

**RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE**  
**ACTUALITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS****29 janvier 2008**

Depuis la dernière édition du Rapport sur la stabilité financière dans le monde, la situation des marchés financiers mondiaux s'est dégradée sous l'effet grandissant des retombées de la crise des crédits immobiliers *subprime*. Les interventions concertées des banques centrales, ainsi que les baisses de taux, ont contribué à apaiser les tensions de liquidité sur le marché interbancaire, mais les pressions subsistent et les primes d'échéance resteront vraisemblablement élevées pendant un certain temps (graphiques 1a et b). Ces primes sont en effet le signe de problèmes plus vastes dans le système financier, tels que ceux liés à la valorisation des produits complexes, à la détérioration du crédit, à la méfiance entre contreparties et aux tensions bilantielles. Les risques de crédit et de marché continuent de s'accroître et les perspectives macroéconomiques mondiales semblent moins favorables. La Mise à jour des *Perspectives de l'économie mondiale* prévoit une décélération de la croissance mondiale. Jusqu'à présent, les marchés émergents ont tenu bon, les entrées de capitaux restant fortes grâce à la croissance sous-jacente et à des politiques plus favorables. Cela étant, à en juger d'après les récents replis boursiers, certains de ces marchés risquent de ne pas être en mesure d'échapper à l'effet de contagion.

Ce qui a commencé comme une épreuve pour les marchés des crédits structurés, et les besoins de financement sous-jacents, entre désormais dans une nouvelle phase où les inquiétudes ne se limitent plus au secteur *subprime*. Ce phénomène se manifeste par exemple par les tensions que subissent les bilans de certaines institutions financières à cause des retombées des précédentes turbulences. Les pressions sur les fonds propres et l'accumulation de pertes imputables aux défaillances sans précédents sur les crédits hypothécaires *subprime* aux États-Unis, renchérissent le crédit et les institutions financières sont moins en mesure de s'appuyer sur leurs bilans pour prêter (graphique 2). Cette situation pourrait se voir exacerbée par une détérioration de la conjoncture économique. Les enquêtes auprès des établissements de crédit mettent déjà en évidence un durcissement des normes de prêt (graphiques 3a et b). Bien que les États-Unis continuent d'être le point de mire, les banques européennes en ont également senti les contrecoups. Dans les autres régions, les institutions financières semblent certes être moins exposées, mais les risques de dépréciation d'actifs liés aux crédits *subprime* ne sauraient être exclus.

Dans l'éventualité d'un ralentissement plus prononcé de l'activité aux États-Unis ou ailleurs, la crise risquerait de déborder du secteur *subprime*, sous l'effet d'une détérioration plus générale du crédit. De fait, les taux de défaillance sur les crédits octroyés en 2007 aux emprunteurs les plus solvables aux États-Unis augmentent plus vite que lors des années précédentes, même si les niveaux de départ étaient faibles, et les autres formes de crédit à la consommation donnent des signes de détérioration (graphique 4). En Europe occidentale, les prémices d'un ralentissement de la croissance du crédit commencent juste à s'esquisser et il existe un risque de dégradation de la qualité du crédit, car les activités de prêt ont été très soutenues dans plusieurs pays, et certains marchés immobiliers nationaux sont jugés surévalués.

Aux États-Unis et en Europe, le crédit a par ailleurs connu une forte expansion dans certains segments du secteur des entreprises durant le premier semestre 2007, avec la montée des acquisitions par emprunt (LBO). Les entreprises dont la notation est faible constatent d'ores et déjà un renchérissement du crédit et les prévisions de taux de défaillance ont déjà été multipliées environ par cinq. Enfin, le ralentissement des économies entraînera vraisemblablement un resserrement plus prononcé du crédit à mesure qu'augmentera le chômage et que la création d'emplois marquera le pas.

Les pays émergents ont jusqu'à présent bien résisté, mais ils vont être mis à l'épreuve. Si les valeurs boursières s'y sont mieux comportées que sur les marchés matures, certaines places ont accusé un net fléchissement depuis le début de l'année face à la probabilité d'un ralentissement plus marqué de l'économie américaine (graphique 5). Les signes de contagion sont particulièrement manifestes dans la forte contraction des émissions obligataires privées, notamment dans certains pays émergents d'Europe où les banques dépendent fortement des financements extérieurs pour nourrir une croissance rapide du crédit intérieur (graphique 6). Jusqu'à présent, le financement bancaire extérieur du crédit en Europe de l'Est a bien résisté, mais il pourrait ralentir en cas de détérioration de la situation mondiale et de durcissement des conditions de financement à l'échelle internationale. À quelques exceptions près, la plupart des marchés émergents ont pu continuer à attirer des flux d'investissement de portefeuille et les marchés financiers ont été beaucoup moins touchés lors de cet épisode de turbulence que durant ceux qui l'ont précédé.

Des mesures doivent être prises, tant pour surmonter les tensions à court terme que pour préserver la stabilité financière à plus long terme. Un certain nombre d'initiatives sont mises en place par le secteur privé, diverses enceintes internationales publiques (dont le Forum de stabilité financière et certains organes de normalisation) et des autorités nationales, pour tirer les leçons des événements récents. Il importe de noter que cet épisode n'est pas encore achevé et que les enseignements tirés aujourd'hui ne peuvent donc pas être considérés comme définitifs. Le FMI prépare néanmoins des recommandations, en collaboration avec ces différents groupes.

Dans l'immédiat, il s'agit de rétablir la confiance entre contreparties et la solidité financière des institutions et, partant, de désamorcer les tensions de liquidités et ainsi permettre aux marchés interbancaires de revenir à la normale, et à l'intermédiation de suivre son cours. Il convient de signaler, parmi les évolutions positives, que les institutions d'importance systémique dont les bilans se sont fragilisés ont entrepris de mobiliser des capitaux (parfois issus de fonds souverains) et de réduire leurs dividendes. Les instances de contrôle et les auditeurs ont un rôle décisif à jouer pour promouvoir une communication rapide, claire et systématique sur les engagements liés aux crédits hypothécaires *subprime* et aux secteurs connexes, qu'ils soient ou non inscrits aux bilans. Il est par ailleurs tout aussi important d'expliquer les méthodologies et les hypothèses de valorisation. Sur toutes ces questions, il importe d'agir avec mesure de façon à ce que les initiatives prises n'exacerbent pas le cycle.

Les banques centrales devront continuer d'accompagner la gestion des besoins en liquidités sur les marchés financiers tant que cela sera nécessaire, pour assurer leur bon fonctionnement et limiter autant que possible les retombées sur l'économie réelle. Ce faisant, il importe qu'elles préservent la souplesse voulue pour répondre aux besoins du marché, en proposant et en utilisant des initiatives conjointes, comme le dispositif d'adjudication (*Term Auction Facility*) annoncé par la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne et la Banque nationale suisse en décembre dernier.

Cette période d'instabilité, caractérisée par un marché mature et des perturbations dans les liquidités du système, pose un certain nombre de questions au secteur privé, aux banques centrales et aux instances de réglementation et de contrôle du secteur financier à plus long terme. Les agences de notation peuvent, par exemple, améliorer leurs méthodologies, fournir des notes différenciées (comme le proposait l'édition d'avril 2006 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde) et fournir plus d'informations sur la sensibilité de leurs notes aux hypothèses sous-jacentes. La démarcation entre institutions réglementées et non réglementées reste une question complexe, mais il devient évident que les institutions financières non (ou peu) réglementées qui émettent des crédits hypothécaires ou des produits de crédit à la consommation comparables à ceux émis par leurs homologues réglementées devraient être soumises aux mêmes obligations d'information et de protection des consommateurs.

Les banques centrales pourraient avoir intérêt à examiner l'efficacité des instruments dont elles disposent pour réduire les tensions sur les marchés, et voir s'ils ont une portée véritablement mondiale. La convergence des pratiques des banques centrales dans l'utilisation des instruments de gestion de la liquidité pourrait aider à surmonter les difficultés qu'elles ont à faire comprendre leur action et leur souci de stabilité financière. Enfin, l'on pourrait renforcer les dispositifs nationaux et internationaux de promotion de la stabilité financière par l'échange d'informations et une action concertée des organismes chargés du contrôle du secteur, de l'apport de liquidités et du traitement des banques en difficulté.