

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

Depuis la parution du *Global Financial Stability Report (GFSR)* d'avril 2007, la stabilité financière a été soumise à un test important. Les risques de crédit et de marché ont augmenté, et les marchés sont devenus plus volatils. Ils ont pris conscience du relâchement de la discipline de crédit depuis quelques années — en particulier sur les marchés des crédits immobiliers à risque et des crédits syndiqués aux États-Unis, mais aussi sur d'autres marchés connexes. Cette prise de conscience a déclenché un processus de désengagement de certains actifs à risque et de désendettement qui a creusé les différentiels de taux dans les classes d'actifs plus risqués et rendu les marchés d'obligations et d'actions plus volatils. L'absence de prix et de second marché pour certains produits de crédit structurés, conjuguée aux préoccupations quant à la localisation et à l'ampleur des pertes potentielles, a entraîné des perturbations sur certains marchés monétaires et des difficultés de financement pour une série d'établissements financiers, car certaines contreparties se sont montrées réticentes à accorder des crédits aux établissements censés détenir des actifs illiquides et de moins bonne qualité. Ces perturbations ont obligé diverses banques centrales à procéder à des injections exceptionnelles de liquidités pour faciliter le fonctionnement ordonné de ces marchés.

Les conséquences possibles de cet épisode ne doivent pas être sous-estimées, et le processus d'ajustement sera probablement de longue durée. Les conditions de crédit risquent de ne pas se normaliser rapidement, et certaines des pratiques qui se sont développées sur les marchés des crédits structurés devront être modifiées. Ceci étant, l'économie mondiale est entrée dans cette période de turbulences en affichant une croissance solide, en particulier dans les pays émergents. Les établissements financiers d'importance systémique ont entamé cet

épisode avec des fonds propres suffisants pour faire face au niveau probable des pertes de crédit. Jusqu'à présent, en dépit du processus de forte correction qui s'est engagé sur les marchés financiers, la croissance mondiale reste solide, bien que l'on puisse s'attendre à un certain ralentissement de l'activité. Les risques de détérioration de la situation se sont sensiblement accrus et, même s'ils ne se concrétisent pas, cette période de turbulences sera lourde de conséquences. Il faudra tirer les leçons qui s'imposent pour le secteur privé, ainsi que dans les domaines de la réglementation et de la surveillance, si l'on veut renforcer le système financier contre de nouvelles perturbations.

La menace pour la stabilité financière a augmenté, car l'incertitude est aujourd'hui évidente sur les marchés monétaires qui fournissent les financements à court terme (en particulier les marchés du papier commercial). L'asymétrie des financements est au cœur de ces turbulences. En effet, des actifs à moyen terme difficiles à valoriser et illiquides, tels que les titres de créance structurés, ont été financés par des effets à très court terme du marché monétaire — sous forme de papier commercial adossé à des actifs. L'illiquidité du marché et la difficulté de valoriser les produits structurés complexes détenus comme actifs ont exacerbé les risques liés à l'asymétrie des financements. Aussi, tout en protégeant théoriquement le système financier contre les concentrations de risque de crédit dans les banques, la dispersion des produits de crédit structurés a considérablement accru l'incertitude entourant l'étendue des risques et la localisation de leurs détenteurs ultimes.

Cette asymétrie des financements a été mise en place par un grand nombre d'entités relais et de structures d'accueil qui étaient censées détenir ces actifs illiquides jusqu'à l'échéance. Bon nombre de ces relais et structures étaient associés à des banques réglementées et, dans une large mesure, leurs stratégies de financement s'appuyaient sur des lignes de crédit

préventives ouvertes dans ces banques. Lorsque la qualité de certains des actifs sous-jacents a été mise en doute et que leurs notations élevées sont apparues moins fiables, leurs prix ont chuté, le refinancement du papier commercial adossé à ces actifs est devenu très difficile et un processus de resserrement du crédit s'est amorcé. En conséquence, ce qui constituait jusqu'alors des engagements conditionnels hors bilan pour les banques réglementées a menacé de passer «au bilan ». Les difficultés de financement ont été ressenties d'abord en Europe, puis sur diverses autres places financières. La transmission rapide des perturbations d'une partie du système financier à d'autres, par l'intermédiaire parfois d'un dédale de canaux opaques, a surpris à la fois les intervenants sur le marché et le secteur officiel. L'impossibilité de savoir où l'exposition hors bilan des banques se concrétisera la prochaine fois a entraîné une différenciation des taux des prêts interbancaires. Les banques suspectées d'essuyer des pertes sur les produits de crédit structurés, ou de devoir activer les lignes de crédit préventives ouvertes pour leurs entités relais ou structures d'accueil, se voient appliquer des taux interbancaires plus élevés. Dans certains cas, les canaux de financement interbancaires sont engorgés parce que de grandes banques souhaitent conserver leurs liquidités afin de pouvoir financer le cas échéant d'autres activités, et notamment la longue liste des acquisitions par emprunt (LBO) prévues d'ici à la fin de l'année. Globalement, la perception du risque de contrepartie a beaucoup augmenté et les établissements souhaitent conserver leurs liquidités additionnelles, au moins pour le moment.

Le *GFSR* d'avril 2007 signalait les causes profondes du processus de correction en cours. La détérioration de la discipline de crédit et le relâchement possible de la vigilance mis en lumière dans cette édition du rapport ont entraîné une accumulation des risques de crédit sur le marché hypothécaire aux États-Unis, les acquisitions par emprunt et certains prêts aux

pays émergents. Les conditions économiques et financières favorables de ces dernières années ont émoussé la vigilance à l'égard des emprunteurs et des contreparties. Qui plus est, comme de nombreux établissements financiers utilisent le modèle « originate and distribute » pour les produits de crédit, beaucoup d'entre eux ont pu choisir de ne pas conserver les risques de crédit auxquels ils avaient donné naissance, diminuant ainsi leur incitation à suivre les emprunteurs. Les investisseurs qui avaient souscrit dans les titres ainsi distribués ont peut être relâché leur vigilance dans l'évaluation des risques de liquidité et de levier financier, ou choisi de donner trop d'importance aux notations des agences de crédit dans leur analyse des risques liés aux instruments financiers complexes. Les tensions du marché hypothécaire aux États-Unis ont ensuite fragilisé les titres adossés à des créances hypothécaires, qui sont une composante importante du système financier mondial. Il s'en est suivi une cascade de déclassements de ces titres par les agences de notation, qui a poussé leurs prix à la baisse et commencé à accentuer l'épisode de réajustement des prix engagé quelque temps auparavant.

Le levier financier a joué un rôle déterminant dans l'amplification des perturbations. La facilité avec laquelle certaines banques et autres structures de placement, y compris les fonds spéculatifs, ont pu emprunter contre des garanties dont le prix était difficile à établir sur des marchés illiquides a considérablement aggravé les conditions de financement lorsque la liquidité du marché s'est tarie, déclenchant un processus de désendettement forcé «à prix cassés» et la faillite de certains fonds. Les établissements qui ont le plus souffert avaient appliqué des stratégies fondées sur un fort degré d'endettement en espérant que les seconds marchés resteraient liquides.

Il est probable que la longue période de volatilité anormalement faible des marchés ait exacerbé cet épisode. Sur de nombreux marchés, les primes de risque étaient tombées à leur

plus bas niveau historique, de plus en plus d'investisseurs tablant en effet sur le maintien d'un environnement favorable et peu volatil. Les rendements sont devenus plus corrélés. Lorsque les marchés ont commencé à chuter, les primes de risque ont rapidement augmenté. Il est possible que la similarité des techniques de gestion du risque utilisées et des positions prises, conjuguée à l'existence d'un pool d'investisseurs commun, ait exacerbé cette situation. Les pertes ont été amplifiées car les intervenants sur le marché ont essayé de dénouer simultanément des positions similaires.

Le chapitre 1 de ce rapport résume l'évaluation globale de la stabilité à l'aide de la «carte» de la stabilité financière dressée dans le GFSR d'avril 2007. Il approfondit le travail engagé dans ce dernier rapport en se concentrant sur les retombées du relâchement de la discipline de crédit sur le marché des crédits immobiliers à risque aux États-Unis et sur le marché des acquisitions par emprunt (y compris les turbulences d'août 2007, qui ont entraîné un assèchement des prêts à moyen terme sur les marchés monétaires) et précise les liens entre les marchés. Ce chapitre explique aussi comment la volatilité a été amplifiée par le fort degré d'endettement et comment les risques se sont transmis d'un établissement à l'autre. Il rassemble les informations disponibles sur la localisation actuelle des risques et sur l'impact que les pertes pourraient avoir sur les banques, les entreprises et les ménages lorsqu'elles se matérialiseront.

Ce chapitre examine également les dimensions mondiales du manque de discipline de crédit. Globalement, les risques sur les marchés émergents restent bien équilibrés, de nombreux pays bénéficiant d'une amélioration de leurs paramètres macroéconomiques fondamentaux et du cadre dans lequel s'inscrit leur politique. La dette souveraine extérieure a été réduite et les structures d'endettement sont mieux gérées. Néanmoins, ces évolutions

positives sont contrebalancées par l'expansion du crédit, qui a été rapide sur un certain nombre de marchés émergents, où des banques (locales ou étrangères) ont emprunté à l'extérieur et en devises pour prêter localement, assumant ainsi des risques de crédit indirects via leurs prêts en devises. En outre, la faiblesse des rendements sur les marchés matures et l'engouement pour le risque ont permis aux sociétés des marchés émergents d'avoir facilement accès aux capitaux étrangers, y compris via des produits synthétiques et structurés, pour dégager des rendements plus élevés.

Le chapitre 1 s'intéresse également à quelques unes des voies utilisées par les investisseurs étrangers pour accéder aux marchés de pays émergents qui imposent des restrictions aux mouvements de capitaux. Il met en garde contre la vulnérabilité de certains de ces marchés à un renversement des flux de capitaux, et fait valoir que ce reflux pourrait se poursuivre même après que les difficultés de financement des marchés matures se seront atténuées. Pour faire mieux comprendre les conséquences que la participation étrangère sur les marchés émergents peut avoir pour la stabilité, le chapitre présente les travaux empiriques consacrés aux flux d'investissements étrangers sous forme de prises de participation dans plusieurs marchés émergents afin de distinguer les investisseurs institutionnels des autres. Enfin, il examine l'essor des activités des fonds spéculatifs sur les marchés émergents.

Le chapitre 1 consacre par ailleurs une annexe à l'analyse de certains aspects des fonds souverains. On peut estimer que le développement de ces fonds résulte de l'accumulation d'un volume considérable d'actifs extérieurs par le secteur officiel — due en partie aux prix élevés des ressources naturelles, ou rendue possible par les larges excédents de balance des paiements et les entrées massives de capitaux. Les fonds souverains deviennent un groupe d'investisseurs important, et l'on s'interroge sur l'impact qu'ils peuvent avoir sur

l'allocation internationale des actifs. Cette annexe s'efforce d'apporter un éclairage utile au débat qui s'est ouvert sur leurs structures et objectifs en proposant une classification des fonds souverains et de l'allocation de leurs actifs.

Bien que le récent épisode de turbulences ne soit pas terminé et qu'il soit encore trop tôt pour en tirer des conclusions définitives, il ressort d'ores et déjà clairement de l'analyse du chapitre 1 qu'une réflexion approfondie s'impose dans plusieurs domaines. Le premier est le rôle important de l'incertitude et du manque d'informations. En effet, pour être en mesure de différencier et de bien évaluer les risques, le marché a absolument besoin, entre autres éléments, de disposer en temps opportun d'informations exactes sur les risques sous-jacents. Celles-ci devraient être à la fois qualitatives et quantitatives, et indiquer comment les risques sont gérés, valorisés et pris en compte, en particulier lorsqu'ils font l'objet d'un transfert. Une plus grande transparence s'impose également au sujet des liens entre les établissements financiers d'importance systémique et certains de leurs instruments hors bilan. Ce n'est qu'en divulguant entièrement la nature des rapports entre gestionnaires d'actifs, entités relais et structures d'accueil que les investisseurs pourront évaluer la solvabilité réelle des établissements avec lesquels ils traitent. Cependant, compte tenu du volume et de la complexité des informations susceptibles d'être fournies, et du coût que cela implique, il sera important de déterminer avec soin la quantité appropriée d'informations à fournir et selon quel mode pour atténuer les problèmes mis en évidence par cet épisode.

En deuxième lieu, si la titrisation et, plus généralement, l'innovation financière ont rendu les marchés plus efficaces en répartissant mieux les risques, il faut comprendre comment elles ont pu contribuer à la situation actuelle. En particulier, il est important de voir dans quelle mesure la structure des incitations, alors que le contexte était très favorable, a pu

rendre les prêteurs initiaux moins vigilants à l'égard des risques. Sur le marché hypothécaire des États-Unis, il faudra évaluer le coût pour le secteur public du défaut de surveillance à l'égard de certains initiateurs de prêts hypothécaires au regard de l'amélioration de l'accès au crédit dont ont bénéficié certains ménages. De manière générale, il sera sans doute nécessaire de repenser le rapport entre pouvoirs et contre-pouvoirs tout au long de la chaîne des produits structurés.

En troisième lieu, il faut se pencher sur l'analyse de risque dont font l'objet les dérivés de crédit et les produits structurés ainsi que sur le rôle des agences de notation. Les agences de notation et les notes qu'elles distribuent continueront d'être une composante fondamentale du fonctionnement des marchés financiers. Cependant, la manière dont certains produits complexes sont notés suscite quelques préoccupations, en particulier lorsque l'on sait que des titres présentant des caractéristiques très différentes sur le plan de leur structure, des hypothèses qui les sous-tendent et de leur liquidité, reçoivent la même note. Il est possible que la notation des produits structurés complexes soit devenue trop liée au souci d'encourager l'émission de ces produits. En période de turbulences, la rapidité avec laquelle les notes sont abaissées conduit à s'interroger sur la fiabilité de la notation et sur son utilité pour les investisseurs. Nous réitérons l'appel lancé dans l'édition d'avril 2006 du rapport sur la stabilité financière dans le monde en faveur de l'application d'un barème de notation plus différencié pour les produits structurés. Les investisseurs ont aussi l'obligation et la responsabilité de comprendre la dynamique des produits qu'ils achètent et les risques de liquidité qui s'y attachent — ils ont supposé à tort qu'une faible probabilité de défaillance signifiait aussi une faible probabilité de subir des pertes en raison des mouvements du marché. Dans le cas des produits de crédit structurés complexes, les investisseurs doivent regarder au-delà de la

notation : ils ne doivent pas partir du principe que la simple note attribuée par les agences de notation traduit des risques équivalents à ceux d'autres classes d'actifs. Si la construction des diverses structures et les hypothèses qui les sous-tendent étaient fondées sur les principes de différenciation et de transparence, il serait d'autant plus facile aux investisseurs de s'acquitter de leur devoir de vigilance.

En quatrième lieu, il faudra réfléchir davantage à la valorisation des produits complexes dans le contexte d'un marché insuffisamment liquide pour que les prix s'établissent de façon fiable. Lorsqu'ils achètent des produits complexes, les investisseurs doivent prendre en considération les aspects touchant à leur liquidité et inclure dans le prix des primes de risque qui en tiennent dûment compte. Les établissements financiers qui détiennent des titres de ce type comme garantie devront leur affecter une marge de sécurité qui prenne en compte les caractéristiques de liquidité. Ils doivent aussi, c'est important, s'assurer que leur stratégie de financement est robuste et bien adaptée à leur modèle de gestion, et qu'elle peut leur permettre de faire face à des conditions très difficiles. De façon plus générale, la croissance rapide de certains instruments peu liquides conduit à se demander si les initiateurs de ces titres devraient être tenus de les négocier sur des marchés secondaires pour en faciliter la valorisation.

En cinquième lieu, il s'avère que le périmètre de consolidation des risques observé par les banques est plus large que les périmètres comptable et juridique appliqués d'ordinaire. On en citera deux exemples particuliers : 1) le risque de réputation peut obliger les banques à internaliser les pertes d'entités juridiquement indépendantes ; et 2) de nouveaux instruments ou structures peuvent masquer des engagements hors bilan ou conditionnels. Dès lors, des risques qui semblaient avoir été répartis peuvent revenir sous diverses formes aux banques qui

les avaient répartis. La fixation du périmètre des risques concerne non seulement les autorités de tutelle, mais aussi les établissements financiers eux-mêmes — leurs systèmes de gestion des risques, leurs procédures d'audit ainsi que leurs structures internes de gouvernance et de contrôle.

Les responsables sont donc confrontés à la tâche délicate de trouver un juste équilibre entre tous ces éléments. Ils doivent concevoir des cadres propres à encourager les investisseurs à maintenir des normes de crédit exigeantes et à renforcer les systèmes de gestion des risques en période faste comme en période de turbulences. Des mesures ne doivent être prises que si les avantages pour la collectivité sont supérieurs au coût, et après un examen minutieux des conséquences indésirables qu'elles pourraient avoir. En général, les systèmes réglementaires en vigueur se sont montrés jusqu'à présent solides et les autorités de tutelle ne doivent jamais perdre de vue le fait que les ménages et les entreprises ont grandement bénéficié de l'innovation financière ainsi que de la croissance forte et de la stabilité de ces dernières années.

* * *

Les chapitres 2 et 3 examinent respectivement des questions qui découlent, d'une part, de la longue période de faible rendement des marchés parvenus à maturité et, d'autre part, de la volatilité anormalement faible des marchés financiers depuis quelques années. Le chapitre 2 cherche à déterminer dans quelle mesure les méthodes de gestion des risques de marché ont pu encourager les investisseurs à prendre plus de risques au cours de cette période relativement favorable, ce qui les a peut-être amenés à se défaire plus rapidement de leurs actifs à risque qu'il ne l'auraient fait autrement lorsque les conditions du marché ont changé. Considérant l'afflux de capitaux vers les pays émergents, le chapitre 3 explique que le

meilleur moyen pour les pays de faire face à la volatilité des flux de capitaux à moyen terme consiste à développer leurs marchés financiers intérieurs et à en améliorer la liquidité et la qualité institutionnelle.

Le chapitre 2 examine plus particulièrement les techniques de gestion des risques de marché pour déterminer si leur utilisation courante, tout en répondant apparemment aux impératifs de prudence des différents établissements, risque d'exacerber la volatilité du marché pendant les périodes de tension. Cet aspect est examiné de deux manières. La première consiste à utiliser une version stylisée du modèle de risque de marché le plus courant, celui de la valeur à risque (VAR), qui est la perte estimative maximale qu'une entreprise risque de subir à l'intérieur d'un intervalle de confiance donné. Par exemple, si une entreprise a une VAR estimative pour un jour de 10 millions de dollars à un intervalle de confiance de 95 %, cela signifie que cette entreprise peut s'attendre à ne perdre plus de 10 millions de dollars sur son portefeuille que pendant 5 jours sur 100. Un modèle stylisé est utilisé pour démontrer comment la VAR diminue en période de moindre volatilité et augmente lorsque la volatilité s'accroît. Les portefeuilles stylisés sont ensuite soumis à des tests de résistance pour déterminer comment la VAR réagirait avec des données tirées d'épisodes antérieurs de turbulences sur les marchés financiers. Enfin, des simulations sont effectuées dans lesquelles plusieurs entreprises utilisent par hypothèse le même modèle de VAR ou des modèles légèrement différents, également pendant des périodes de tension. Il ressort des résultats que ces entreprises, agissant chacune en fonction de leur propre modèle pour contenir les risques, pourraient collectivement aggraver la volatilité des marchés, surtout si l'aversion au risque est faible. Les simulations montrent aussi, toutefois, que l'utilisation de modèles plus diversifiés aiderait à réduire ce risque d'instabilité.

Le chapitre 2 examine aussi les procédures de gestion des risques des banques d'investissement et des fonds spéculatifs afin de déterminer si elles remplissent les conditions nécessaires pour amplifier en pratique la volatilité des marchés. Même si toutes les entreprises affirment qu'elles ne suivraient pas de façon rigide leur modèle de VAR en période de tension, il existe différentes voies par lesquelles les mesures de la VAR, ou les limites de risque connexes, pourraient amplifier la volatilité du marché. D'ailleurs, les perturbations récentes mènent à penser que certaines de ces techniques contribuent peut-être dans une certaine mesure aux turbulences actuelles. Globalement, la VAR et les autres techniques de gestion des risques encouragent les établissements financiers à réagir plus rapidement à l'évolution des risques. Normalement, cela facilite la détection et la correction rapides des risques jugés excessifs par l'établissement. Cependant, l'utilisation de techniques similaires par tous les établissements pendant les périodes de tension peut entraîner des variations de prix plus prononcées que si différentes techniques étaient utilisées. Il serait donc souhaitable que les autorités de tutelle et de contrôle reconnaissent qu'une certaine marge discrétionnaire serait utile pour la bonne gestion des risques (y compris de nouveaux moyens d'incorporer les risques de crédit et de liquidité) et encouragent l'utilisation de tests de résistance, autrement dit qu'elles encouragent toutes les entreprises à prendre en compte, comme certaines le font déjà, les effets qu'elles exercent les unes sur les autres pendant les périodes de tension. La diversité des positions d'investissement et des types de participants est encore plus importante pour aider à stabiliser les marchés. Il serait bon aussi que les autorités de tutelle et de contrôle réfléchissent plus concrètement qu'elles ne le font actuellement à la manière dont elles réagiraient aux effets amplificateurs si les différentes sociétés cherchaient naturellement à protéger la valeur actualisée de leurs investissements futurs.

Le chapitre 3 analyse de façon empirique l'idée largement répandue selon laquelle, outre de solides fondamentaux macroéconomiques, un marché financier intérieur qui fonctionne bien encourage les entrées de capitaux et réduit leur volatilité à moyen terme. Une technique d'estimation de panel est utilisée pour examiner les facteurs qui déterminent le volume et la volatilité des entrées annuelles de capitaux pour un échantillon de pays avancés et émergents de 1977 à 2006. Ces facteurs incluent notamment des variables financières telles que la profondeur et la liquidité des marchés d'actions et l'ouverture financière, et un échantillon plus restreint comprend aussi des variables mesurant la qualité institutionnelle telle que la gouvernance des sociétés et les normes comptables. Il ressort des travaux empiriques que la liquidité des marchés d'actions et l'ouverture financière influencent de façon positive le niveau des entrées de capitaux. En outre, les estimations de panel montrent qu'une plus grande ouverture financière réduit la volatilité des entrées de capitaux. Par ailleurs, il ressort de ce chapitre qu'il existe une corrélation entre l'amélioration d'un large ensemble de variables mesurant la qualité institutionnelle et une baisse de la volatilité.

Le chapitre 3 analyse comment cinq pays émergents ont fait face à la hausse récente des entrées de capitaux et examine quelques-unes des options à leur disposition. Ces cinq exemples montrent à quel point il est difficile de trouver un ensemble de politiques financières applicables dans tous les cas pour faciliter la gestion des entrées de capitaux. De manière générale, les politiques qui encouragent le développement du marché financier à moyen terme — notamment la mise en place d'un système bien régulé, une meilleure transparence et une qualité institutionnelle généralisée ainsi qu'une meilleure gestion des risques pour les établissements financiers — seront vraisemblablement plus efficaces que les

remèdes à court terme pour protéger le système financier contre les effets déstabilisateurs que peuvent avoir des sorties soudaines de capitaux.