.

La transparence a joué un rôle important dans le rétablissement de la confiance. Les autorités ont forcé les banques à révéler leur véritable situation financière. Les autorités ont également informé l'opinion publique de leurs plans et de leurs actions. De hauts responsables du ministère des finances se sont rendus à New York et à Londres pour rencontrer les banquiers et les analystes de marché. Ces mesures ont été couronnées de succès et les lignes de crédit aux banques suédoises ont rapidement été rétablies.

Pour promouvoir la transparence, il importe de savoir déterminer la valeur des portefeuilles des banques, exercice difficile quand les marchés d'actifs sous-jacents sont illiquides et ne donnent pas d'informations fiables sur les prix. Les autorités suédoises ont obligé les banques à bien évaluer leurs actifs, surtout leurs actifs immobiliers. Ainsi, la situation financière des banques est peut-être apparue plus grave qu'elle ne l'était et des prix planchers bas ont été fixés. Les anticipations de prix se sont alors stabilisées et le marché est reparti à la hausse. Dans d'autres crises, lorsque les autorités se sont efforcées de stabiliser les mouvements des prix, l'incertitude a été plus longue, retardant le retournement à la hausse.

Pour rétablir la confiance, il est essentiel d'établir un consensus politique. En Suède, tous les principaux partis politiques se sont mis d'accord sur le cadre de règlement de la crise. Ce cadre comprenait la création d'une entité chargée de faciliter et de coordonner les mesures prises par les autorités concernées tout en préservant l'intégrité de chaque autorité. L'Autorité de soutien des banques a été créée. Avant de prendre une décision, elle devait obtenir l'approbation de la banque centrale (Riksbank), de l'autorité des services financiers et de l'Office national de la dette. Si un accord ne pouvait être trouvé — situation rare — la question était tranchée par le ministère des finances. Il a été plus difficile de résorber rapidement la crise dans les pays où il n'existait pas de consensus politique, ou en l'absence de concertation des autorités.

L'expérience montre combien il est important de disposer d'une législation et d'institutions adéquates pour traiter le cas des banques en difficulté. Ne disposant pas de ces outils, la Suède a dû improviser. Le Royaume-Uni était également dépourvu d'une structure spécialisée dans le règlement des problèmes bancaires, ce qui a retardé la solution de la crise de Northern Rock. Les États-Unis sont dotés d'une structure performante, combinant lois, institutions et expertise, progressivement mise en place à la suite des grandes faillites bancaires des années 30. Mais il leur a fallu l'utiliser de façon souple et innovante afin de trouver des solutions applicables à des établissements autres que les banques commerciales, comme Bear Stearns, Fannie

Mae et Freddie Mac. Le concept de «risque systémique» a été élargi pour englober officiellement les risques que pouvaient poser les activités d'autres établissements, comme par exemple les banques d'affaires.

Combattre l'aversion au risque

À l'évidence, l'inadéquation des méthodes d'octroi de crédit dans le secteur immobilier a été un maillon faible dans la crise suédoise et la crise actuelle. Dans les deux cas, la phase la plus aiguë de la crise a été déclenchée par un ralentissement global de l'économie, en particulier dans le secteur du logement. Les investisseurs ont affiché une plus grande aversion au risque et, du coup, les primes de risque ont augmenté.

Les deux crises se sont propagées à cause d'une contraction des liquidités et d'un effet de contagion qui a gagné les autres établissements et marchés. Toutefois, les turbulences actuelles sont plus graves dans la mesure où un plus grand nombre de marchés sont touchés. La crise est aussi exacerbée par la complexité des instruments financiers, dont il est difficile d'établir la valeur, ainsi que par l'existence d'engagements hors bilan et de véhicules d'investissement émis par des organismes parabancaires (SIV et autres instruments).

Les mesures prises pour dénouer la crise sont aussi généralement semblables. Une forte injection de liquidités a été opérée, suite à une action internationale concertée dans le cas de la crise récente et suite à des mesures d'envergure nationale dans le cas de la crise suédoise. Dans les deux cas, on a nationalisé, fusionné ou vendu des banques (parfois avec l'appui financier des autorités).

De fait, l'un des principaux enseignements tirés de l'expérience des pays nordiques est que les autorités ne peuvent se reposer uniquement sur le secteur privé ou sur les marchés pour résoudre les problèmes systémiques du secteur bancaire. De même qu'un prêteur en dernier ressort est nécessaire pour remédier aux pénuries systémiques de liquidités, de même un investisseur ou un propriétaire doit intervenir en dernier recours quand toutes les sources de capitaux sont taries, car la paralysie totale du système bancaire n'est pas une option. Il faut en outre que l'État apporte une garantie globale pour rétablir la confiance et empêcher les retraits des dépôts et l'effondrement du système financier qui s'ensuivrait — scénario qui s'accompagnerait d'une destruction généralisée des valeurs.

Rétablir la confiance

En somme, la crise actuelle présente bien des caractéristiques des crises précédentes, mais qui sont aggravées par l'extrême complexité des instruments financiers et des dispositions institutionnelles ainsi que par l'interdépendance des marchés tant intérieurs qu'internationaux.

L'expérience des deux crises, corroborée par celle d'autres crises, montre qu'il n'est pas possible de mettre fin à la crise tant que la confiance n'est pas rétablie. En améliorant la transparence, on réduit l'incertitude. Pour ce faire, il faudrait diffuser davantage d'informations sur les établissements détenant des actifs à risque et sur la valeur réelle de ces actifs. Pour leur part, les autorités doivent avoir une attitude aussi ouverte que possible quant à la crise et à leurs plans d'action. ■

Stefan Ingves est Gouverneur de la Sveriges Riksbank (Banque centrale suédoise) et Göran Lind est Conseiller du Conseil d'administration de la banque.