

Focus

Dix mots-clés pour comprendre la crise

Les turbulences constatées depuis le mois de juillet sur les marchés mondiaux constituent, pour de nombreuses innovations financières, le premier véritable test. Qu'avons-nous appris ? Cela peut se résumer en dix mots-clés permettant de mettre en évidence les problèmes ou les défis.

Liquidité

- Compte tenu de l'abondance de la liquidité dans l'environnement macroéconomique actuel, il semble paradoxal de devoir faire face à une crise de liquidité dans certains compartiments des marchés financiers mondiaux, y compris ceux considérés comme les plus liquides (marché interbancaire). Ce paradoxe n'est qu'apparent car il renvoie en fait à des concepts différents.
- Ainsi, la liquidité macroéconomique, c'est-à-dire la quantité d'actifs monétaires disponibles dans l'économie, se distingue de la liquidité de marché, c'est-à-dire la capacité de ce dernier à absorber des ventes d'actifs rapidement et sans baisse significative des prix. Alors que la première est permanente et résulte de phénomènes économiques de moyen terme, la liquidité de marché est plus fragile ; elle a besoin, pour exister, de la confiance dans la qualité des actifs échangés ou dans celle des contreparties et peut, à défaut, se tarir soudainement.
- La liquidité de marché apparaît, en revanche, comme un déterminant de plus en plus important de la liquidité bancaire, c'est-à-dire de la capacité des banques à pouvoir faire face à leurs engagements ou à pouvoir dénouer ou compenser leurs positions. Le recours accru des banques aux financements de marché et l'importance de leurs engagements de hors bilan ont en effet accentué la volatilité de la liquidité bancaire, entraînant une dépendance plus grande des banques vis-à-vis de la fourniture de liquidité par la banque centrale lors des périodes de turbulences.
- D'une façon générale, les turbulences récentes ont montré qu'un système fondé sur des financements de marché est plus vulnérable aux assèchements brutaux de liquidité qu'un système fondé sur l'intermédiation bancaire ne l'est aux traditionnelles ruées sur les dépôts bancaires, même si ces dernières peuvent toujours se produire en l'absence d'un système de garantie adéquat.

Transparence

- La période de turbulences sur les marchés a confirmé que la transparence est essentielle au fonctionnement de ceux-ci : sans un degré suffisant de transparence, la moindre baisse de crédibilité d'un acteur du marché peut compromettre la confiance.
- Même si les nouvelles réglementations, telles que Bâle II et les normes comptables internationales (IFRS), permettront d'accroître de façon significative les exigences en matière de diffusion de l'information et d'améliorer ainsi la discipline de marché, un renforcement supplémentaire des obligations de transparence vis-à-vis des autorités de régulation et des investisseurs continue de faire débat. Certaines informations de base, telles que la taille globale des marchés de la titrisation, ainsi que d'autres plus détaillées, relatives notamment aux actifs sous-jacents des « conduits » ABCP (*asset-backed commercial paper*) et des CDO (*collateralised debt obligations*), auraient dû être à la disposition des autorités et du marché.
- Mais le manque de transparence doit-il être tenu pour l'unique responsable des turbulences sur les marchés ? Des analystes considèrent, en effet, que la crise a également mis en évidence certaines lacunes en matière de vigilance de la part des participants de marché. Pour tirer les leçons de la crise, nous devons aussi réfléchir, dans une optique de renforcement de la discipline de marché à plus long terme, à la responsabilité et à la capacité des investisseurs, en fonction notamment de leur niveau de sophistication, de procéder à leur propre évaluation des risques associés aux produits dans lesquels ils investissent.

Valorisation

- Sur un marché financier, il est essentiel que le volume de transactions permette d'effectuer rapidement toute nouvelle opération aux prix affichés sur ce marché. Or, pour de nombreux produits complexes, la nature épisodique des transactions ne permet pas de disposer d'un marché secondaire à part entière qui fournisse de réels prix « de marché ». En l'absence de transactions effectives, le substitut que serait la valorisation sur la base d'un modèle (*mark to model*) peut donner une fausse impression de la liquidité pour de nombreux compartiments de marché ou produits, l'illusion ne disparaissant qu'avec la survenance de la crise.
- L'exemple des CDO d'ABS (*asset-backed securities*), dont la valeur s'est effondrée en raison des écarts importants entre les prix de marché et les prix estimés par les modèles ainsi qu'entre les estimations des différents modèles, souligne la nécessité de revoir en profondeur la question de la valorisation. Cela est d'autant plus vrai et important que de tels actifs ont été logés dans certains portefeuilles, tels que ceux des fonds communs de placement, dont la valeur devait être calculée et publiée très fréquemment.
- La prise en compte des risques de modèle et de liquidité est très importante dans la valorisation des produits complexes. La plupart des modèles de valorisation actuels, ainsi que les éventuels prix observés sur des marchés peu liquides, ne reflètent pas correctement les phénomènes d'assèchement de liquidité ou de forte hausse des niveaux de corrélation survenant en période de crise et de volatilité extrême des marchés. Il est donc nécessaire d'intégrer davantage les principaux facteurs de risque dans la valorisation des produits complexes. À cet égard, il convient de s'interroger sur les moyens à mettre en œuvre pour inciter suffisamment les gestionnaires de risques à intégrer ces risques de perte extrême dans leurs modèles de simulation de crise.

Transferts du risque de crédit

- D'un côté, les mécanismes de transferts du risque de crédit (*credit risk transfer* – CRT) ont fonctionné et les risques de crédit ont réellement été répartis entre de nombreux acteurs et différentes régions du monde. On pourrait même avancer qu'ils ont permis de circonscrire, malgré la faillite de nombreux établissements spécialisés, ce qui aurait pu devenir une crise majeure du système bancaire aux États-Unis où est née la crise des crédits hypothécaires à risque.
- Mais, de l'autre côté, ces mécanismes produisent beaucoup d'incertitudes liées au principe même d'un transfert, en particulier s'agissant de la localisation des risques et des pertes dont la découverte revêt un caractère désordonné. Ainsi, nombre d'investisseurs ont découvert que des risques importants avaient été transférés à des entités – les conduits ABCP et les véhicules d'investissements structurés (*structured investment vehicle* – SIV) – ayant adopté des stratégies agressives d'exposition au risque de crédit et procédé à de la transformation en finançant leurs actifs à long terme par des engagements à court terme. Or, ces entités sont beaucoup moins bien armées que les banques pour faire face à une détérioration du risque de crédit et à une crise de liquidité en période de tension, ce qui a renforcé les inquiétudes des investisseurs.
- L'amélioration de la transparence relative aux mécanismes de transfert du risque de crédit est donc indispensable.

La surveillance du risque de crédit

- Dans un monde où l'intermédiation financière était plus forte qu'aujourd'hui, il était tenu pour acquis que les prêteurs étaient naturellement fortement encouragés à examiner minutieusement la situation des emprunteurs et à suivre attentivement la qualité de leur portefeuille de crédits. Dans le modèle actuel d'« octroi puis cession » du crédit (*originate and distribute model*), les banques sont moins incitées à conduire un tel examen du risque. En outre, avec le fractionnement du risque résultant du processus de titrisation et l'intervention de prêteurs non bancaires, aucun acteur de la chaîne n'est suffisamment incité à surveiller attentivement la qualité du crédit pendant toute la durée de vie de ce dernier.

- Cette situation explique pourquoi la dégradation des crédits hypothécaires à risque n'a pas été rapidement prise en compte par les détenteurs finaux des risques. Il est, par conséquent, essentiel pour restaurer la confiance de renforcer auprès de tous les acteurs de la chaîne de titrisation les incitations à surveiller le risque de crédit, du débiteur initial jusqu'au détenteur final du risque. Si tel n'était pas le cas, la responsabilité du suivi de la qualité du crédit de l'ensemble du système pourrait alors échoir aux seules agences de notation.

Réglementation

- Le modèle actuel, consistant à octroyer le crédit puis à le céder, ainsi que l'accroissement du nombre de prêteurs non bancaires tendent à réduire les incitations au contrôle de la qualité des crédits. Deux voies de réflexion devraient être privilégiées pour remédier aux conséquences potentielles de cette évolution. D'une part, les autorités pourraient réexaminer le champ des acteurs devant relever de la réglementation bancaire. Celle-ci ne peut en effet être totalement efficace que si son champ d'application est cohérent avec ses objectifs, en particulier la prévention des crises. De ce point de vue, le principe du transfert du risque de crédit au sein du système est-il conciliable avec le maintien d'une proportion importante de crédits initiés par des établissements peu ou pas réglementés comme c'est le cas, par exemple, aux États-Unis ? D'autre part, il convient de s'interroger sur les mesures réglementaires à mettre en place pour que les prêteurs primaires soient systématiquement incités à se préoccuper davantage de la qualité des crédits qu'ils accordent même si leur intention est de les céder rapidement.
- Enfin, les évolutions récentes du marché interbancaire ont confirmé l'importance déterminante de la liquidité pour garantir la stabilité financière. Tandis que la réglementation bancaire relative à la solvabilité a connu récemment des modifications profondes avec Bâle II, devenant ainsi plus sensible au risque et mieux adaptée au niveau de sophistication des institutions financières, la réglementation de la liquidité devrait être à son tour améliorée pour mieux refléter le risque de financement des établissements.

Agences de notation

- Elles sont de nouveau en première ligne, en raison du conflit d'intérêts intrinsèque lié au fait qu'elles sont rémunérées par les émetteurs pour fournir un service aux investisseurs. Peuvent-elles concilier les deux termes de l'équation ? Leur implication accrue dans la conception même des produits structurés a, par ailleurs, intensifié les craintes de dysfonctionnements potentiels.
- Ont-elles présenté avec une transparence suffisante les différences entre la notation d'un titre de dette et celle d'un « produit structuré » ? L'utilisation d'un symbole différent, ou une mise en garde relative à la plus forte volatilité de la notation des produits structurés, aurait sûrement aidé les investisseurs à ne pas investir aveuglément dans de tels instruments notés AAA.
- Une dernière question consiste à savoir dans quelle mesure il convient de remédier à l'étroitesse du périmètre des risques visés par la notation, qui en particulier n'intègre pas le risque de liquidité alors même que ce dernier est l'un des principaux risques auxquels les détenteurs de produits structurés sont exposés.

Hedge funds

- Jusqu'ici, le secteur d'activité des *hedge funds* est apparu relativement épargné par la crise, même si, selon des informations ponctuelles, certains fonds ont connu de graves difficultés. Il se peut qu'ils aient tiré les enseignements des « mouvements de panique » auxquels ils avaient été exposés lors de crises précédentes (1998).
- À cet égard, la mise en place de périodes d'immobilisation des fonds investis (*lock-up period*) et de « barrières à la sortie » favorise la stabilisation de la situation des *hedge funds* dans les périodes de tensions, puisque le capital investi est « contraint » d'y rester pour pouvoir absorber le cas échéant les chocs.

Réintermédiation

- Une fois de plus, la crise a montré que le fait de sortir certains actifs des bilans bancaires ne signifie pas pour autant que les banques ne soient plus exposées aux risques associés à ces derniers. Au contraire, l'expérience montre que, compte tenu de différents liens qu'il est aisé de ne pas prendre en compte dans une conjoncture favorable (garanties de crédit, lignes de liquidité, risque de réputation, etc.), les banques doivent en fait assumer ces risques dès que la situation se détériore. Les gestionnaires des risques devront donc en tirer la leçon pour l'avenir.
- Ainsi, non seulement les actifs non performants tendent à revenir au bilan des banques en période de crise, mais les actifs performants peuvent également faire l'objet d'un processus de « réintermédiation » si les emprunteurs considèrent que les incertitudes sont trop fortes sur les marchés. Un tel processus peut se traduire par un besoin de financement supplémentaire pour les banques et une augmentation de leurs exigences en fonds propres prudentiels.
- Cette réintermédiation pourrait être d'autant plus forte que le marché de la gestion d'actifs est important et que, à l'avenir, la demande des trésoriers et des ménages en produits bancaires traditionnels pourrait s'accroître au détriment des placements dans les organismes de placements collectif en valeurs mobilières (OPCVM) monétaires dynamiques.

Protection des investisseurs

- La tendance actuelle sur les marchés financiers les plus développés consiste à élargir le champ des produits accessibles à un maximum d'investisseurs. En conséquence, les fonds d'investissement, dont les parts sont acquises par de nombreux particuliers, ont investi de plus en plus dans des produits complexes et risqués.
- Cette période de turbulences nous donne une bonne occasion de peser les avantages et les inconvénients que présente l'accès d'investisseurs non avertis à des produits complexes. La transparence est-elle suffisante pour assurer le bien-fondé des décisions de la plupart des ménages ? Ne doit-on pas strictement encadrer leur accès à certains produits complexes ?

Incontestablement, des leçons devront être tirées de ces turbulences financières. Mais, à ce stade, beaucoup de questions sont encore ouvertes. Il faudra donc attendre d'avoir le recul nécessaire pour prendre les décisions appropriées.