

## VII. Le système financier dans les économies avancées

### Faits marquants

La période examinée s'est caractérisée par des tensions généralisées dans le système financier des économies avancées.

Plusieurs années de croissance et de rentabilité accrue des entreprises financières ont pris brutalement fin en 2007 lorsque des difficultés provenant essentiellement d'expositions sur l'immobilier résidentiel se sont propagées à travers tout le système financier. Des défaillances à répétition sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) ont entraîné d'énormes dépréciations dans les portefeuilles de titrisation d'actifs immobiliers de nombreux établissements. La situation s'est détériorée par vagues successives après l'été, quand de nombreuses institutions ont eu du mal à se financer sur l'interbancaire. La dégradation a été ponctuée par la quasi-faillite de quelques gros établissements, qui a amené le secteur public à intervenir pour éviter les retombées systémiques d'un effondrement désordonné.

La gravité des tensions et la vitesse avec laquelle elles se sont propagées ont constitué un important test de la solidité de multiples structures innovantes introduites dans le système financier ces dernières années ; elles ont aussi souligné le degré d'interconnexion des marchés et des établissements. Ce qui était, à l'origine, un problème spécifique à un segment du marché hypothécaire américain est devenu source de pertes, dans le monde entier, pour les établissements détenant des titres s'y rattachant. L'incertitude concernant l'ampleur et la répartition des pertes a été accrue par la complexité des nouvelles structures utilisées dans le processus de titrisation. L'aversion pour le risque a entraîné un désengagement qui a tari la liquidité et mis à jour les faiblesses des modes de financement de divers acteurs du système financier.

Comme de nombreux établissements cherchent maintenant à remédier à la faiblesse de leur bilan et que l'environnement macroéconomique continue de s'assombrir, un renversement du cycle du crédit aura vraisemblablement des effets négatifs durables. L'évolution de la situation dépendra avant tout des interactions dynamiques entre le système financier et la macroéconomie. Une contraction du crédit résultant des efforts des entreprises financières pour protéger leurs fonds propres pourrait prolonger la période de faible rentabilité en affectant la dépense globale, l'activité économique et la qualité des actifs. Les répercussions pourraient s'étendre au-delà des frontières, car les systèmes bancaires affaiblis ont tendance à réduire leur exposition internationale. Outre ses conséquences conjoncturelles, cette période de vives tensions annonce également des changements structurels. Les établissements financiers s'appliquent à réviser les hypothèses qui les avaient conduits à adopter un modèle centré sur l'octroi de prêts, puis leur cession via la

titrisation. Pour leur part, les autorités révisent les aspects du dispositif prudentiel qui n'ont pas fonctionné comme prévu.

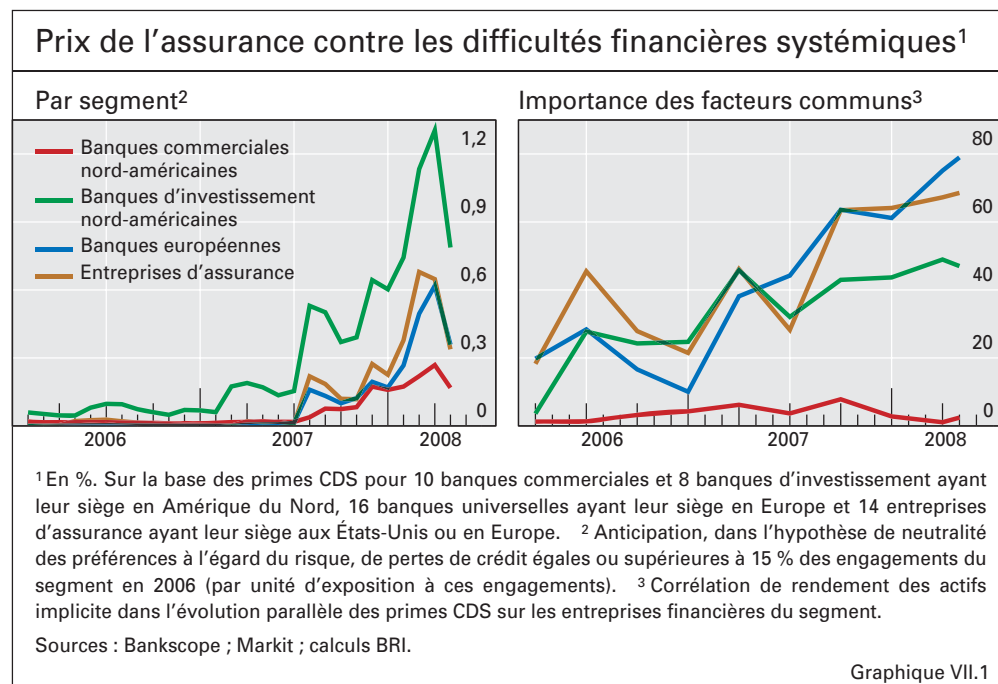
## Tensions dans le système financier

La persistance et la complexité des turbulences...

Les turbulences ont affecté, à des degrés divers, les acteurs de pratiquement tous les segments du système financier des économies avancées. Elles se sont révélées à la fois plus persistantes et plus complexes que lors des précédents épisodes de tensions. Les intervenants et les autorités ont été surpris par l'ampleur de leur propagation entre établissements et marchés, et par l'efficacité limitée des instruments habituellement mis en œuvre pour y remédier. Le coût de l'assurance contre de fortes baisses de valeur des actifs des plus grands établissements financiers constitue une mesure des réévaluations de la probabilité de risque systémique par les intervenants ainsi que de leur degré d'aversion pour le risque. Un indicateur de ce coût tiré des primes CDS (*credit derivative swaps*, contrats dérivés sur défaut) a atteint un sommet sans précédent durant l'été 2007, et il est resté élevé, jusqu'à la fin de la période examinée, dans tous les segments du système financier (graphique VII.1). Cette envolée peut être attribuée au fait que les intervenants parvenaient à une perception plus aiguë du risque de défaillance et qu'ils considéraient que ce risque résultait de facteurs touchant tous les segments.

...accroissent la perception des risques pesant sur tous les acteurs

Cette période de vives tensions s'est caractérisée par trois éléments interdépendants. Premièrement, les taux de défaillance sur prêts à l'immobilier résidentiel ont été bien supérieurs aux anticipations contenues dans la tarification des prêts. Deuxièmement, l'incapacité de nombreux participants à comprendre pleinement des montages financiers opaques en raison de leur structure complexe a rendu l'évaluation des expositions malaisée. Lorsque les établissements se sont empressés de réévaluer les risques présents dans



leur bilan, ils ont pris conscience de la sensibilité des valorisations aux modifications des hypothèses sur lesquelles reposaient leurs modèles de valorisation. Troisièmement, l'incertitude des intervenants quant à l'ampleur des pertes sous-jacentes et à leur répartition au sein du système s'est traduite par un assèchement de la liquidité, qui, à son tour, a aggravé les incertitudes sur les prix et rendu les conditions de financement de plus en plus difficiles.

### Banques commerciales

Les banques commerciales et universelles ont été parmi les établissements les plus touchés par les tensions. Les dépréciations d'actifs liées aux expositions sur les prêts hypothécaires américains ont largement entamé leur rentabilité. Les bénéfices des banques pour 2007, année de la première vague de dépréciations, stables dans le meilleur des cas, ont diminué dans la plupart des pays (tableau VII.1).

La nette détérioration des bénéfices des banques aux États-Unis a reflété une dégradation générale des grandes composantes de leur revenu. Les marges d'intérêt ont diminué, tandis que les charges d'exploitation augmentaient, après plusieurs années de maîtrise des coûts. Tous les indicateurs de coût du crédit se sont tendus. Les provisions pour créances irrécouvrables ont connu leur plus fort accroissement depuis vingt ans, en raison des problèmes des marchés hypothécaires et, peut-être, dans l'anticipation du ralentissement progressif de l'activité économique ainsi que la hausse des taux de défaillance. Malgré cela, les provisions ne se sont pas accrues au même rythme que les créances douteuses, de sorte que le ratio de couverture est tombé au-dessous de 1 pour la première fois depuis 1993.

Forte baisse des bénéfices pour les banques des États-Unis...

Grandes banques : rentabilité <sup>1</sup>													
En % du total de l'actif moyen													
		Bénéfice avant impôt			Provisions pour créances irrécouvrables			Marge d'intérêt			Charges d'exploitation		
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Autriche	(3)	0,85	1,64	1,29	0,30	0,38	0,28	1,64	1,90	2,24	2,10	2,40	2,40
Australie	(4)	1,52	1,62	1,67	0,14	0,13	0,15	1,92	1,96	2,01	1,70	1,64	1,63
Canada	(5)	1,01	1,32	1,27	0,10	0,10	0,14	1,79	1,64	1,68	3,00	2,56	2,57
Suisse	(6)	0,66	0,87	0,31	0,00	0,00	0,01	0,63	0,53	0,45	1,67	1,73	1,70
Allemagne <sup>2</sup>	(7)	0,38	0,55	0,28	0,06	0,07	0,04	0,65	0,68	0,52	0,96	1,32	0,98
Espagne	(5)	1,15	1,51	1,65	0,23	0,33	0,41	1,55	1,78	1,94	1,70	1,91	1,96
France	(5)	0,76	0,87	0,41	0,06	0,06	0,09	0,93	0,76	0,47	1,47	1,43	1,28
Royaume-Uni	(8)	0,87	0,97	0,67	0,23	0,27	0,23	1,23	1,26	0,94	1,59	1,70	1,36
Italie	(4)	1,23	1,12	0,88	0,23	0,26	0,25	1,95	1,93	1,71	2,34	2,34	2,01
Japon <sup>2</sup>	(13)	0,66	0,67	0,50	0,12	0,15	0,13	0,89	0,97	0,75	1,05	1,15	0,80
Pays-Bas	(4)	0,58	0,57	0,38	0,05	0,10	0,10	1,09	1,17	0,99	1,29	1,48	1,37
Suède	(4)	0,90	1,06	0,98	0,01	-0,03	0,01	1,03	1,08	1,07	1,07	1,11	1,07
États-Unis	(11)	1,93	1,82	1,02	0,20	0,20	0,56	2,72	2,50	2,47	3,44	3,12	3,51

<sup>1</sup> Chiffres établis selon les normes IFRS ; entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon. <sup>2</sup> Chiffres établis par combinaison des principes comptables nationaux généralement reconnus et de ceux généralement reconnus aux États-Unis.  
Sources : Bankscope ; FitchRatings.

Tableau VII.1

...de Suisse et  
d'Allemagne

En Europe, la situation a été plus nuancée. Les bénéfices ont diminué dans l'ensemble, mais les charges d'exploitation, dans plusieurs pays, ont poursuivi la baisse observée ces dernières années. Les provisions sont restées stables dans la plupart des pays, et la perte de rentabilité semble plus étroitement liée à une baisse des marges d'intérêt. Celle-ci a pu être provoquée par un recours croissant aux financements de marché et de gros, dont le prix est généralement plus sensible aux variations de la courbe des rendements que les dépôts de petite clientèle. Les banques espagnoles ont constitué l'exception, puisqu'elles ont connu une hausse de leurs bénéfices, y compris au titre des marges d'intérêt, malgré une nette augmentation de leurs provisions. Les bénéfices des établissements suisses et allemands ont très nettement chuté, alors même que leurs provisions restaient assez stables, sans doute parce que les tensions ont essentiellement pénalisé leurs portefeuilles de titres plutôt que leurs prêts. En France, la découverte de la plus grande fraude attribuable à un *trader* (€4,9 milliards) a mis en relief des faiblesses dans les contrôles internes, sans toutefois mener à l'implosion de l'établissement.

Au Royaume-Uni, des problèmes de financement ont conduit à la nationalisation d'un établissement...

Les banques du Royaume-Uni ont annoncé d'importantes dépréciations d'actifs du fait de leur exposition à l'immobilier américain, mais elles n'ont pas déclaré de fortes pertes sur l'année. Toutefois, lorsque les difficultés de Northern Rock à financer son portefeuille de prêts hypothécaires sur le marché monétaire de gros sont apparues au grand jour, une vague de retraits par les petits déposants a fourni une illustration des difficultés au sein du système bancaire. La détérioration rapide de la liquidité de Northern Rock a provoqué l'intervention des autorités prudentielles nationales, qui a d'abord pris la forme d'une injection de liquidités contre remise de sûretés non liquides. Finalement, l'établissement a dû être nationalisé afin de le préserver, dans l'attente d'une

### Grandes banques : ratios de fonds propres et de liquidité<sup>1</sup>

		Fonds propres de base/ actifs pondérés des risques			Créances douteuses/ total des actifs			Prêts nets/total des dépôts		
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Autriche	(3)	7,7	8,9	8,1	2,3	2,1	1,8	56,4	58,1	63,2
Australie	(4)	7,5	7,2	6,8	0,1	0,2	0,2	88,3	89,8	85,1
Canada	(5)	9,9	10,4	9,6	0,3	0,2	0,2	58,3	56,2	57,2
Suisse	(4)	11,7	11,7	9,8	0,2	0,2	0,1	25,2	26,1	27,3
Allemagne	(7)	8,4	8,4	8,0	1,0	0,6	0,8	36,2	30,4	25,4
Espagne	(5)	7,9	7,6	7,9	0,5	0,5	0,6	69,9	76,7	76,1
France	(4)	8,1	7,9	7,4	1,2	1,2	1,3	32,3	36,5	25,8
Royaume-Uni	(7)	7,5	7,9	7,6	0,8	0,7	0,8	54,8	54,5	51,1
Italie	(4)	4,7	5,0	6,6	4,0	3,2	3,1	42,7	49,6	70,9
Japon	(10)	7,3	7,9	7,4	1,1	1,0	0,9	53,1	55,1	62,5
Pays-Bas	(4)	10,4	9,4	10,0	0,6	0,6	0,4	54,1	55,8	55,1
Suède	(4)	7,1	7,2	7,1	0,4	0,4	0,3	71,7	74,2	74,9
États-Unis	(11)	8,4	8,6	8,0	0,3	0,3	0,6	63,4	63,6	61,5

<sup>1</sup> Moyenne pondérée par le total des actifs des banques, en % ; entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon.

Source : Bankscope.

Tableau VII.2

amélioration des conditions de marché. Pour éviter un nouveau vent de panique chez les déposants, le gouvernement a annoncé qu'il garantissait tous les dépôts auprès de banques britanniques. Les autorités du Royaume-Uni ont également entamé une révision en profondeur des dispositifs institutionnels pour le traitement des banques en grande difficulté.

Les banques du Japon ont vu leurs bénéfices décroître pendant la période examinée, mais elles ont été moins affectées par les turbulences que leurs homologues d'Europe et d'Amérique du Nord. Le ratio créances douteuses/actifs a continué de baisser, mais les provisions n'ont guère diminué, surtout en raison d'expositions envers des sociétés de crédit à la consommation. Pour les établissements japonais globalement, les ratios de fonds propres n'ont pas trop souffert et leur accès aux financements n'a pas été mis en cause, grâce notamment à leur importante base de dépôts.

...alors que, au Japon, les banques ont été moins affectées par les turbulences

### *Banques d'investissement*

Les banques d'investissement ont certainement été les plus affectées par les turbulences. Les bénéfices ont chuté de façon spectaculaire et plusieurs d'entre elles ont été contraintes de procéder à d'importantes augmentations de capital. La quasi-faillite de l'un des plus gros établissements de Wall Street a marqué un point particulièrement bas. Mais, par ailleurs, les soutiens de liquidité fournis à ce secteur par les autorités américaines signalent un changement d'attitude qui pourrait avoir des répercussions à long terme sur l'architecture de la surveillance prudentielle.

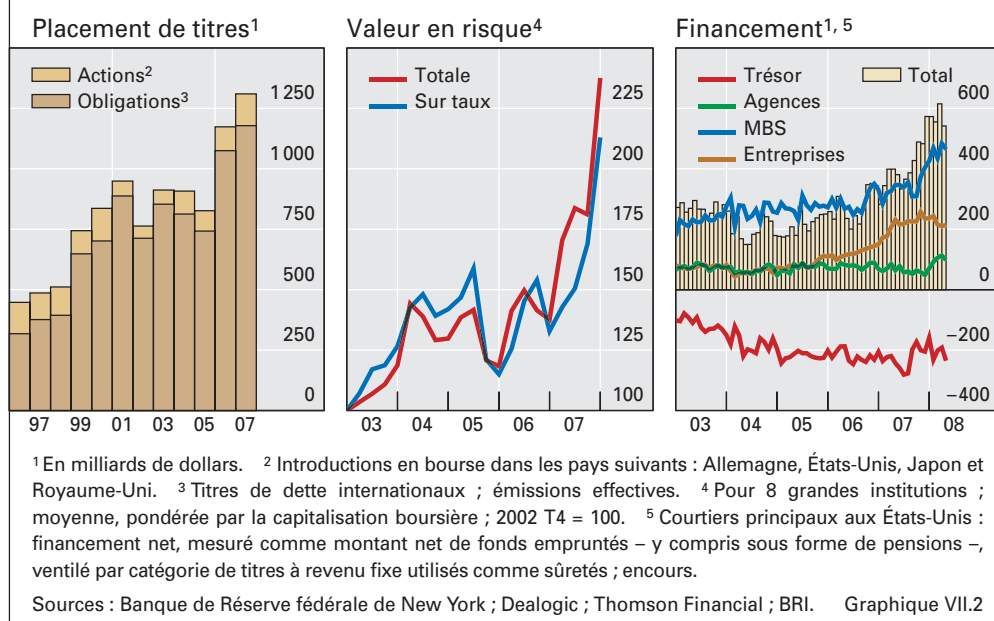
Les graves difficultés des banques d'investissement...

Pour les banques d'investissement, la rentabilité a fortement baissé après août 2007. Sur l'année, le rendement des fonds propres des plus grands établissements des États-Unis et d'Europe a chuté à respectivement 7,4 % et 4,6 % environ, soit moins d'un tiers des sommets de 2006 ; quelques établissements ont même enregistré des résultats négatifs. Cet effondrement des résultats s'explique essentiellement par des pertes sur expositions aux titres adossés à des hypothèques, des prêts à la consommation et des dérivés connexes. Les revenus des activités de négociation ont diminué de moitié en raison des effets des turbulences sur de nombreux marchés de titres. En revanche, les bénéfices ont été généralement soutenus par les revenus provenant de la gestion de patrimoine ainsi que par des commissions sur introductions en bourse et conseil en fusions-acquisitions, du moins jusqu'en fin d'année (graphique VII.2). Ces deux lignes de métier ont, en effet, donné des signes clairs d'affaiblissement au premier trimestre 2008, de nombreuses introductions en bourse étant même annulées.

De par la nature de leurs activités, les banques d'investissement sont plus exposées à des conditions de marché défavorables que les banques commerciales. Elles ont un volant de fonds propres moins important et prennent volontiers plus de risques. Ne recevant pas de dépôts de petite clientèle, elles se reposent davantage sur les marchés des capitaux pour lever des fonds et sont plus tributaires du bon fonctionnement des marchés monétaires pour gérer leurs liquidités à court terme. Pendant les turbulences financières, l'incertitude de leurs contreparties concernant l'ampleur et la répartition de leurs expositions envers des catégories d'actifs dont la valeur

...dus à une forte exposition aux risques de contrepartie et de liquidité...

## Banques d'investissement : indicateurs d'activité et de risque



diminuait a entraîné une forte pénurie de liquidités. Les établissements non adossés à un groupe comportant des activités de banque commerciale ont été les plus touchés. La gravité des problèmes de financement a conduit la Réserve fédérale à ouvrir exceptionnellement ses facilités aux maisons de titres qui sont également courtiers principaux pour ses opérations de marché (chapitre IV). Les banques d'investissement y ont eu largement recours, présentant leurs MBS (*mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques) pour obtenir des titres d'État qu'elles ont pu mettre en pension afin de se refinancer (graphique VII.2, cadre de droite).

...ont incité les autorités à engager des actions de grande ampleur

La quasi-faillite de Bear Stearns a constitué un moment clé de cette période prolongée de difficultés du système financier. Ce grand établissement de Wall Street s'est retrouvé au cœur des événements, dès le début des turbulences, en raison de son rôle majeur dans la titrisation des prêts hypothécaires. À l'été 2007, il s'est senti obligé de soutenir des fonds alternatifs lui appartenant, qui avaient enregistré d'importantes pertes sur expositions aux prêts hypothécaires à risque. En mars 2008, la liquidité de l'établissement s'est détériorée rapidement, de sorte que la Réserve fédérale a dû intervenir. Elle a utilisé une forme d'action jamais mise en œuvre depuis la Grande Dépression : elle a d'abord accordé un prêt à Bear Stearns par l'intermédiaire d'une banque commerciale, puis elle a fourni à cette dernière des financements et des garanties pour lui permettre une prise de contrôle totale quelques jours plus tard. Cette action exceptionnelle avait pour but d'éviter un dénouement désordonné des importantes positions de Bear Stearns sur les marchés au comptant et dérivés, qui aurait aggravé les incertitudes et le manque de liquidité du marché. Les préoccupations concernaient tout particulièrement les expositions découlant des fonctions de Bear Stearns comme teneur de marché pour les CDS et intermédiaire pour les pensions tripartites. La détermination dont ont fait preuve les autorités

pour stabiliser la situation a aidé à dissiper le sentiment négatif des participants et elle a entraîné une baisse des marges et des primes de risque (graphique VII.1; chapitre VI). Mais, par ailleurs, la nature non conventionnelle des mesures prises a soulevé des questions quant à leur effet à long terme sur les incitations données aux établissements. La volonté démontrée par les autorités d'étendre le filet de sécurité de la banque centrale aux banques d'investissement, même dans les circonstances les plus extrêmes, risque d'avoir des répercussions sur l'architecture de la surveillance prudentielle de ces établissements, qui ne sont pas soumis au contrôle de la banque centrale.

### *Entreprises d'assurance*

Dans l'ensemble, les entreprises d'assurance ont moins souffert des turbulences que les établissements bancaires. Elles ont, pour la plupart, enregistré des résultats positifs, et les revenus tirés des primes sont restés solides. Hormis les rehausseurs de crédit, elles n'étaient généralement pas exposées envers les catégories d'actifs les plus touchés par les perturbations. D'importantes dépréciations de portefeuilles liés aux crédits hypothécaires chez quelques-unes des plus grandes entreprises d'assurance ont été gérables, à de rares exceptions près, et ne se sont pas traduites par des problèmes de liquidité comme pour les banques.

Pour l'assurance multirisque, l'absence de grandes catastrophes naturelles a contribué à comprimer le coût des sinistres et à soutenir les bénéficiaires et les ratios de fonds propres. Pour l'avenir, cependant, la fréquence de plus en plus élevée des risques naturels de moindre ampleur peut laisser penser que les estimations de coûts devront être revues à la hausse.

Le segment le plus touché a été celui des rehausseurs de crédit, qui, à l'origine, fournissaient des garanties surtout aux obligations des collectivités locales et ont peu à peu étendu leurs activités aux produits structurés. L'effondrement de ces produits a entraîné des déboursements plus importants que prévu, ce qui a mis à rude épreuve le bilan des rehausseurs, qui s'appuie sur un fort levier financier. En conséquence, leur notation a été remise en question et la valorisation de leurs obligations a chuté (graphique VI.8, cadre de gauche). Certains, parmi les plus petits, ont été déclassés et d'autres ont été obligés de rechercher des apports en capital pour conserver leur note AAA, cruciale pour le maintien de leur activité. Les problèmes qu'ils ont rencontrés pour lever des capitaux ont amené les autorités prudentielles à intervenir afin d'éviter des répercussions sur les autres segments du marché obligataire et sur les autres entreprises financières.

### *Investisseurs à effet de levier*

Le secteur des investisseurs à effet de levier a, lui aussi, souffert des tensions dans le système financier, quoique de manière essentiellement indirecte. Les teneurs de marché et les bailleurs de fonds ont réagi à l'affaiblissement des bilans et à la baisse des bénéfices en resserrant les conditions de financement. En conséquence, les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement ont dû adapter leur prise de risques au renchérissement des ressources.

Résilience générale  
du secteur de  
l'assurance...

...mais  
difficultés pour  
les rehausseurs de  
crédit à fort levier  
financier

Avec le  
durcissement  
des conditions  
de financement...

Alors que les turbulences sont nées des fonds alternatifs associés à de grosses banques d'investissement, les résultats du secteur ont été assez solides, dans un premier temps. En 2007, les rendements sont, pour la plupart, demeurés généralement supérieurs à ceux de 2006 pour les diverses familles de fonds, à l'exception majeure de la catégorie à revenu fixe, qui a enregistré une baisse régulière (graphique VII.3). Sur l'année, la collecte a été du même ordre de grandeur que les années précédentes, pour toutes les familles.

...l'activité des fonds alternatifs a fini par fléchir...

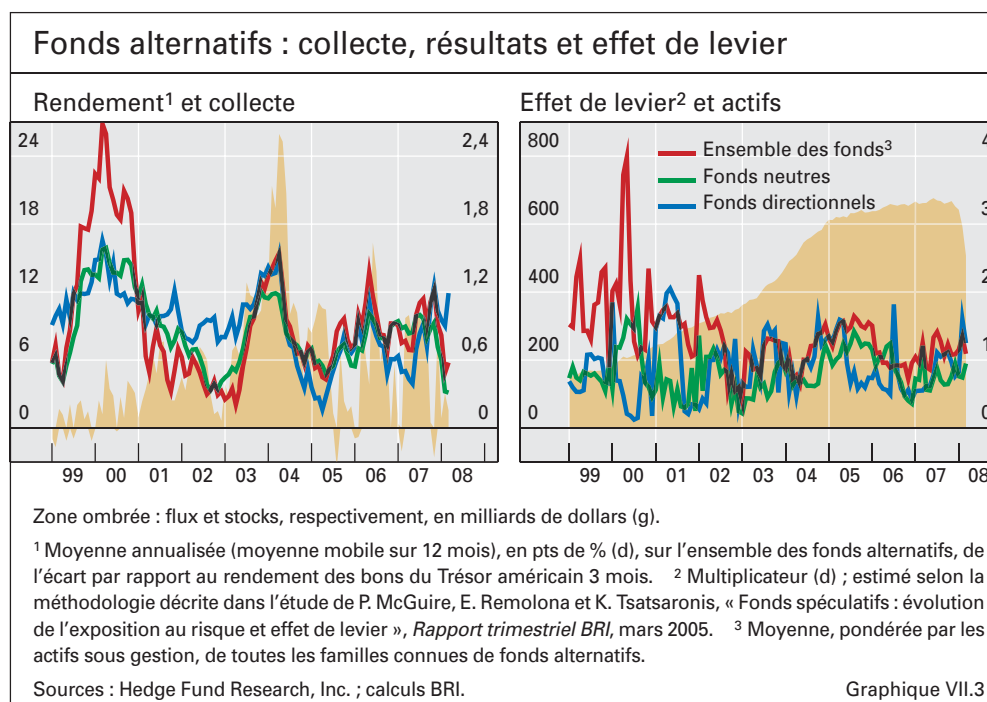
Durant les premiers mois de 2008, un environnement de marché difficile a été la source de résultats bien souvent décevants pour les fonds alternatifs, qui ont incité les investisseurs à se retirer. À cela s'est ajoutée la volonté des sociétés de courtage de réduire leur exposition en multipliant leurs appels de marge et en durcissant les conditions de financement. De nombreux fonds, notamment ceux de second rang, ont eu du mal à conserver leurs positions ouvertes et ont été forcés de liquider une partie de leur portefeuille.

...tandis que les tensions montaient sur les fonds de capital-investissement...

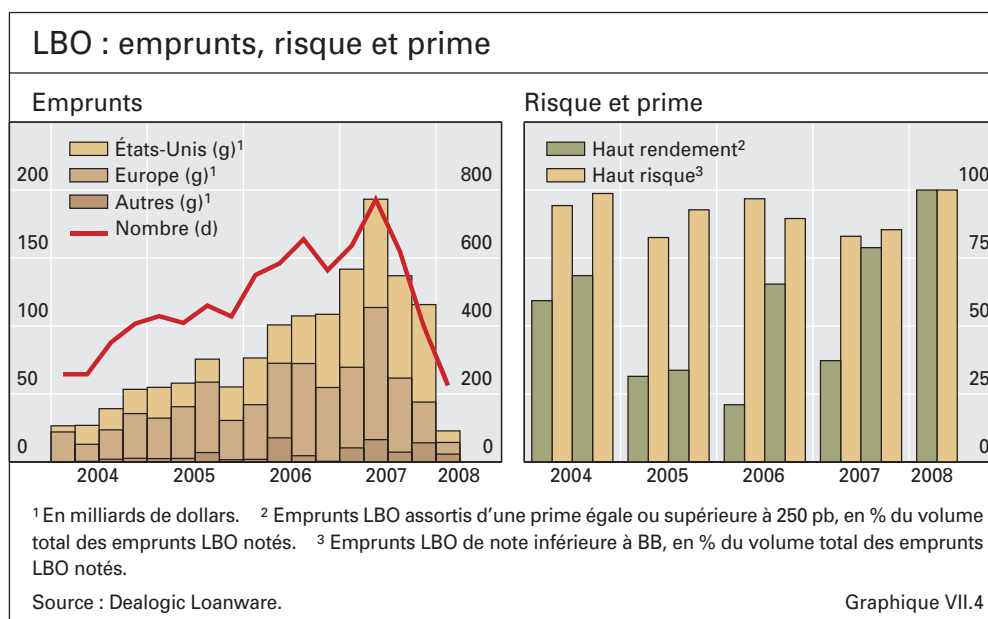
Les fonds de capital-investissement ont subi de fortes tensions durant la période examinée, en raison du resserrement des conditions de financement et de la raréfaction des opportunités de placement. La collecte avait été telle, ces dernières années, que les ressources n'avaient pas pu être placées selon les critères stratégiques de ces fonds. Les investissements de portefeuille en titres structurés ont entraîné d'importantes pertes pour quelques fonds de capital-investissement et la faillite retentissante d'une entité, associée à un grand fonds de capital-investissement, qui venait d'être introduite en bourse.

...entraînant une contraction du marché des LBO

Les financements de LBO (*leveraged buyouts*, rachats d'entreprise avec effet de levier) ont fortement diminué au second semestre 2007 et pratiquement stoppé au premier trimestre 2008 (graphique VII.4). Les prêteurs, qui ne désiraient pas conserver ces prêts dans leur portefeuille et trouvaient







de plus en plus difficile de les titriser en phase d'aversion pour le risque, ont donc cessé de les octroyer, pour ne pas encore accroître leurs risques de crédit et de concentration.

#### *Rôle des marchés immobiliers dans les dépréciations d'actifs*

L'évolution du marché immobilier a joué un rôle déterminant dans l'apparition et la dynamique des turbulences financières. Les expositions aux prêts immobiliers américains, surtout à leur segment à risque, ont été la principale source de pertes directes sur les portefeuilles de prêts hypothécaires et indirectes sur les portefeuilles de titres adossés à ces prêts. L'orientation future du marché immobilier pourrait aussi constituer un facteur clé de l'évolution générale.

Le ralentissement des marchés immobiliers...

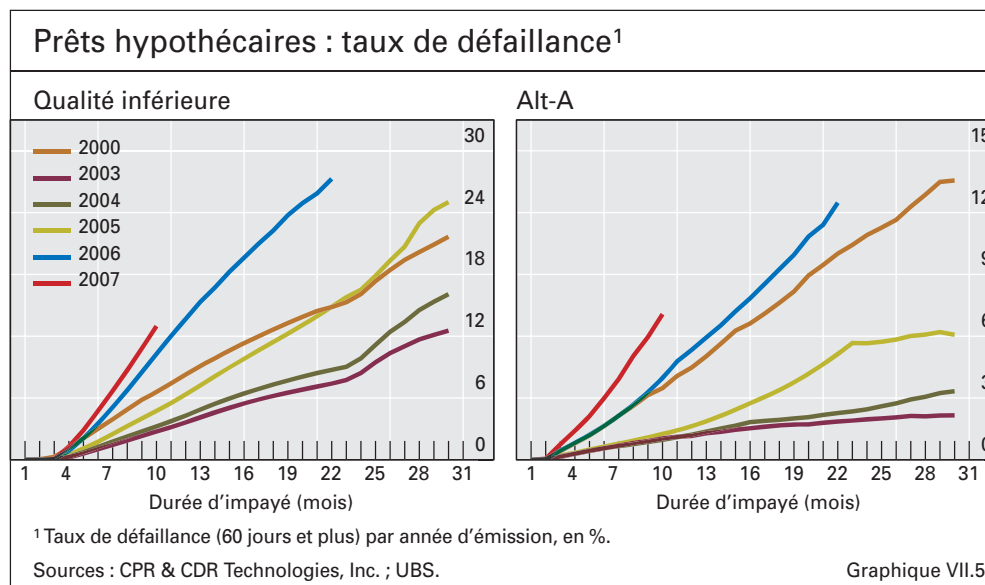
La plupart des dépréciations d'actifs déclarées par les établissements financiers ont été liées à une baisse de valeur de leurs portefeuilles liés à des hypothèques. Les pertes comptabilisées depuis août 2007 ont été très importantes (tableau VII.3), sous l'effet conjugué d'une hausse du taux de défaillance sur dette hypothécaire et d'une dévalorisation massive des

...a causé de fortes dépréciations d'actifs dans les établissements financiers...

Dépréciations liées aux <i>subprime</i> et levée de capitaux <sup>1</sup>				
	Dépréciations			Capitaux levés <sup>2</sup>
	Total <sup>2</sup>	% du bénéfice <sup>3</sup>	% du capital <sup>4</sup>	
Banques commerciales <sup>5</sup>	197	102	21	169
Banques d'investissement <sup>6</sup>	64	163	24	37

<sup>1</sup> Données à mi-mai 2008. <sup>2</sup> En milliards de dollars. <sup>3</sup> Bénéfice avant impôt en 2007 (2006 pour 2 banques commerciales). <sup>4</sup> Banques commerciales : fonds propres de base en 2007 ; banques d'investissement : total des fonds propres. <sup>5</sup> Les 20 principaux établissements. <sup>6</sup> Les 5 principaux établissements.

Sources : Bankscope ; Bloomberg. Tableau VII.3



portefeuilles de titres hypothécaires. L'ampleur des pertes a poussé un grand nombre d'établissements à lever de nouveaux capitaux en vue d'assainir leur bilan.

Sur le marché hypothécaire des États-Unis, les taux de défaillance étaient montés, en septembre 2007, à 3,1 % pour les prêts de qualité et à 16 % pour les prêts à risque. Parmi ces derniers, les plus récents ont affiché des taux bien plus hauts, ce qui révèle un relâchement progressif des conditions d'octroi pendant le boum de l'immobilier (graphique VII.5).

L'augmentation des défaillances a déclenché une réévaluation des hypothèses sur lesquelles reposait la valorisation des titres hypothécaires. Le bas niveau des primes sur créances hypothécaires titrisées reflétait en partie l'opinion que les emprunteurs fortement endettés n'auraient pas de difficulté à se refinancer ou à vendre leur bien sur un marché immobilier en pleine expansion, évitant ainsi de coûteuses procédures de saisie. En outre, la valorisation des produits structurés liés à des hypothèques s'appuyait sur l'hypothèse optimiste d'une relation étroite entre défaillances et facteurs de risque « systématique ». En conséquence, la perception d'un accroissement des risques a entraîné d'importants abaissements de la note de crédit des MBS et une nette diminution de la valeur de marché des produits structurés connexes.

Deux caractéristiques des produits structurés ont amplifié les baisses de prix. Premièrement, la répartition des flux de revenus entre investisseurs est régie par une structure complexe. La titrisation consiste à redistribuer les risques en les concentrant sur les tranches de rang inférieur. Le faible taux de pertes attendues sur les tranches supérieures est toutefois obtenu au prix d'une plus grande sensibilité aux hypothèses de valorisation sous-jacentes. Deuxièmement, les marchés secondaires de ces titres étant peu liquides, les valorisations étaient de plus en plus fondées sur les prix à l'émission des nouvelles générations de structures semblables ou sur des modèles, plutôt que sur des informations actualisées concernant les créances sous-jacentes. Lorsque la demande de nouveaux titres s'est tarie et que les hypothèses

...et une révision des modèles de valorisation

La complexité des structures a amplifié les dépréciations

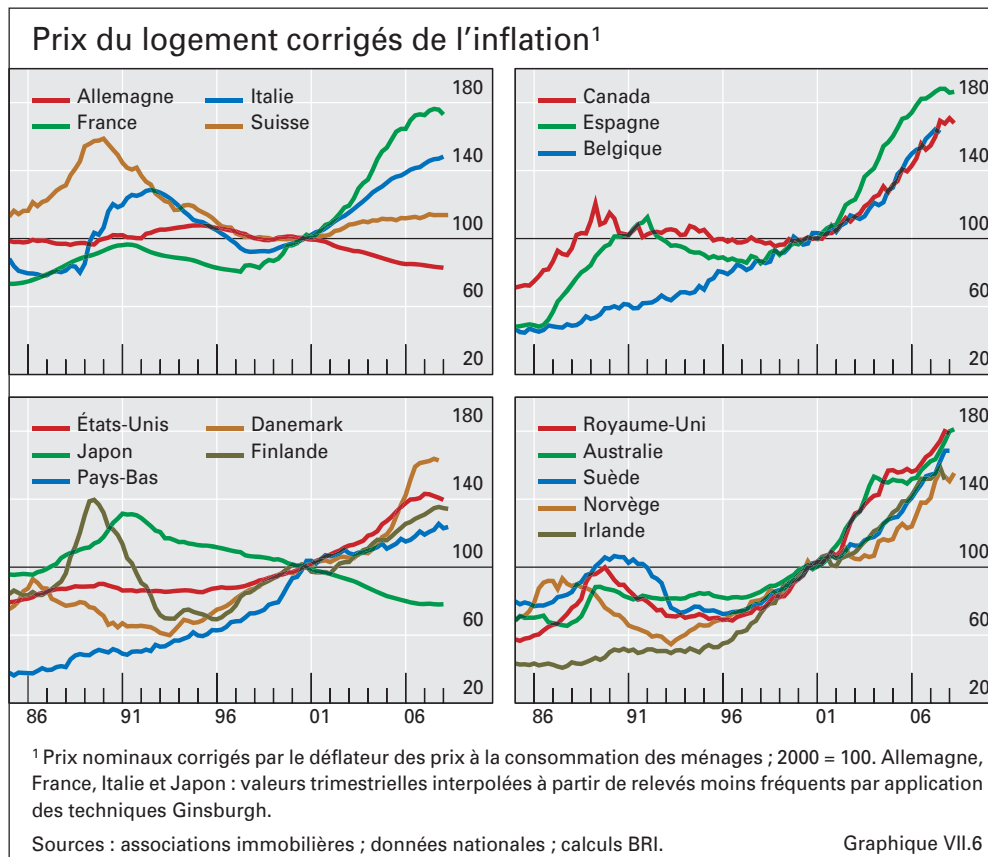
initiales sur les prix ont dû être révisées, la nature non linéaire des rendements et des risques a nécessité des ajustements très importants des valorisations comptabilisées. Ceci explique pourquoi les dépréciations déclarées par les établissements financiers ont été beaucoup plus élevées que les pertes effectives sur les prêts hypothécaires eux-mêmes.

Les tendances du marché immobilier ont été les éléments déterminants du retournement du cycle actuel. L'ascension des prix de l'immobilier résidentiel s'est interrompue pendant la période examinée (graphique VII.6). Dans la plupart des pays, ils se sont stabilisés ou n'ont progressé qu'à un rythme nettement ralenti. Aux États-Unis, ils ont diminué. Le repli de l'indice national masque toutefois une importante disparité entre marchés locaux. Les zones ayant connu les augmentations de prix les plus rapides ces dernières années sont aussi celles où ils ont le plus chuté dernièrement. En outre, les indices les plus représentatifs des grandes métropoles et des biens financés par des hypothèques importantes ou insuffisamment documentées affichent des baisses de prix de l'ordre de 12 % l'an. Plus généralement, l'atténuation du renchérissement peut être attribuée surtout à une contraction de la demande de logements, après un boum récent de la construction dans certains pays. La montée des taux hypothécaires, un début de ralentissement économique et les hauts niveaux d'endettement des ménages ont, à des degrés variés, souvent joué un rôle dans le tassement de la demande.

Le ralentissement a également touché l'immobilier commercial. Dans ce secteur, les prix s'étaient emballés dans plusieurs pays au cours des dernières années, à partir d'un rythme plus faible, toutefois, que celui de

Le net ralentissement de la hausse des prix du logement...

...s'est étendu à l'immobilier commercial

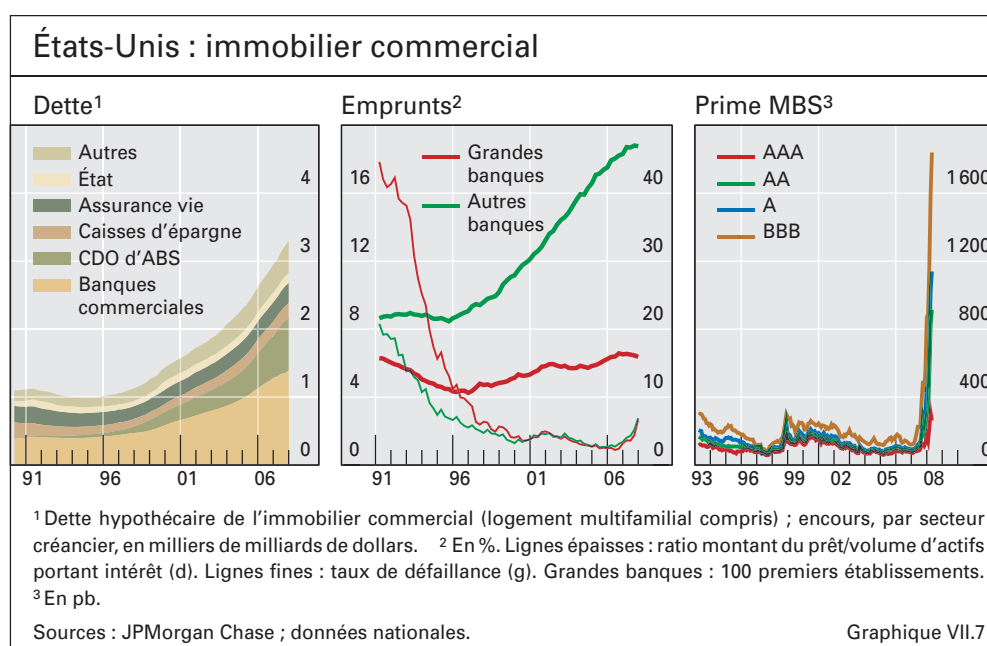


Prix de l'immobilier commercial <sup>1</sup>							
	Variation nominale <sup>2</sup>			Niveau <sup>3</sup>	Taux d'occupation des bureaux <sup>4</sup>		
	1998–2006	2006	2007	2007	2005	2006	2007
États-Unis	3,2	12,3	15,9	47,1	13,9	12,6	12,8
Japon	-3,1	19,6	11,9	21,4	3,9	3,0	2,1
Allemagne	-2,1	-5,1	-1,3	34,9	11,6	9,9	9,8
Royaume-Uni	5,4	17,2	-4,8	64,7	7,3	5,7	4,2
France	6,0	15,0	11,8	78,0	6,5	5,1	5,2
Italie	10,2	1,3	3,9	86,0	6,1	6,1	5,8
Canada	3,3	12,9	11,6	64,7	12,1	10,5	7,2
Espagne	10,0	10,7	5,9	76,1	6,1	3,4	4,3
Pays-Bas	2,4	4,3	4,6	83,1	13,6	11,7	10,6
Australie	2,7	10,8	14,9	50,6	9,0	8,1	4,7
Suisse	1,3	-0,0	0,6	60,2	11,5	10,9	10,2
Suède	3,0	9,8	9,4	51,4	16,8	15,4	11,7
Norvège	2,8	10,7	12,4	69,7	9,0	8,2	4,5
Danemark	8,4	9,6	5,6	100,0	7,9	5,0	4,3
Finlande	0,5	1,8	3,3	56,9	9,0	8,1	7,0
Irlande	10,5	21,7	6,1	100,0	15,2	12,0	11,3

<sup>1</sup> Australie, Espagne et Italie : immeubles de qualité dans les grandes villes ; Japon : prix des terrains.  
<sup>2</sup> Variation annuelle, en %. <sup>3</sup> Pic des prix de l'immobilier commercial en termes réels = 100.  
<sup>4</sup> Espaces immédiatement disponibles (sous-locations comprises), en % du parc total. États-Unis et Suisse : ensemble du pays ; Allemagne, Australie, Espagne, France, Italie et Pays-Bas : moyenne des grandes villes ; autres pays : ville la plus grande.

Sources : Catella Property Consultants ; CB Richard Ellis ; Investment Property Databank Ltd ; Japan Real Estate Institute ; Jones Lang LaSalle ; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries ; Sadolin & Albæk ; Wüest & Partner ; données nationales. Tableau VII.4

l'immobilier résidentiel et de façon moins uniforme entre pays (tableau VII.4). Les expositions des banques envers le secteur se sont aussi accrues. Aux États-Unis, les expositions directes à l'immobilier commercial représentent près



de 14 % du total des actifs des banques, et cette part a progressé de 19 % à 33 % pour les établissements de taille moyenne au cours des six dernières années (graphique VII.7).

Des signes d'une plus grande sensibilité des investisseurs aux risques liés à l'immobilier commercial se sont cependant accumulés. La hausse tendancielle des émissions de titres adossés à des investissements dans l'immobilier commercial s'est inversée l'an dernier. Simultanément, les primes sur ces titres ont énormément augmenté (graphique VII.7, cadre de droite). Cette évolution intervient après des indices de relâchement progressif des conditions d'octroi ces dernières années, comme dans l'immobilier résidentiel.

## Analyse des turbulences financières

La période de tensions qui a dominé le paysage financier à partir de mi-2007 compte certainement parmi les plus graves de l'histoire récente. Elle a touché un grand nombre d'entreprises financières et s'est révélée plus persistante que maints épisodes antérieurs d'instabilité financière généralisée. Du point de vue des autorités, les turbulences ont soulevé d'importantes questions concernant les interactions entre sphère financière et sphère réelle de l'économie. La première, essentielle, est de savoir si le cycle du crédit entraîne un retournement du cycle conjoncturel quand les établissements financiers réagissent à la détérioration de leur bilan en réduisant leur offre de crédit. Ensuite, la transmission des tensions à travers le marché bancaire international montre que les répercussions économiques pourraient aller bien au-delà des foyers initiaux de tensions. La dernière série de questions a trait à la nature du risque systémique et au rôle, à cet égard, du modèle d'intermédiation fondé sur l'octroi, puis la cession de crédits.

### *Le cycle du crédit*

Les vives tensions de la période examinée ont forcé les institutions financières à réviser leur stratégie. Dans de nombreux cas, les établissements qui ont vu fondre leurs fonds propres ont dû recourir à une recapitalisation d'urgence pour conserver leur rang dans leur domaine d'activité. Une question essentielle pour l'avenir, toutefois, est de savoir dans quelle mesure les répercussions des turbulences affecteront l'offre de crédit au secteur non financier.

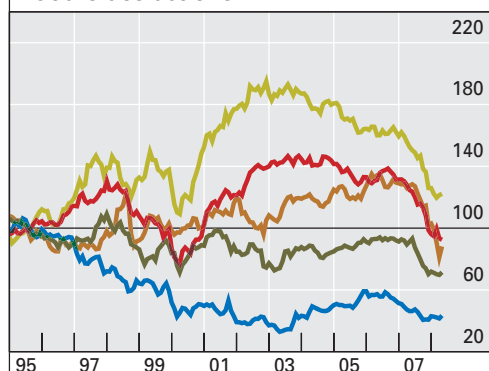
D'importantes pertes ont forcé les banques...

Les dépréciations d'actifs liés à des hypothèques ainsi que la perspective d'une détérioration supplémentaire de la qualité des actifs ont poussé de nombreuses banques à prendre des mesures pour assainir leur bilan. Élément le plus visible : de nombreux grands établissements ont levé de nouveaux fonds propres par émission d'actions ou par placement privé, pour un total de quelque \$200 milliards (tableau VII.3). Ces opérations ont été particulièrement coûteuses dans des conditions de marché défavorables, les préoccupations des investisseurs quant à la fragilité des résultats des établissements financiers pesant sur le cours des actions (graphique VII.8). Pour plusieurs banques, cependant, le coût financier et l'atteinte à la réputation liés à une

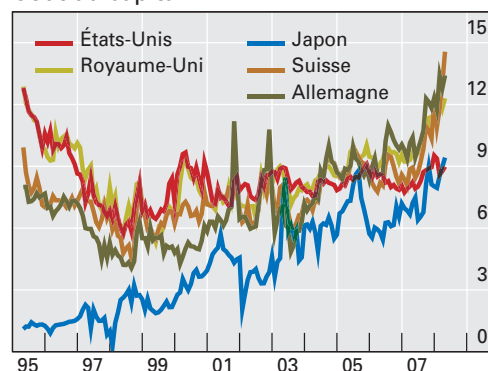
...à lever de nouveaux capitaux...

## Banques : cours des actions et coût du capital

Cours des actions<sup>1</sup>



Coût du capital<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Indice sectoriel rapporté à l'indice boursier large ; 1995 = 100. <sup>2</sup> Implicite dans le ratio cours/bénéfice anticipé à 12 mois ; en %.

Sources : Datastream ; calculs BRI.

Graphique VII.8

réaction rapide ont été compensés par un double avantage : elles se procuraient un volant de fonds propres suffisant pour conserver leur rang et à des conditions moins onéreuses que si elles attendaient. Ces efforts ont, en outre, été approuvés par les autorités prudentielles, qui les ont encouragées à réexaminer leur niveau de fonds propres d'un œil critique et à corriger leurs faiblesses sans tarder.

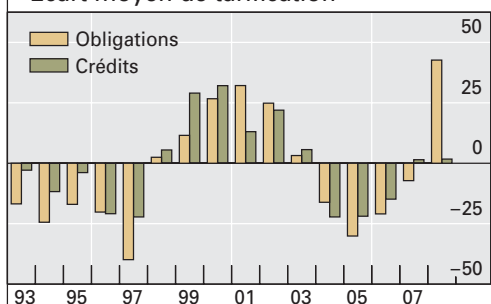
...et à resserrer les conditions du crédit

Une autre réaction, plus répandue parmi les institutions financières, a consisté en une attitude plus défensive en termes de croissance du bilan. La détérioration de la qualité des actifs a conduit les bailleurs de fonds à se désengager des segments de marché les plus affectés, comme ceux des prêts hypothécaires et des crédits à la consommation. Les enquêtes indiquent toutes un resserrement des conditions du crédit dans ces deux segments, aussi bien aux États-Unis, où le rendement de ces activités s'est notablement détérioré, qu'en Europe, où les problèmes de cette nature ont été bien moindres (chapitre II ; graphique II.12, cadre de droite). Le crédit aux entreprises présente également quelques signes de tension, car les banques ont resserré leurs conditions de prêt. On a ainsi vu disparaître les contrats assortis de clauses peu contraignantes, qui s'étaient multipliés pendant le boum récent des financements à effet de levier. En outre, les marges de crédit se sont généralement élargies, même si cette augmentation a été plus sensible sur le marché obligataire que sur celui des prêts (graphique VII.9).

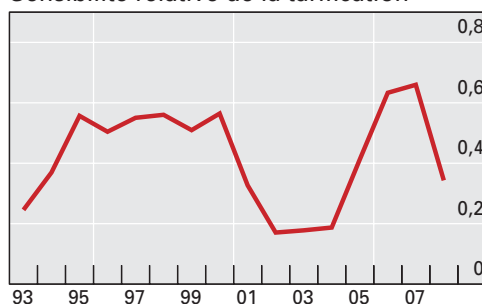
Dans de nombreux pays, les taux de croissance du crédit ont légèrement baissé par rapport à leurs sommets récents (graphique VII.10). Cependant, ces statistiques peuvent, dans certains cas, sous-estimer la contraction de l'offre de crédit et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, du fait des mauvais résultats des instruments titrisés, les banques, ayant créé des entités juridiques distinctes dans le cadre de la titrisation, ont réintégré dans leur bilan les portefeuilles qu'elles leur avaient transférés. La décision a été motivée par l'existence d'engagements de financement à l'égard de ces entités, mais aussi par le désir de réduire le plus possible leur risque de réputation en cas de défaut de ces entités. Deuxièmement, de nombreux

## Crédits consortiaux et obligations : tarification du risque

Écart moyen de tarification<sup>1</sup>



Sensibilité relative de la tarification<sup>2</sup>



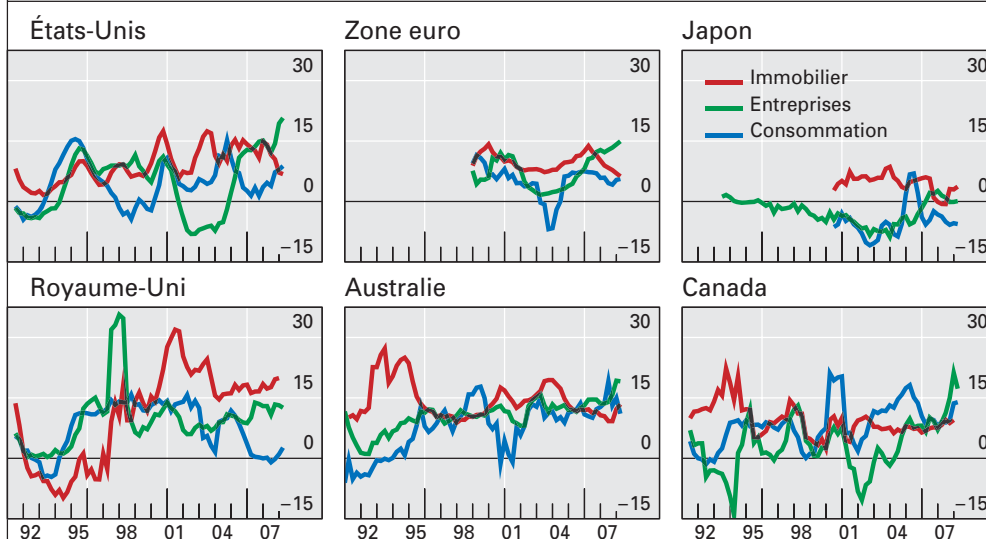
<sup>1</sup> Moyenne, pondérée du montant des facilités, des écarts (en pb) entre primes observées et primes implicites dans un modèle intégrant taux d'intérêt à court terme, note, échéance résiduelle, garanties, sûretés, risque de change et montant. Une valeur négative indique que les primes observées sont inférieures à celles du modèle. <sup>2</sup> Évolution de la sensibilité relative de la tarification des crédits et des obligations au risque de crédit, calculée comme le coefficient de régression des taux des crédits sur l'indice des rendements des obligations d'entreprise de même note, avec prise en compte de la taille et de la durée des facilités. Une valeur de 0,5 montre que l'écart de prime entre deux facilités de note différente est moitié moins élevé pour les crédits que pour les obligations.

Sources : Dealogic ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique VII.9

grands établissements qui avaient financé des LBO à l'apogée du boom de ces financements à effet de levier se sont retrouvés avec de grandes quantités de prêts non vendus au moment où le marché secondaire s'est tari, à l'été 2007. Leur accumulation, estimée par des observateurs de marché à près de \$250 milliards à leur maximum, a pesé sur le bilan des banques. La réouverture progressive du marché, vers la fin de la période examinée, s'explique en partie par la demande des fonds de capital-investissement. Troisièmement, une sous-estimation de la contraction de l'offre de crédit pourrait provenir du fait que, quand les prêts sont plus difficiles à obtenir, les

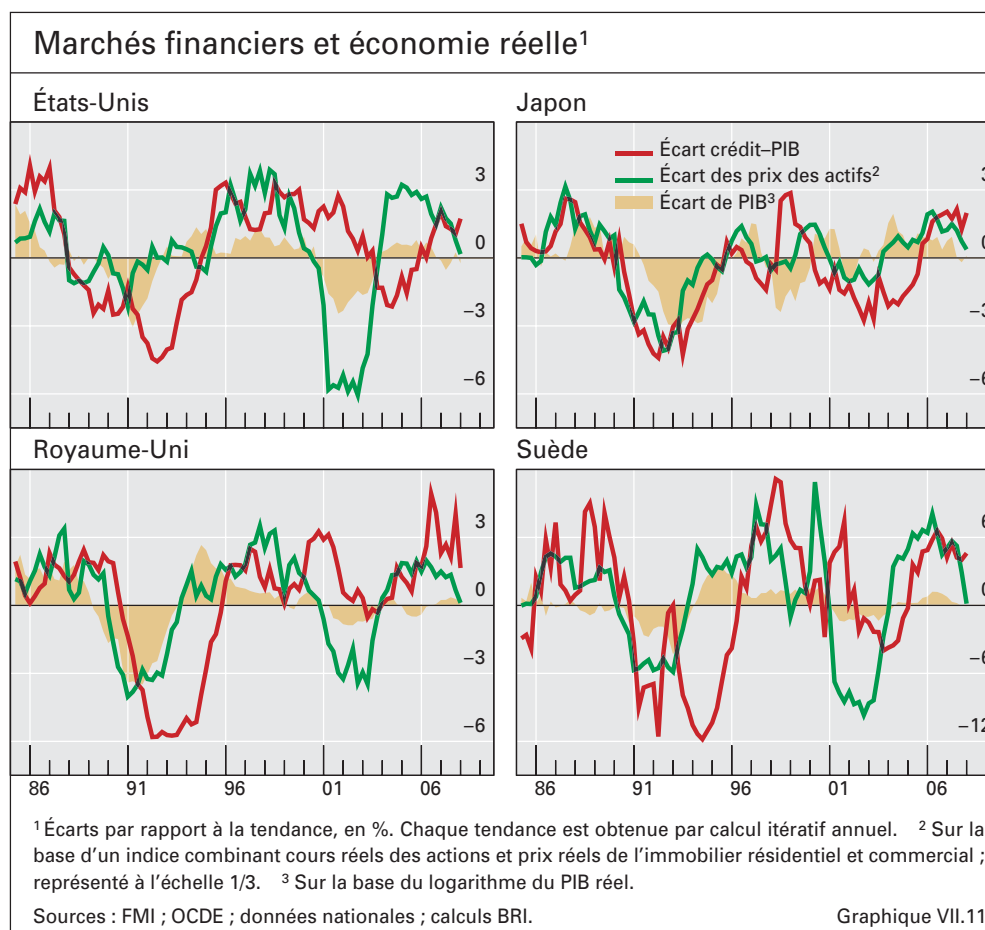
## Prêts bancaires, par secteur<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Taux de croissance en rythme annuel, en %.

Sources : Datastream ; données nationales.

Graphique VII.10



emprunteurs ont généralement recours à des tirages sur les lignes de crédit que leur ont consenties leurs banques.

À court et moyen terme, la disponibilité du crédit dépendra de deux éléments : la reconstitution des fonds propres par les banques et l'évolution de la qualité de leurs actifs. Ces deux aspects sont étroitement liés ; quant au second, il dépend beaucoup, à son tour, de l'évolution macroéconomique.

Les épisodes passés de tensions dans le système financier peuvent aider à anticiper l'avenir, même s'ils ne sauraient fournir des prévisions exactes. Les similitudes entre le présent retournement du cycle du crédit et ceux des vingt dernières années sautent aux yeux si l'on examine l'évolution de l'expansion du crédit, des prix des actifs et de l'économie réelle (graphique VII.11). Indépendamment de leurs spécificités, les épisodes antérieurs ont été précédés de périodes de croissance du crédit supérieure à la moyenne et d'une envolée des prix des actifs, très souvent tirée par les prix de l'immobilier. Les phases d'expansion du crédit ont été associées à un assouplissement des critères d'octroi et à une baisse du coût du risque (graphique VII.9, cadre de gauche) ; elles ont coïncidé avec un grand dynamisme de l'économie.

L'inversion du processus a souvent été assez brutale. L'évolution des indicateurs du système financier a généralement précédé celle de l'économie réelle : la croissance du crédit s'est ralentie et les prix des actifs ont baissé avec un temps d'avance sur le PIB et la dépense. En phase descendante du cycle, la situation des établissements financiers s'est détériorée, comme le montrent

Interactions entre le cycle du crédit...

...et les résultats de l'économie réelle



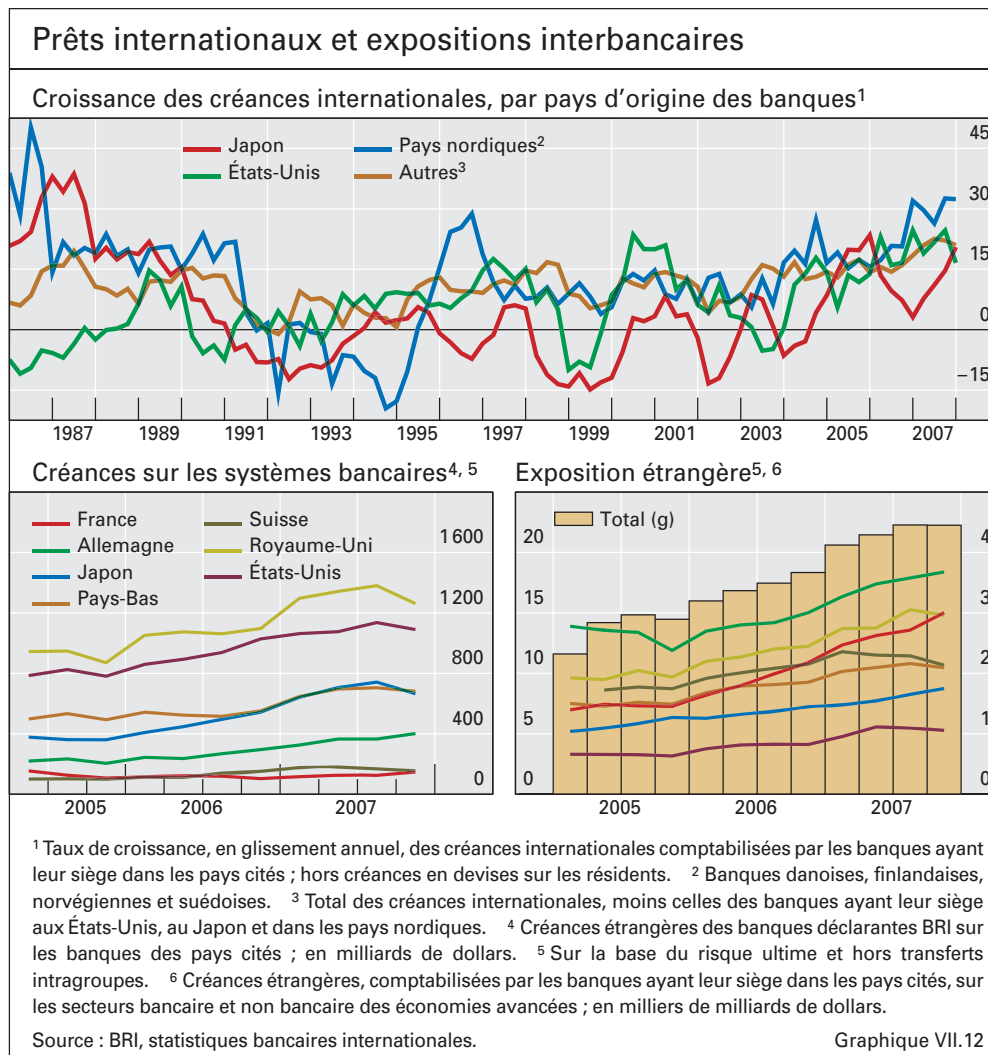
les indicateurs de résultats. S'il est difficile de tirer de ces indicateurs des relations générales de cause à effet, la dynamique suivie par la situation du système financier, par la croissance du crédit et des prix des actifs ainsi que par l'économie réelle souligne de larges interactions.

Au-delà du court terme, les principaux risques semblent associés à la réaction de la demande globale devant l'affaiblissement des banques et le durcissement des conditions de prêt. L'endettement des ménages reste élevé dans de nombreux pays, et la contraction de l'offre de crédit pourrait avoir des répercussions sur la dépense (chapitre II). Le niveau vers lequel tendent les prix du logement et la durée du processus de stabilisation joueront un rôle très important dans les économies où le boum de l'immobilier a été le plus vif.

### Marché bancaire international et transmission des tensions

La mondialisation croissante de la finance signifie que l'état de santé du système bancaire d'un pays peut avoir des conséquences au-delà de ses frontières. Des difficultés persistantes dans quelques grands établissements qui dominent le marché bancaire international peuvent influencer les conditions financières dans d'autres économies.

Les tensions risquent d'avoir des répercussions mondiales via...



Les années 1990 offrent des exemples de crises bancaires dans des économies avancées qui ont eu des répercussions directes dans le monde. C'est l'époque où les banques japonaises, grevées par les créances douteuses résultant de l'éclatement de la bulle des prix des actifs, ont réduit leurs opérations internationales (graphique VII.12, cadre du haut). À l'issue d'une longue période de croissance généralement négative, la part des banques japonaises dans les créances internationales est revenue de 38 % en 1990 à moins de 8 % en 2007. La crise des banques nordiques a eu un effet semblable sur leurs créances internationales – dont le volume était toutefois déjà peu élevé à l'origine. Les épisodes de contraction des opérations internationales des banques des États-Unis sont également associés à des périodes de tensions financières locales, comme à la fin des années 1980, au début de la décennie 1990 et à l'automne 1998.

...une baisse  
des prêts  
transfrontières...

Dans tous ces cas, les banques concernées ont réduit les crédits acheminés par leurs implantations étrangères. Ces réductions ont donc constitué des chocs négatifs sur l'offre de crédit dans les pays d'accueil, induits par la situation de la banque dans son pays d'origine. À l'opposé, pendant la majeure partie de cette période, les prêts internationaux accordés par les autres établissements ont suivi des variations moins sensibles, n'affichant de croissance négative que brièvement en 1992.

Depuis, le marché bancaire international s'est nettement développé, augmentant par là l'effet potentiel d'un tel désengagement. Les créances internationales des banques déclarantes BRI (prêts locaux compris) sont passées de \$6 000 milliards en 1990 à \$37 000 milliards en 2007 (soit plus de 70 % du PIB mondial), dont plus de \$4 000 milliards de créances totales sur les économies émergentes. Si les établissements d'un grand système bancaire national venaient à se retirer, cela pourrait, d'une part, avoir des répercussions sur les économies avancées et, d'autre part, limiter les financements aux économies émergentes (chapitre III). Plusieurs de ces dernières, en Europe et en Amérique latine, sont devenues plus dépendantes des crédits bancaires étrangers, qu'ils soient transfrontières ou acheminés par l'intermédiaire de succursales locales. Cela étant, les statistiques disponibles jusqu'à fin 2007 indiquent que les prêts bancaires aux économies émergentes ont continué de s'accélérer, contrairement à l'activité bancaire entre économies avancées.

...et les relations  
interbancaires

Même si la situation actuelle des banques internationales peut être considérée comme moins problématique qu'au début des années 1990, leurs expositions communes (notamment aux actifs adossés aux prêts hypothécaires américains) ont augmenté, et les établissements sont devenus fortement interdépendants en raison de relations interbancaires, d'engagements de crédit et de garanties. Des signes de contraction du crédit ont commencé à apparaître. Les banques internationales se sont mises à réduire leur exposition directe envers divers systèmes bancaires nationaux. Ce sont les établissements du Royaume-Uni, de France et des États-Unis qui ont été les plus touchés, suivis des banques d'Allemagne et de Suisse (graphique VII.12, cadre du bas, à gauche). À leur tour, plusieurs systèmes bancaires importants, comme ceux des États-Unis, du Royaume-Uni et de Suisse, montrent des signes de repli de leur

exposition à l'international (cadre du bas, à droite). L'existence de relations bancaires très étendues montre bien, plus généralement, que des difficultés locales persistantes peuvent pousser les banques à un désengagement international, dont les répercussions risquent de se faire sentir bien au-delà des grands centres financiers.

#### *Modèle « octroi puis cession » de crédits*

Par maints aspects, les récentes turbulences sur le marché de la dette reproduisent les caractéristiques des cycles financiers passés et font partie intégrante des mécanismes gouvernant l'ampleur des cycles d'expansion et de contraction. Un élément relativement nouveau du dernier épisode de tensions est le rôle central joué par le modèle d'intermédiation appelé « octroi puis cession » de crédits. Ce modèle repose sur la dispersion des expositions à travers divers marchés par transfert des risques et associe toute une gamme d'intervenants aux différentes étapes du processus – octroi du crédit, restructuration des caractéristiques et acceptation du risque ultime. Si la titrisation n'est pas une nouveauté, elle s'est notablement développée, ces dernières années, notamment grâce aux structures complexes.

Le modèle d'octroi puis cession de crédits...

La croissance des marchés de la titrisation est indissociable de la phase d'expansion de l'actuel cycle du crédit. L'innovation financière – sous la forme de nouvelles structures régissant la distribution aux investisseurs finals des flux de revenus générés par les actifs titrisés – a grandement favorisé l'abondante offre de crédit aux ménages et aux entreprises. La restructuration de prêts hypothécaires en tranches assorties de caractéristiques de risque différentes a stimulé les financements accordés par divers types d'investisseurs ayant des degrés variés de tolérance pour le risque. En outre, la plus large répartition des risques au sein du système financier a sans doute contribué à la compression des primes de risque, les investisseurs s'estimant plus aptes à accorder leur appétit pour le risque avec la composition de leur portefeuille.

...facilite le transfert des risques...

Mais les turbulences de marché qui ont déclenché la phase de contraction du cycle ont aussi mis à jour des faiblesses de ce modèle d'intermédiation financière, concernant surtout certaines pratiques plus récentes. Ces faiblesses résident essentiellement dans les interactions entre les incitations des divers participants au processus de titrisation et la qualité du flux d'informations. Une opération de titrisation bien conduite joue sur la complémentarité des différents intervenants ; encore faut-il que les décisions prises à chaque étape reposent sur des informations adéquates, de façon à favoriser une meilleure répartition des risques et des ressources économiques.

...mais souffre de faiblesses structurelles...

La banque cédant ses créances tient un rôle clé dans le succès de la structure de titrisation. Les informations fournies plus tard par les autres parties sont, tout au plus, un substitut imparfait de l'évaluation de la qualité des actifs à la phase initiale. Les insuffisances de l'information dues à un manquement au devoir de diligence ou au laxisme des conditions de prêt à ce premier stade sont très difficiles à surmonter. Des déficiences sont clairement apparues dans le cas de la titrisation des prêts *subprime*. La concurrence entre établissements prêteurs qui n'avaient jamais eu l'intention d'assumer le

...dans le processus d'octroi des prêts...

risque et recherchaient uniquement le revenu lié au volume de titres cédés a entraîné une baisse du niveau de vérification et de documentation des prêts. Dans les cas les plus extrêmes, des prêts ont été accordés à des emprunteurs manifestement incapables de les rembourser, hormis dans des scénarios très optimistes d'appréciation future des prix du logement.

Les intermédiaires financiers spécialisés dans la création et la gestion des entités de titrisation ont les mêmes incitations que les établissements cédants. Leur revenu dépend essentiellement du volume d'activité plutôt que du profil risque-rendement des actifs titrisés. Ils ne supportent généralement qu'une faible partie du risque et, dans le contexte d'euphorie qui entourait le boum du marché, ils sont parvenus à réduire notablement cette exposition. Enfin, la création de structures complexes insérant plusieurs strates de titrisation superposées entre les actifs sous-jacents et les flux de revenus distribués aux agents endossant le risque ultime a souvent masqué le risque assumé par les gestionnaires des structures.

...de titrisation...

L'investisseur final qui supporte le risque a pour rôle d'imposer la discipline dans le processus de titrisation en exigeant de recevoir des informations pertinentes concernant les risques sous-jacents avant de prendre des positions. Les incitations à jouer ce rôle ont toutefois été affaiblies par le fait que de nouvelles et complexes opérations de titrisation ont accordé à une grande quantité d'actifs le statut de créances de premier rang recevant la meilleure note de la part des agences de notation. Dans cette catégorie de créances, les investisseurs reçoivent une rémunération généreuse, par rapport à des titres de note comparable, mais pas assez élevée pour justifier un examen exhaustif des risques inhérents aux structures complexes. Ce rôle est dévolu aux investisseurs plus spécialisés de la tranche *mezzanine*, qui détiennent des créances de moindre rang et sont mieux rémunérés. Leur aptitude à analyser les montages et à instiller la discipline financière a toutefois été émoussée par le très fort volume d'émissions lancées dans le cadre de titrisations, ces dernières années, qui allait au-delà de leurs capacités. En outre, la titrisation par strates, créant de nouvelles structures et créances privilégiées à partir des tranches *mezzanine*, a encore amoindri leur aptitude à évaluer et surveiller les risques de façon fiable.

...et de notation

Le développement de formes de titrisation plus complexes a pu affaiblir les incitations des établissements cédants et des gestionnaires des structures à exécuter les procédures de vérification et de vigilance ; il a aussi accru l'influence des notations dans le fonctionnement du marché. Les investisseurs dans les tranches de rang supérieur ont accordé de plus en plus d'importance aux évaluations des agences de notation, oubliant souvent que les notes se fondent surtout sur les pertes de crédit moyennes (ou attendues) et qu'elles ne rendent pas compte de l'étendue des pertes potentielles. Or, du fait de la complexité des structures de titrisation à strates multiples, l'éventail des pertes potentielles est bien plus large, à note égale, que pour les prêts ou les obligations. De plus, les notations font abstraction des pertes potentielles dues à l'interaction entre facteurs de risque de marché et de crédit, qui est également amplifiée par certaines de ces structures. De fait, tirant les leçons des turbulences, les investisseurs semblent avoir fui la complexité, et les

agences de notation ont commencé à chercher des moyens de mieux exprimer les importantes nuances de leurs évaluations.

Malgré ses imperfections, largement illustrées par le présent épisode de tensions, le modèle d'octroi puis cession de crédits présente des avantages pour les établissements individuellement et pour l'efficacité du système financier dans son ensemble. Le principal défi, pour les intervenants et les autorités, est de corriger ses imperfections tout en améliorant ses points forts. Diverses initiatives sont actuellement en cours. Le secteur privé travaille dans plusieurs directions : rendre la documentation plus complète dès la cession des crédits et mieux diffuser l'information à toutes les étapes de la titrisation ; mieux tenir compte du fait que la discipline est plus respectée lorsque les participants, à chaque phase du processus, conservent une part suffisante d'exposition au risque global ; s'efforcer, pour les agences de notation, d'affiner les évaluations. Les autorités, pour leur part, s'attachent à concevoir et mener à bien la mise à jour des normes prudentielles à la lumière de ce qu'elles ont appris sur les risques inhérents aux structures de titrisation les plus complexes et à traiter les faiblesses révélées par les liens entre, d'une part, la liquidité – tant au niveau du marché que de chaque intervenant – et, d'autre part, le risque global encouru par les établissements financiers.

Mesures visant  
à remédier à  
ces faiblesses

L'enseignement général des turbulences financières est que le bon fonctionnement et la résilience du système financier reposent sur une interdépendance étroite entre marchés et établissements. Le modèle d'octroi puis cession de crédits est fondé sur le postulat que le risque est transféré à l'investisseur final par des transactions de marché. Cependant, ainsi que l'a montré la période examinée, ce sont les fonds propres des établissements financiers qui assurent, en fin de compte, la viabilité de toutes ces transactions. Comme nous l'avons vu, les établissements cédants et les gestionnaires des actifs titrisés se sont vus dans l'obligation de soutenir les structures de titrisation et les entités de placement auxquelles ils étaient associés. L'incertitude quant à la capacité de ces établissements à supporter les pertes sur les expositions connexes a engendré une méfiance généralisée vis-à-vis des actifs titrisés et interrompu non seulement les transactions sur le marché secondaire, mais aussi le montage de nouvelles opérations. Enfin, lorsque la liquidité s'est tarie sur le marché monétaire, le financement des entités de hors-bilan est devenu entièrement dépendant de la capacité des établissements qui les avaient créées à honorer leurs engagements de soutien de liquidité.

Du point de vue de l'action à mener par les autorités, l'interdépendance entre établissements et marchés plaide en faveur d'un renforcement des éléments macroprudentiels dans la conception de l'architecture opérationnelle et dans le calibrage des instruments. Les lacunes du modèle d'octroi puis cession de crédits peuvent être attribuées essentiellement au fait que les divers intervenants ne sont pas parvenus à avoir une perception d'ensemble des risques, car ils étaient trop étroitement concentrés sur des considérations propres et ont perdu de vue les facteurs de risque et les interdépendances au niveau du système. Il en est de même pour les autorités : un point de vue trop étroit peut les empêcher d'agir de façon préventive au moment où les

risques d'interactions perturbatrices s'accumulent. Par ailleurs, l'expérience de la gestion de cette période de tensions a montré que, pour être efficace, l'action des autorités passe par des mesures visant à la fois à faciliter le bon fonctionnement des marchés et à aider les établissements financiers à faire face aux difficultés.