

Résumé Analytique

Les événements de ces six derniers mois ont mis en évidence la fragilité du système financier mondial et soulevé certaines questions fondamentales quant à l'efficacité de la riposte des institutions publiques et privées. Bien que la dynamique de ces événements soit toujours à l'œuvre, l'édition d'avril 2008 du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* dresse un bilan des vulnérabilités et s'efforce de tirer, à titre provisoire, quelques conclusions et enseignements pour les politiques à venir. Plusieurs grands constats se dégagent de notre analyse :

- L'ensemble des intervenants n'ont réussi à apprécier ni l'ampleur de l'effet de levier auquel ont eu recours de nombreuses institutions — banques, rehausseurs de crédit, entités publiques, fonds spéculatifs — ni les risques de dénouement désordonné qui en découlent.
- La gestion des risques du secteur privé, l'information, le contrôle du secteur financier et la réglementation n'ont pas tenu le rythme imposé par l'innovation et l'évolution des métiers, d'où une prise de risque excessive, un manque de rigueur dans les souscriptions, des asymétries d'échéances et une inflation des prix des actifs.
- Les risques que l'on estimait avoir extrait des bilans des banques ont été surestimés. À mesure qu'ils se sont matérialisés, ces bilans ont subi des tensions particulièrement fortes.
- En dépit des interventions sans précédent des grandes banques centrales, les marchés financiers continuent d'être mis à rude épreuve, situation aggravée par

un environnement macroéconomique plus préoccupant, des institutions faiblement capitalisées et un débouclage généralisé des opérations à effet de levier.

Il ne fait donc aucun doute que depuis l'édition d'octobre 2007 du Rapport le système financier mondial subit des tensions grandissantes et les risques qui pèsent sur la stabilité financière demeurent élevés. Les problèmes systémiques se voient exacerbés par la détérioration de la qualité des crédits, la dépréciation des produits structurés, et l'assèchement des liquidités du marché, corollaire du vaste débouclage des positions de levier dans le système financier. Dans l'immédiat, il est essentiel que les pouvoirs publics réagissent pour amortir le risque d'un ajustement encore plus douloureux, notamment en préparant des dispositifs d'intervention et autres mesures correctives tout en s'attaquant aux causes des perturbations actuelles.

Chapitre 1 – Évaluation des risques pour la stabilité financière mondiale

Le chapitre 1 explique comment la crise a dépassé les confins du marché américain des *subprime*, pour toucher concrètement les principaux marchés immobiliers d'entreprise et d'habitation, le crédit à la consommation, et le crédit aux entreprises de qualités inférieure à première. Les États-Unis demeurent l'épicentre du phénomène, le marché américain des *subprime* ayant été à l'origine du relâchement des normes de crédit et le premier à subir les complications issues des produits de crédit structurés liés à ce secteur. Cela étant, les institutions financières d'autres pays n'ont pas été épargnées, du fait des mêmes conditions financières mondiales par trop favorables et — à des degrés divers — des faiblesses des

systèmes de gestion des risques et de contrôle prudentiel. Les risques pèsent également sur les pays industrialisés où les prix immobiliers ont particulièrement grimpé par rapport aux fondamentaux et sur ceux où les bilans des entreprises et des ménages offrent peu de marge de manœuvre.

Jusqu'à présent, les pays à marché émergent ont globalement résisté, mais, certains restent vulnérables à un retrait des investisseurs, notamment lorsque la croissance du crédit a été alimentée par des sources extérieures et que de considérables déficits courants doivent être financés. Les marchés obligataires, surtout ceux où sont présents des investisseurs étrangers, ont subi les contrecoups des turbulences qui frappent les pays avancés avec un renchérissement des coûts de financement. Il n'est d'ailleurs pas à exclure que les investisseurs veuillent prendre moins de risques dans les pays émergents si la conjoncture financière se détériore davantage.

Les pertes issues de la détérioration des crédits et des ventes forcées, de même que le tassement de la croissance des bénéfices, ont plombé le bilan des banques et des institutions financières non bancaires. Le chapitre 1 développe l'analyse que l'édition d'octobre 2007 du Rapport avait faite des pertes liées au secteur des *subprime* et prévoit que la chute des prix immobiliers aux États-Unis et la montée des impayés pourraient entraîner des pertes globales (crédits d'habitation et titres connexes confondus) de quelque 565 milliards de dollars, avec une détérioration des crédits de première qualité. Si l'on ajoute d'autres catégories de prêts et de titres initiés ou émis aux États-Unis et se rapportant à l'immobilier commercial et au crédit à la consommation et aux entreprises, le montant des pertes pourrait atteindre quelque 945 milliards de dollars. Ces estimations reposent certes sur des données peu précises en matière d'engagements et d'évaluations, mais elles signalent un surcroît de tensions sur les

fonds propres bancaires et d'autres dépréciations. De plus, en ajoutant les pertes des institutions financières non bancaires, y compris les rehausseurs de crédit, le système bancaire risque de subir d'autres contrecoups à mesure que le débouclage des opérations de levier se poursuivra. Le risque de poursuites liées à l'exécution des contrats s'accroît également.

Les retombées sur le plan macroéconomique préoccupent aussi de plus en plus. La compression des marges de fonds propres et les incertitudes quant à l'ampleur et à la répartition des pertes bancaires, sans oublier la dynamique des cycles normaux du crédit, risquent de peser lourdement sur l'endettement des ménages, l'investissement des entreprises et les prix des actifs puis, par ricochet, sur l'emploi, la croissance de la production et la situation bilancielle. Cette dynamique risque d'être plus dure que lors des cycles de crédit précédents, vu le degré de titrisation et d'effet de levier à l'œuvre dans le système financier. Il est donc désormais manifeste que les turbulences actuelles ne se limitent pas à un simple phénomène de liquidités, mais qu'elles s'expliquent par des vulnérabilités bilantielles plus profondes et des fragilités de fonds propres, ce qui signifie que les effets risquent d'être plus généralisés, plus profonds et plus prolongés.

Pour contenir les risques de ralentissement de l'économie, les politiques macroéconomiques devront être les premières lignes de défense, mais elles devront élargir leur champ d'action. Il faudra notamment veiller à ce que les grandes institutions financières d'importance systémique continuent d'agir promptement pour assainir leur bilan et mobiliser des fonds propres et des financements à moyen terme, même s'il est plus coûteux de le faire dès à présent, et ce afin de rétablir la confiance et d'éviter que le mécanisme du crédit ne se grippe davantage. Plusieurs investisseurs, dont des fonds souverains, ont déjà apporté des

capitaux, mais d'autres injections sont vraisemblablement nécessaires pour contribuer à recapitaliser les institutions.

Aux mesures vigoureuses de relâchement monétaire de plusieurs grandes banques centrales, il faut ajouter les liquidités injectées à des échéances diverses pour assurer le bon fonctionnement des marchés monétaires. Ces initiatives, qui dans certains cas ont fait l'objet d'une action concertée des banques centrales, ont été accompagnées d'un renforcement de leurs méthodes de fonctionnement. Il ressort des événements récents que, dorénavant, les banques centrales devront approfondir leur réflexion sur la contribution éventuelle de la politique monétaire au relâchement de la discipline de crédit, et affiner leurs instruments pour dissiper les tensions sur les liquidités dans un système financier de plus en plus mondialisé. Cela dit, dans certains pays à marché mature les pouvoirs publics devront en priorité parer aux risques de vulnérabilité systémique pour réduire, dans toute la mesure du possible, l'aléa moral et les coûts budgétaires éventuels. Outre une analyse des causes sous-jacentes, il importera de tenir compte des incitations du secteur privé et des structures de rémunération pour qu'une multiplication similaire des vulnérabilités soit moins probable à l'avenir.

Chapitre 2 — Finance structurée : évaluation et information

La prolifération de nouveaux instruments, marchés et modèles financiers structurés complexes a entraîné des perturbations de financement ainsi qu'une crise de confiance. Le chapitre 2 analyse en détail pourquoi ces instruments ont eu des retombées aussi négatives sur la stabilité financière et comment elles se sont manifestées. De manière plus précise, il examine les conséquences qu'ont pour la stabilité financière les pratiques de comptabilité et

d'évaluation des produits de crédit structurés aussi bien au moment de leur montage qu'en aval. Le chapitre traite également des répercussions bilancielle de l'évaluation des actifs au prix du marché par périodes de tension ou lorsque les marchés manquent de profondeur. Comme les agences de notation continuent de jouer un rôle important dans les modalités de structuration et d'évaluation de ces produits, le chapitre examine comment s'établissent les notations, et constate qu'il conviendrait d'envisager des améliorations aux modèles utilisés par ces agences.

Indépendamment des incertitudes qui entourent l'évaluation et la comptabilité des produits de crédit structurés, leur modèle de financement semble accuser certains défauts. Ces instruments ont souvent été logés et financés dans des entités hors-bilan associées à des établissements bancaires, telles que véhicules d'investissement structurés (SIV) ou conduits. La deuxième partie du chapitre 2 examine les incitations commerciales et réglementaires qui interviennent dans l'établissement de ce type d'entités et les raisons qui expliquent l'absence d'analyse des risques y afférents dans le cadre des systèmes bancaires de gestion des risques — le périmètre restreint de consolidation des risques ne permettait pas d'en faire une évaluation appropriée. Les asymétries d'échéances entre actifs et passifs sont certes une constante des activités bancaires, mais ces SIV et conduits à fort effet de levier s'appuyaient sur des asymétries extrêmes. Ils dépendaient par trop des marchés de gros pour leur financement, ce qui laisse supposer que les incitations négatives et le manque de transparence n'ont pas été étrangers aux tensions qui ont fait surface. Il ressort également de cette analyse que si les risques sont alloués là où ils sont supportés et que suffisamment de fonds propres sont provisionnés en conséquence, ces entités risquent d'être beaucoup moins viables — tout au moins sous leur forme actuelle.

Chapitre 3 — Illiquidité de marché et de financement : la mutualisation des risques

Les systèmes bancaires de gestion des risques de liquidité se sont vus impliqués dans la crise, à mesure que celle-ci ne se limitait plus à un problème de financement des SIV ou des conduits et entraînait une compression généralisée des liquidités interbancaires. Le chapitre 3 examine le lien entre la liquidité de marché (celle qui permet de vendre ou d'acheter un actif avec une légère variation de prix) et la liquidité de financement (celle qui permet à une institution solvable d'effectuer les paiements convenus en temps et en heure). Il constate que certains nouveaux instruments ont peut-être accru les risques de «spirales de liquidité», où l'illiquidité de marché aboutit à une illiquidité de financement et inversement. Les travaux empiriques mettent en évidence que les relations entre liquidité de financement et liquidité de marché, tant aux États-Unis qu'entre économies matures, se sont intensifiées durant la période de crise, alors qu'avant l'été 2007 ces liens étaient pratiquement inexistantes. Les corrélations entre les prix de plusieurs dettes de pays émergents et dettes souveraines et les marchés de financement des États-Unis se sont aussi fortement intensifiées durant la crise, ce qui semble indiquer que ces marchés financiers continuent d'être étroitement liés en périodes de crise.

S'agissant de l'évolution des grandes banques dans les pays avancés, le chapitre 3 note qu'elles sont moins protégées contre les aléas de liquidité que par le passé. La dépendance à l'égard du financement de gros et une conjoncture financière favorable ont incité les sociétés financières à être moins soucieuses de leurs systèmes de gestion des risques de liquidité, à ne pas se protéger suffisamment contre d'éventuels retournements, et à dépendre beaucoup plus de l'intervention des banques centrales pour résoudre leurs problèmes de liquidités. Dans le

même ordre d'idées, les contrôleurs bancaires s'étaient concentrées sur la mise en application du dispositif de Bâle II, et le Comité de Bâle n'avait commencé à revoir les risques de liquidité que depuis peu.

L'assèchement des liquidités sur les marchés de financement a donné lieu à une intervention sans précédent des banques centrales pour dissiper les tensions sur le marché monétaire interbancaire. Le chapitre 3 évalue la réussite de cette action, en se centrant sur les mesures prises par la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre. La capacité à fournir des liquidités à un large éventail de contreparties en s'appuyant sur un ensemble de garanties relativement diversifiées a contribué à l'efficacité des opérations de liquidités de la BCE. La Réserve fédérale a dû modifier ses procédures pour mettre des liquidités à la disposition des banques qui en avaient besoin et dissiper les connotations liées au recours au guichet d'escompte plus largement disponible. Le dispositif d'adjudication (*Term Auction Facility*) a donné de meilleurs résultats et d'autres mécanismes ont été mis en place récemment pour mieux parer aux tensions sur les liquidités. Le chapitre 3 tente d'apprécier de manière empirique l'efficacité des mesures d'urgence et constate que l'action de la Réserve fédérale et de la BCE a contribué à réduire la volatilité des taux d'intérêt du marché monétaire, encore que l'impact sur les écarts de taux semble avoir été modeste.

Conclusions et initiatives de politique économique

La croissance et la prospérité qui ont marqué ces dernières années ont abondamment illustré les fruits de l'innovation financière, mais les événements des huit derniers mois ont

également mis en évidence ses coûts. Les produits de transfert des risques de crédit — innovations censées assurer un vaste éclatement des risques — n'ont pas toujours servi à les faire basculer sur les parties les mieux à même de les assumer. En fait, le secteur bancaire se voit de nouveau contraint de prendre en charge une part importante du risque dont il était censé s'être délesté. Quand bien même le Rapport et d'autres publications ont mis en garde contre la prise de plus de risques et l'intensification de l'effet de levier inhérente aux nouveaux instruments de crédit structurés, cet effet semble être bien plus important que prévu dans les banques (et les autres institutions financières). Qui plus est, la réglementation et le contrôle de ces nouveaux instruments n'ont pas tenu le rythme de leur développement.

Plusieurs recommandations à court et à moyen terme sont formulées ci-après à la lumière de la conjoncture actuelle. Plusieurs autres groupes et instances — comme le Forum de stabilité financière, le *Joint Forum* ou le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire — sont, quant à eux, en train d'élaborer leurs propres normes et directives détaillées, lesquelles, pour la plupart, traiteront vraisemblablement de plus près des questions pratiques.

À court terme...

Le premier défi consiste à diminuer la durée et la gravité de la crise. La première priorité est de réduire les incertitudes et de rehausser la confiance dans les systèmes financiers des marchés matures. Certaines mesures peuvent être adoptées par le secteur privé sans réglementation formelle. D'autres — lorsque le problème relève des biens publics et qu'il exclut donc une solution purement privée — exigeront l'intervention du secteur officiel.

Parmi les domaines où le secteur privé pourrait utilement intervenir nous citerons les suivants :

- **Information.** Des informations publiques actuelles et systématiques sur les engagements et les méthodes d'évaluation, en particulier pour les produits de crédit structurés et les autres actifs illiquides, contribueront à dissiper les incertitudes relatives aux positions des institutions financières réglementées.
- **Assainissement des bilans.** L'enregistrement de dépréciations, dès que des estimations raisonnables peuvent être établies, contribuera à assainir les bilans. Les institutions manquant de fonds propres doivent immédiatement prendre des mesures pour mobiliser de nouveaux capitaux et des financements à moyen terme, même si leurs coûts paraissent élevés.
- **Gestion globale des risques.** Les institutions pourraient avoir intérêt à annoncer des stratégies globales de correction des défaillances de la gestion des risques qui sont peut-être à l'origine des pertes ou des difficultés de liquidités. Leurs structures de gouvernance et l'intégration de la gestion des différents types de risques doivent être renforcées. La gestion des risques de contrepartie réapparaît comme un problème à traiter. Il faudra faire définitivement le point des progrès accomplis durant la dernière décennie et des lacunes qui subsistent (sans doute dans les structures d'information et de gestion des risques).
- **Structures de rémunération des cadres.** Il faut corriger les incitations susceptibles de restreindre l'horizon d'action des dirigeants des institutions financières de dépôts. Dans l'idéal, la rémunération des cadres de ces institutions financières réglementées doit prévoir des incitations pour corriger rapidement toute défaillance dans la gestion des risques, mettre en place des

marges de liquidités et de fonds propres suffisantes et, de manière générale, prendre des décisions qui renforcent la fiabilité à long terme des établissements afin de réduire les risques systémiques.

À court terme, l'action du secteur officiel serait des plus utiles dans les domaines suivants :

- **Traitement systématique.** De concert avec les auditeurs, les contrôleurs peuvent promouvoir la transparence et veiller à l'application d'une démarche systématique dans le cas des titres difficiles à évaluer, de manière à réduire dans toute la mesure du possible les divergences de comptabilité et d'évaluation entre institutions financières mondiales. Les contrôleurs devraient pouvoir évaluer la solidité des modèles d'évaluation dont se servent les établissements réglementés. Il faudrait sans doute reconnaître de manière plus formelle une certaine latitude dans l'application de la comptabilité axée sur la juste valeur durant les épisodes de tension.
- **Intensification du contrôle.** Les contrôleurs devront mieux évaluer le niveau des fonds propres au regard des risques pouvant échapper au pilier 1 du dispositif de Bâle II. Il faudrait veiller davantage à ce que les banques disposent d'un bon système de gestion des risques (y compris risques de marché et risques de liquidité) et d'une solide structure de gouvernance. Si les organes de contrôle estiment que les risques ne sont pas suffisamment bien gérés ou que les plans pour parer aux imprévus ne sont pas suffisants, ils devraient pouvoir exiger des marges plus importantes de fonds propres ou de liquidités.

- **Rapports spéciaux sur la stabilité.** Pour contribuer à réduire les incertitudes et corriger les perceptions erronées que pourrait avoir le public, tout particulièrement dans le contexte actuel de titres de crédit structurés illiquides et difficiles à évaluer, des rapports spéciaux sur la stabilité pourraient être utiles. Ces rapports pourraient mettre à profit les informations pertinentes de contrôle, évaluer les risques courants de façon objective et énoncer des plans pour corriger les vulnérabilités dans les pays concernés.
- **Une réaction rapide pour redresser les institutions en difficulté.** Le secteur public devrait se tenir prêt à réagir rapidement aux tensions qui pourraient se manifester dans les institutions financières en difficulté. Dans ces cas-là, des mesures ou des interventions correctives rapides peuvent s'imposer.
- **Des plans pour les actifs dépréciés.** Les autorités nationales pourraient avoir intérêt à préparer des plans de secours pour traiter des stocks importants d'actifs dépréciés lorsque les dépréciations peuvent déclencher une dynamique perturbatrice et entraîner des retombées négatives considérables sur l'économie réelle. Les modalités varieront d'un pays et d'un secteur à l'autre, mais il serait bon de s'inspirer des cas où l'on a réussi à éviter de brader des actifs dépréciés.

S'agissant des pays à marché émergent, les pouvoirs publics devraient particulièrement veiller à réduire les vulnérabilités aux effets induits par les marchés matures. Concrètement, les banques des pays où l'essor du crédit repose sur des ressources extérieures devront préparer des dispositifs d'intervention solides et réalistes pour faire face à la diminution de ces sources de financement. Les pays qui se sont appuyés sur le financement extérieur devraient s'attendre à une intensification des tensions internes si les liquidités

internationales venaient à se faire rares. Les instances de contrôle des marchés financiers dans les pays où les prix du logement ont explosé pourraient avoir intérêt à revoir les modalités de saisie des biens hypothéqués et à vérifier si le dispositif légal est propice à une correction ordonnée des excès. Presque tous les pays émergents devraient revoir la fiabilité et les détails de l'information des institutions financières et la solidité de leur cadre comptable car les incertitudes sur la santé des principales institutions financières peuvent être source d'instabilité financière. Les contrôleurs, les régulateurs et les banques centrales des pays émergents devraient revoir leurs propres dispositifs d'intervention — notamment en ce qui a trait à la gestion des perturbations de liquidités. Des mesures devraient être prises avec les instances réglementaires du pays d'origine des banques étrangères pour coordonner ces dispositifs ainsi que le contrôle courant.

À moyen terme...

Des changements plus profonds s'imposent à moyen terme. Les pouvoirs publics devraient s'abstenir de «réglementer à la hâte», surtout si cela risque de nuire à l'innovation ou d'exacerber les effets de l'actuelle compression du crédit. Qui plus est, l'accord sur les fonds propres de Bâle II, s'il est mis en œuvre de façon rigoureuse, offre déjà des possibilités d'amélioration dans le domaine bancaire. Cependant, certains domaines doivent être examinés de plus près, notamment en ce qui concerne les produits structurés et le traitement des entités hors-bilan, et donc d'autres ajustements doivent être apportés aux dispositifs en place.

Compte tenu de leur rôle dans la crise, les produits financiers structurés et le modèle de titrisation d'«octroi et cession» (*originate-to-distribute*) exige que l'on examine de près ce qu'il convient de corriger. Il importe de noter que la titrisation en soi n'est pas à l'origine du

problème; celui-ci résulte de l'effet conjugué du relâchement des normes de souscription sur le marché hypothécaire américain, de l'extension concomitante de la titrisation à des structures d'une complexité grandissante et difficiles à appréhender, avec à la clé des garanties sous forme d'actifs d'une qualité décroissante, et d'une conjoncture financière favorable où les risques n'étaient pas suffisamment bien appréhendés. Rétrospectivement, les fonds propres alloués pour couvrir ces risques étaient insuffisants. Le chapitre 2 ne prétend pas offrir une analyse exhaustive des incitations adverses qui ont abouti à la croissance extrême des produits financiers structurés à la base de la crise, mais certaines politiques peuvent être ébauchées à titre provisoire.

Le secteur privé pourrait utilement suivre les axes suivants :

- **Normalisation de certaines des composantes des produits financiers structurés.** Cela pourrait permettre aux intervenants du marché de mieux comprendre les risques et faciliter le développement d'un marché secondaire plus liquide ainsi que la comparabilité des évaluations. La normalisation pourrait également faciliter le développement d'une plateforme de compensation qui mutualiserait les risques de contrepartie liés à ces types de produits hors-cote.
- **Transparence à l'origine et en aval.** Les investisseurs seront mieux à même d'évaluer les risques liés aux produits titrisés s'ils reçoivent plus d'information actuelle, compréhensible et adéquate sur les actifs sous-jacents et la sensibilité de l'évaluation à diverses hypothèses.
- **Réforme des systèmes de notation.** L'édition d'avril 2006 du Rapport recommandait un barème de notation différencié pour les produits de crédit

structurés. De plus, ce barème, pour être utile, doit être accompagné d'informations sur la vulnérabilité des produits de crédit structurés aux baisses de notation. Cette mesure pourrait exiger que l'on réévalue, au regard de la réglementation et du contrôle, le traitement des titres notés.

- **Transparence et information.** Les initiateurs devraient communiquer aux investisseurs, à intervalles réguliers et en temps opportun, des informations globales pertinentes sur les principaux risques des entités hors-bilan. Ces informations devraient notamment préciser dans quelle mesure les institutions ont recours à des instruments destinés à amortir le risque de crédit, tels qu'assurances, et la part de risque assumée par l'entité «sponsor», notamment en cas de difficulté. De manière plus générale, les organismes de normalisation et de réglementation devraient envisager la convergence internationale des pratiques d'information (par exemple, en matière d'échéances et de contenu).

Le secteur officiel devrait s'intéresser aux domaines ci-dessous, où l'application de diverses normes pourrait avoir des conséquences systémiques.

- **Une plus grande attention à l'application d'une comptabilité basée sur la valeur juste.** Il faudra examiner de très près les perspectives de ventes forcées découlant d'une juste valeur inférieure à un certain seuil. Il serait utile de donner aux sociétés des orientations dans l'analyse des éléments qui sous-tendent les évaluations sans qu'elles soient nécessairement forcées de vendre. Il faudrait réévaluer l'application de ces «déclencheurs» de juste valeur et voir dans quelle mesure ils sont encouragés ou imposés dans la réglementation ou les directives des instances de contrôle. Il appartient à la supervision

prudentielle de juger de la fiabilité des diverses méthodes utilisées pour établir les justes valeurs, notamment lorsque celles-ci s'appuient sur un modèle. Les organismes de normalisation comptable vont être de plus en plus amenés à tenir compte des répercussions que leurs pratiques et orientations peuvent avoir sur la stabilité financière.

- **Incitations à la création de conduits et de véhicules d'investissement structurés (SIV).** En principe, le dispositif de Bâle II incite moins que la version Bâle I à transférer des risques vers ces entités pour alléger les coûts liés aux fonds propres réglementaires. Il faudra cependant que les contrôleurs nationaux procèdent à une stricte application du dispositif de Bâle II, en s'appuyant éventuellement sur des orientations plus explicites sur les conditions de transfert des risques et les niveaux appropriés de réduction des fonds propres obligatoires. Les instances de normalisation comptable devraient, en coopération avec les contrôleurs, revoir les règles de consolidation pour s'attaquer aux incitations susceptibles de pousser à un manque de transparence au sujet des activités et des risques hors-bilan.
- **Renforcement du contrôle des initiateurs de crédits hypothécaires.** Aux États-Unis, il convient d'étendre aux initiateurs non bancaires de prêts hypothécaires les notes d'orientation bancaire de 2006 et 2007 sur les bonnes pratiques de prêt. La coordination entre régulateurs bancaires pourrait également être renforcée en trouvant une solution à l'éclatement des divers organismes réglementaires. Des mécanismes pourraient également être

envisagés pour veiller à ce que les initiateurs conservent une participation financière dans les prêts qu'ils lancent.

La gestion des liquidités des institutions financières est un autre domaine dont les faiblesses ont contribué à la crise. Il est désormais évident que plusieurs facteurs ont sans doute incité les institutions financières à ne pas se protéger suffisamment contre des revers de liquidités; c'est là une situation qu'il importe de corriger.

S'agissant des institutions financières, plusieurs enseignements importants se dégagent de la crise, dont les suivants :

- **Gestion des risques de liquidité.** Les sociétés devront intégrer des fluctuations de prix («gapping») et des mouvements de corrélation plus prononcés dans leurs modèles de risques de marché, en procédant à des ajustements des mesures de risque le cas échéant. De meilleurs tests de résistance pourraient être réalisés sur des périodes plus longues d'illiquidité de financement et des plans de secours améliorés. Les investisseurs pourraient voir avec plus de transparence les modalités de gestion des risques de chaque société.
- **Hypothèses plus réalistes de liquidité des valeurs structurées complexes.** Le recours à des titres fortement structurés en guise de garanties a été source de problèmes durant la crise. La disponibilité, dans les bilans, de plus d'actifs hautement liquides pouvant servir de garanties pourrait permettre aux institutions d'avoir un meilleur accès aux sources de financement durant les périodes de tension.

Les régulateurs et les contrôleurs financiers doivent analyser plus activement les questions liées à la gestion des liquidités et aux orientations de contrôle, et envisager d'autres améliorations à apporter aux dispositifs réglementaires.

- **Renforcement des directives internationales applicables aux liquidités.** Le groupe de travail du Comité de Bâle sur les liquidités a déjà entrepris d'étudier les moyens de renforcer les directives existantes en la matière, et il serait souhaitable que cette revue soit promptement menée à terme. L'utilisation de monnaies multiples pour le financement des banques actives au plan mondial semblerait préconiser une démarche plus unifiée dans la gestion des liquidités à l'échelle internationale.
- **Suivi des pratiques exemplaires.** Une meilleure méthode de suivi des progrès vers l'adoption de «pratiques exemplaires» de gestion des liquidités (par exemple, celles recommandées par le Comité de Bâle, le *Joint Forum* et l'*Institute of International Finance*) pourrait contribuer à prévenir les lacunes parmi les institutions. Si les progrès sont insuffisants, il pourrait être nécessaire de mettre en place un système de type «pilier 2» en vertu duquel les organes de contrôle seraient tenus de veiller à ce que les banques disposent de systèmes adéquats de gestion des liquidités, de marges de liquidités suffisantes et de dispositifs d'intervention bien formulés.

Les autorités monétaires doivent, elles aussi, revoir leurs pratiques opérationnelles à la lumière de la crise. Celle-ci a exigé des injections de liquidités sans précédent dans le marché interbancaire et le recours à des instruments jusque-là inutilisés. Les banques centrales devraient désormais converger vers des politiques éprouvées durant la crise pour améliorer le

fonctionnement des marchés interbancaires et mieux répartir leur liquidité. Parmi les politiques à envisager à cet égard, il convient de mentionner les suivantes :

- **Un plus large éventail de garanties.** Pour être en mesure d’agir rapidement, les banques centrales doivent pouvoir fonctionner à partir d’un large éventail de garanties, éventuellement en acceptant des garanties remises auprès de plusieurs d’entre elles. Elles devront cependant avoir des principes bien établis d’évaluation de ces garanties pour ne pas prendre de risques excessifs de crédit ou de liquidité dans leur propre bilan.
- **Un vaste groupe de contreparties.** Les banques centrales devraient constituer, en périodes normales, un vaste réseau de contreparties bancaires admises à recevoir leurs liquidités en périodes de difficultés. Si ce groupe était modifié en période de crise, cela risquerait de donner l’impression que certaines banques reçoivent un traitement préférentiel, même si elles présentaient de nouvelles garanties acceptables.
- **Structure des échéances des liquidités.** Il convient de souligner l’utilité de mettre en place des règles de fonctionnement qui permettent de fournir des liquidités à des échéances différentes. Pour modifier le profil des échéances du bilan d’une banque centrale il faut toutefois une communication à l’appui qui établisse le lien avec la stratégie de politique monétaire.
- **Meilleure coordination dans la supervision financière.** Les banques centrales et les autres contrôleurs des institutions financières pourraient entretenir des relations plus étroites et améliorer les échanges d’information entre elles pour mieux anticiper les difficultés de liquidité et de solvabilité. Les

banques centrales doivent s'assurer un accès continu aux informations sur les différentes banques pour pouvoir juger en toute indépendance de la santé des contreparties potentielles.

- **Responsabilité et exécution de la supervision.** Les instances de contrôle doivent être dotées de ressources et de compétences légales suffisantes. Par exemple, si telle ou telle institution est responsable devant une multiplicité de régulateurs ou de contrôleurs, le risque d'ambiguïté et d'arbitrage s'en trouve accru. Il est donc préférable que les responsabilités liées au contrôle et aux mesures d'exécution applicables à une même institution relèvent d'un seul organe. L'échange d'informations et la coordination au plan international entre ces instances devraient également être renforcés.

En résumé, les domaines auxquels les intervenants privés et les pouvoirs publics doivent accorder une plus grande attention sont assez nombreux. Pour sa part, le Fonds monétaire international peut promouvoir de manière plus active les pratiques exemplaires de gestion des crises financières et de la liquidité des banques centrales. Ces questions sont traitées dans les programmes d'évaluation du secteur financier (PESF) du FMI, et l'institution intensifiera son travail pour les inclure également dans ses conseils de politique économique au plan bilatéral et multilatéral.

La crise n'étant pas encore surmontée, les enseignements que nous pouvons en tirer n'ont encore rien de définitif. Cependant, certaines questions doivent être traitées de manière urgente, le rétablissement de la confiance dans les institutions financières devant être une priorité. D'autres questions devront faire l'objet d'une réflexion et d'un travail plus

approfondis afin de réduire dans toute la mesure du possible les conséquences involontaires des réglementations ou des pratiques de contrôle.

Point de presse pour le Chapitre 2
Finance structurée : évaluation et information
Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR), avril 2008

Principaux points

- **Les lacunes des pratiques d'évaluation et d'information en matière de produits financiers structurés ont contribué à l'ampleur et à la durée de la crise financière actuelle, causant par la même une sérieuse crise de confiance et de financement.**
- **Dans de nombreux cas, les investisseurs ont sous-estimé les risques associés à ces produits structurés complexes, n'ont pas respecté les règles de vigilance et s'en sont remis excessivement aux évaluations des agences de notation.**
- **Le périmètre des risques observé par les établissements financiers (c'est-à-dire l'évaluation des risques liés à leurs activités) n'a pas pris adéquatement en compte les risques présentés par les entités hors bilan, telles que les véhicules d'investissement structurés et les conduits de papier commercial.**
- **Les projets de réforme devraient viser à combler les lacunes et les failles des cadres comptables et réglementaires sans pour autant entraver l'innovation financière et le bon fonctionnement des marchés.**

La crise financière qui a commencé à la fin juillet 2007 a mis en relief les faiblesses sous-jacentes de nouveaux instruments financiers structurés d'une grande complexité, ainsi que des marchés, modèles et cadre de réglementation connexes. Cette crise a suscité beaucoup d'incertitude quant à l'évaluation comptable des actifs financiers et aux risques encourus par les établissements financiers au titre notamment de leurs engagements hors bilan. Il en est résulté une incertitude durable au sujet des contreparties et de la qualité de leur bilan.

Le chapitre se concentre sur deux facteurs à l'origine des remous financiers. Il examine tout d'abord les pratiques de comptabilité et d'évaluation des produits financiers structurés. Il analyse ensuite les incitations commerciales et réglementaires qui ont contribué au développement rapide de ces produits dans le contexte des systèmes de gestion des risques des établissements financiers. Enfin, comme les agences de notation jouent un rôle important dans l'évaluation et la structuration de ces produits, le chapitre examine la méthodologie utilisée pour établir les notations.

Les auteurs du chapitre ont détecté des failles, ainsi que des lacunes potentielles, dans chacun de ces domaines. Tout d'abord, l'expérience récente a montré que l'application de la comptabilité basée sur la juste valeur peut contribuer à accentuer les baisses de prix lorsqu'il existe des seuils (imposés par la réglementation ou fixés par les établissements financiers eux-mêmes) auxquels des actifs doivent être vendus lorsque la valeur juste tombe en dessous

du seuil. Ensuite, les établissements financiers ont créé, hors bilan, des entités juridiques (telles que les véhicules d'investissement structurés et les conduits de papier commercial) sans faire face aux risques connexes. Le périmètre de consolidation des risques s'est avéré beaucoup trop restreint pour permettre une évaluation appropriée des risques, qui sont restés opaques aux yeux des investisseurs et des responsables de la réglementation. L'accord de Bâle II sur les fonds propres traite un grand nombre de ces lacunes réglementaires, mais des failles subsistent. De plus, les effets procycliques des «déclencheurs» de la comptabilité basée sur la juste valeur et des normes de fonds propres de Bâle II risquent de se renforcer mutuellement, donc d'exacerber un ralentissement économique.

Ce chapitre contient des recommandations, dont certaines sont déjà en cours d'examen, à l'intention tant des pouvoirs publics que du secteur privé.

Secteur privé :

- **La normalisation de certains produits financiers titrisés** pourrait aider les investisseurs à mieux appréhender les risques et accroître la liquidité en développant un marché secondaire. Cette normalisation pourrait également faciliter le développement d'une plateforme de compensation qui mutualiserait les risques de contrepartie liés à ces types de produits hors-cote.
- Outre **un système de notation différencié pour les produits de crédit structurés**, les agences de notation devraient communiquer aux investisseurs davantage d'informations analytiques sur la sensibilité potentielle de leurs notations.
- Il convient d'**accroître la transparence sur les initiateurs des produits** en communiquant aux investisseurs des informations suffisantes et faciles à comprendre — notamment sur les actifs sous-jacents, les hypothèses d'évaluation et la sensibilité des évaluations à ces hypothèses — qui leur permettraient de mieux mesurer les risques liés aux produits.
- **Les établissements financiers qui abritent des risques dans des entités hors bilan devraient communiquer, à intervalles réguliers et en temps opportun, des informations globales**, notamment sur l'ampleur de ces opérations et leur sensibilité aux risques de crédit, de marché et de liquidité, ainsi que sur l'évolution de l'exposition de l'établissement à ces risques.

Pouvoirs publics :

- **Il convient de pallier les faiblesses de la pratique de la comptabilité basée sur la valeur juste.** À cet effet, il faudrait revoir les règles qui ont pour effet de déclencher des ventes forcées lorsque la juste valeur tombe sous un seuil. Il convient aussi de réexaminer dans quelle mesure les «déclencheurs» de juste valeur sont encouragés ou imposés par la réglementation ou les directives des instances de contrôle.

- **Il est possible de combler les lacunes du cadre existant en apportant des améliorations au dispositif de Bâle II et en faisant preuve de prudence dans son application.** Le chapitre contient deux suggestions à ce sujet. D'une part, accorder une plus grande attention au pilier 3, consacré au suivi du marché et à la communication d'informations fiables aux investisseurs et aux autorités de contrôle. D'autre part, élaborer, à l'intention des autorités, des recommandations plus précises, sur les transferts de risques de crédit hors bilan dans le cadre du pilier 2, ainsi que sur le réexamen des pondérations en fonction des risques relatives aux lignes de crédit préventives dans le cadre du pilier 1.

Point de presse pour le chapitre 3
Illiquidité de marché et de financement : la mutualisation des risques
Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR), avril 2008

Principaux points

- **Durant la crise actuelle, les tensions sur la liquidité de marché et la liquidité de financement présentent des liens d'interdépendance complexes, accentuant ainsi leurs effets respectifs, au point de créer une spirale descendante d'illiquidité.**
- **La conjoncture favorable de ces dernières années a incité de nombreuses sociétés financières à se soucier moins de la gestion des risques de liquidité, vu leur dépendance à l'égard des sources de financement de gros. Elles ne se sont pas suffisamment « assurées » contre d'éventuels revers de liquidités à l'échelle du système et ont implicitement compté sur l'intervention des banques centrales face aux besoins urgents.**
- **Les sociétés doivent donc s'attaquer avec plus de détermination à la gestion des risques de liquidité. Les tests de résistance doivent notamment être plus rigoureux et les contrôleurs devraient veiller à ce que les grandes sociétés puissent tenir longtemps sans accéder aux marchés de gros.**
- **Les banques centrales ont logiquement innové pour améliorer la répartition des liquidités et le fonctionnement de marchés interbancaires. La crise montre combien il importe qu'elles puissent fournir des liquidités assorties de diverses échéances à un vaste réseau de contreparties, en s'appuyant sur un large éventail de garanties.**

Comme la crise ne se limitait plus à un problème de financement des conduits et véhicules d'investissement structurés (SIV), et qu'elle entraînait une compression généralisée de la liquidité interbancaire, il est apparu qu'un certain nombre de banques accusaient des carences dans la gestion des liquidités. Par ailleurs, face à l'assèchement des marchés de financement certaines banques centrales ont dû opérer des interventions sans précédent pour relâcher les tensions sur le marché monétaire interbancaire.

Le chapitre 3 examine le lien entre la liquidité de marché (celle qui permet de vendre ou d'acheter un actif avec une légère variation de prix) et **la liquidité de financement** (celle qui permet à une institution solvable d'effectuer les paiements convenus en temps et en heure). Il passe également en revue les interventions effectuées par plusieurs banques centrales. À partir de cette analyse, il tire quelques conclusions stratégiques.

Le défi immédiat consiste à diminuer la durée et la gravité de la crise. La première priorité est de réduire les incertitudes et de rehausser la confiance dans les systèmes financiers des marchés matures. Certaines mesures peuvent être adoptées par le secteur privé sans réglementation formelle. D'autres — lorsque le problème relève des biens publics et qu'il exclut donc une solution purement privée — exigeront l'intervention du secteur officiel.

Domaines où le secteur privé pourrait améliorer ses pratiques :

- De tests de résistance plus rigoureux devraient être réalisés sur des périodes plus longues d'illiquidité de financement et des plans de secours améliorés. Les investisseurs et les contreparties pourraient voir avec plus de transparence les modalités de gestion des risques de chaque société, surtout en ce qui a trait aux engagements de prêt implicites envers des entités hors-bilan.
- Les institutions devraient expliquer leur stratégie globale de gestion des risques de liquidité. Elles pourraient, par exemple, signaler la durée nominale pendant laquelle elles parviendraient à tenir sans recourir au marché de gros, en précisant les hypothèses sous-jacentes.
- Avec un plus grand volume d'actifs très liquides pouvant servir de garanties, les institutions devraient avoir un meilleur accès aux sources de financement durant les périodes de tension. Elles devraient en outre opérer une gestion rapprochée des asymétries de trésorerie et des concentrations de sources de financement.

Domaines où le secteur officiel devrait envisager d'intervenir :

- Les contrôleurs devraient veiller davantage à ce que les banques soient dotées d'un bon système de gestion des risques de liquidité et d'une solide structure de gouvernance. S'ils estiment que les risques ne sont pas suffisamment bien gérés, ils devraient pouvoir exiger des marges plus importantes de fonds propres ou de liquidités.
- En veillant davantage à ce que les sociétés progressent vers de saines pratiques de gestion des liquidités, le secteur officiel pourrait contribuer à corriger les carences de certaines d'entre elles. Si les progrès étaient insuffisants, des moyens plus classiques pourraient être nécessaires pour parer aux risques de liquidité (par exemple, niveau minimum de détention d'actifs liquides).
- Dans le souci de réagir promptement à la crise, les banques centrales ont été amenées à injecter des liquidités en prenant un large éventail de garanties. Elles devront cependant avoir des principes bien établis d'évaluation des garanties pour éviter tout risque excessif de crédit ou de liquidité.
- Les banques centrales devraient constituer, en périodes normales, un vaste réseau de contreparties bancaires admises à recevoir leurs liquidités en périodes de difficultés.
- Les banques centrales devraient avoir une certaine latitude pour offrir des liquidités d'échéances diverses.
- Les banques centrales doivent s'assurer un accès continu aux informations sur les différentes banques pour pouvoir juger en toute indépendance de la santé des contreparties potentielles. Il faut en outre renforcer l'échange d'informations et la coordination entre instances réglementaires au plan international.