



Faire face à la crise des marchés financiers

Les marchés financiers sont à nouveau dans la tourmente. Après plusieurs années de calme relatif, le retournement du marché des crédits hypothécaires à risque aux États-Unis a plongé ses acteurs dans une incertitude et une appréhension qui ont gagné de nombreux pays, y compris certains pays émergents¹. Plusieurs pays développés ont réagi par des mesures énergiques. Dans un premier temps, les banques centrales ont procédé à des injections massives de liquidités pour apaiser les marchés financiers, tandis que les gouvernements s'attelaient au sauvetage de certaines banques. Dans un deuxième temps, la Réserve fédérale des États-Unis a abaissé son taux directeur de 50 points de base (18 septembre), faisant naître l'espoir que les banques centrales étaient prêtes à intervenir pour stabiliser l'économie réelle et empêcher une panique financière.

Bien que ces mesures aient effectivement réussi à stabiliser le marché interbancaire, plusieurs observateurs ont critiqué l'action de la Réserve fédérale et de la Banque centrale européenne, estimant que les autorités monétaires auraient dû adopter une ligne dure comme la Banque d'Angleterre l'avait fait initialement (avant de changer de position pour empêcher une ruée des épargnants sur une grande banque britannique). Ces critiques invoquent quatre arguments: i) les banques centrales ne devraient pas sauver les acteurs financiers qui ont engrangé des profits considérables en s'engageant dans des opérations à risque; ii) les banques qui ont besoin de prêts d'urgence devraient être sanctionnées par des taux d'intérêt plus élevés; iii) les banques centrales ne devraient pas accepter des titres de moindre qualité comme garantie, même pendant une crise; et iv) la faiblesse des taux d'intérêt aux États-Unis au début des années 2000 étant la principale cause de la bulle immobilière, la baisse des taux risque d'avoir pour seul effet d'en créer une autre et d'aggraver la situation.

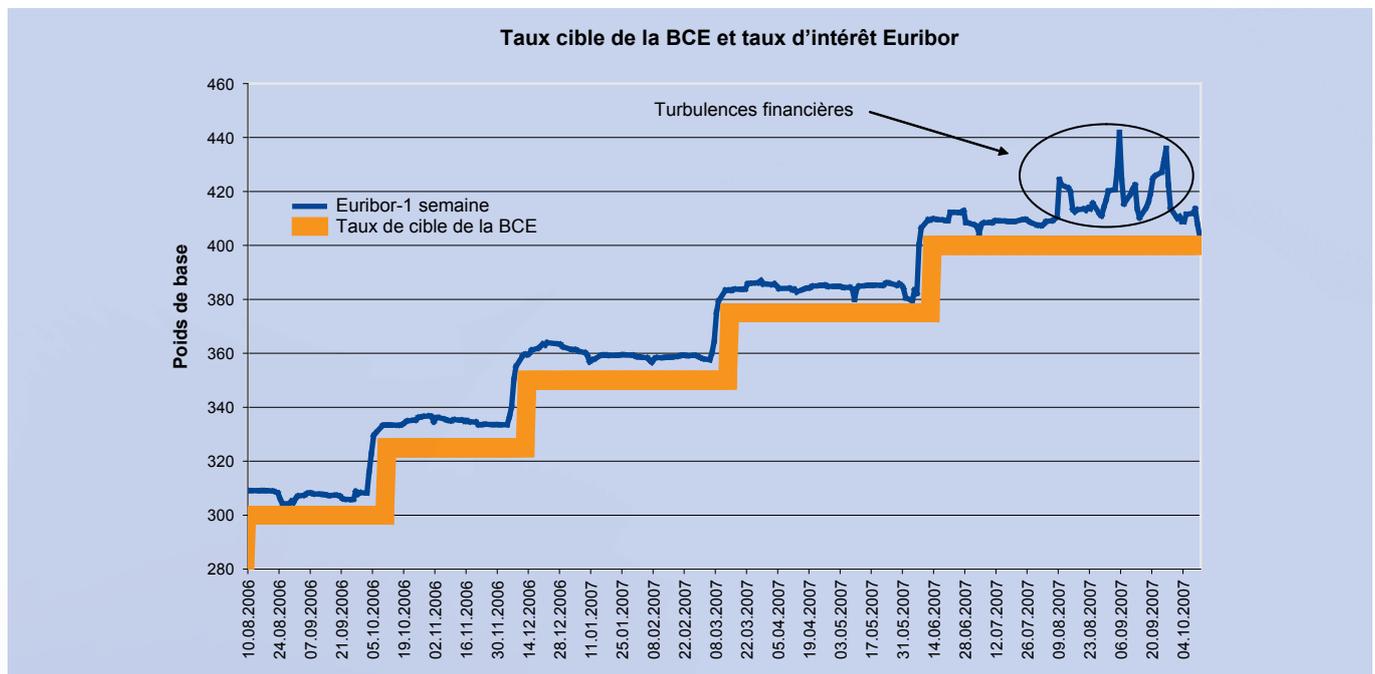
Si, à première vue, ces critiques peuvent sembler justifiées, les arguments sur lesquels elles s'appuient sont contestables. Premier argument: ce n'est pas parce que l'on injecte des liquidités dans le marché pour stabiliser le taux directeur (voir fig.) que l'on sauve les banques. Les pertes

consécutives à des prêts à risque apparaîtront au bilan des banques, même si la banque centrale s'efforce d'éviter les dommages collatéraux en apportant de l'argent frais à un marché monétaire exsangue. **L'apport de liquidités a pour but de combattre l'instabilité excessive du taux cible** et non de sauver les banques. Deuxième argument: **une hausse soudaine des taux d'intérêt à court terme pénaliserait l'ensemble des acteurs du marché monétaire**, et non pas uniquement ceux qui se sont lancés dans des opérations de prêt à haut risque.

Troisième argument: le fait d'accepter des créances de moindre qualité est un autre moyen de stabiliser les taux à court terme. Toutefois, venir au secours des épargnants d'une banque en particulier, comme cela s'est fait au Royaume-Uni, est plus discutable, car une telle intervention risque d'engendrer précisément le type d'aléa moral qui a conduit les acteurs du marché à s'engager dans des opérations excessivement risquées. Cela étant, venir en aide aux épargnants d'une banque en difficulté n'est pas la même chose que sauver ses propriétaires et ses dirigeants. Un établissement bancaire ne sort pas indemne d'une perte de confiance, même si le gouvernement intervient pour protéger les épargnants privés.

Pour ce qui est du quatrième argument, la baisse des taux d'intérêt pendant une période de tourmente financière se justifie si celle-ci menace d'avoir des répercussions sur l'économie réelle et de compromettre directement l'objectif de la banque centrale en matière d'emploi ou indirectement son objectif en matière d'inflation. Aux États-Unis, le marché immobilier est l'un des principaux piliers de l'économie, et le danger d'un soudain affaiblissement de ce secteur influe inévitablement sur la manière dont la banque centrale évalue le risque. **En outre, rien ne permet d'affirmer que la politique monétaire des États-Unis a été trop laxiste après l'éclatement de la bulle Internet.** Par rapport à la position dogmatique et plutôt restrictive adoptée par la Banque centrale européenne en matière monétaire à l'époque et à l'incapacité de la Banque centrale japonaise de sortir du piège des taux d'intérêt zéro face à une dé-

¹ Voir CNUCED, Recent developments on global financial markets (TD/B/54/CRP.2, 28 septembre 2007). Pour un examen plus global des incidences de ces événements sur le développement, voir CNUCED, Rapport sur le commerce et le développement, 2007 (UNCTAD/TDR/2007, numéro de vente F.07.II.D.11).



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Thomson Financial Datastream et la Banque centrale européenne.

flation prolongée, les mesures énergiques d'abaissement des taux mises en place par la Réserve fédérale ont joué un rôle positif pour stabiliser l'économie mondiale.

Si la réponse à court terme s'est révélée pour l'essentiel adéquate, les choix à long terme qui incombent aux pays développés comme aux pays en développement exigent une réflexion plus large et plus approfondie. **La crise actuelle est manifestement due à un manque de transparence**, et ce, principalement, parce qu'au lieu de répartir les risques d'une manière transparente, conformément à la théorie économique, les acteurs financiers ont procédé à la titrisation d'actifs à risque sans évaluer clairement ce risque. Par ailleurs, les agences de notation ne comprenaient pas ces produits structurés et le fait qu'ils soient rarement échangés sur les marchés financiers a conduit à une situation où même leur valeur approximative n'était pas connue.

C'est pourquoi les mesures de long terme devraient viser à rendre les produits structurés plus transparents. La tâche n'est pas facile parce que ces produits sont, par nature, complexes. Deux questions au moins devraient néanmoins être examinées au niveau multilatéral:

- **Le rôle des agences de notation:** les agences de notation, dont la mission devrait être de résoudre les problèmes d'information et de renforcer la transparence, **semblent avoir fait l'inverse et opacifié le marché**. Elles jouent un rôle ambigu dans la mesure où les règlements en vigueur accordent une place importante à la notation pour déterminer quels actifs peuvent être détenus par telle ou telle catégorie d'intermédiaires financiers. Par ailleurs, **les agences de notation ne sont pas pleinement soumises aux règles de transparence qui les**

obligeraient à plus d'exactitude. Une réforme du rôle de ces agences dans l'évaluation d'instruments financiers complexes s'impose si l'on veut renforcer la transparence. Les partisans de règles fondées sur le marché estiment qu'il serait possible d'éliminer les conflits d'intérêt en supprimant la notation comme critère déterminant les classes d'actifs qui peuvent être détenues par les institutions réglementées. D'autres sont favorables à la **création d'un organisme de réglementation qui superviserait le fonctionnement des agences de notation** et certifierait que les actifs notés AAA présentent effectivement une probabilité minimale de défaillance.

- **Asymétries d'échéances dans les institutions financières non bancaires:** les récentes turbulences résultent en partie des asymétries d'échéances dans les entités non bancaires auxquelles leur banque mère garantit des liquidités. Les banques ont, notamment, essayé d'accroître leurs profits et de se soustraire aux exigences de fonds propres imposées par l'accord de Bâle en créant des véhicules d'investissement hors bilan qui faisaient d'importants bénéfices en transformant des passifs à court terme en actifs à long terme. Or, comme ces véhicules d'investissement reposaient sur des asymétries d'échéances, les banques mères ont dû intervenir pour leur fournir les liquidités dont ils ont eu besoin lorsque le marché des billets de trésorerie adossés à des actifs s'est effondré. C'est ainsi que la crise de liquidité, apparue en dehors du secteur bancaire, s'y est immédiatement propagée. **L'association entre des établissements bancaires et des entités faiblement réglementées, susceptibles de transmettre des problèmes de liquidité et de solvabilité au système bancaire, devrait faire l'objet d'une interdiction ou d'une information absolument transparente.**