

Philippe Waechter, Directeur de la Recherche Economique



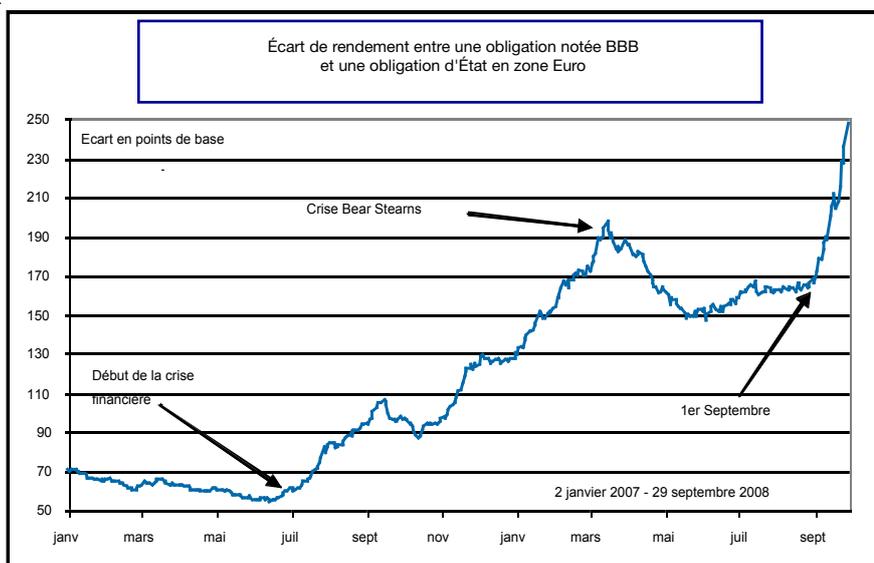
LES DYSFONCTIONNEMENTS DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE RECOURS AUX GARANTIES DE L'ETAT

Depuis le début du mois de septembre, la dynamique des marchés financiers a changé. La problématique du risque est revenue au premier plan, notamment en raison des inquiétudes sur les entreprises hypothécaires *Fannie Mae* et *Freddy Mac*. En outre, la dégradation forte et continue du marché immobilier américain continuera de peser durablement sur les comptes des banques.

Le graphique ci-dessous montre bien ce changement de tendance. Il faut interpréter la courbe comme une prime d'assurance : plus le risque perçu est important, plus la prime d'assurance nécessaire pour le couvrir doit être élevée. On constate ainsi qu'avant le début de la crise cette prime était très réduite, fruit d'un environnement où la croissance était robuste et l'inflation limitée.

Sur ce graphique, la prime d'assurance progresse donc de façon continue jusqu'à la résolution de l'affaire *Bear Stearns* à la mi-mars 2008. Puis, pendant une longue période, les investisseurs ayant considéré que toute difficulté de grande ampleur pourrait être prise en charge par la Fed et/ou le Trésor ; une réduction de la prime d'assurance est visiblement conséquente tout en restant très supérieure à son niveau d'avant crise.

Depuis le 1^{er} septembre 2008, la situation s'est cependant assombrie et la prime s'est très vite accrue. Les opérateurs de marché s'interrogent désormais sur la viabilité de la situation du système financier. Les inquiétudes sur *Freddie Mac* et *Fannie Mae* se sont prolongées et amplifiées avec les situations de *Lehman Brothers*, *AIG* et *Washington Mutual*. Ce dernier point peut caractériser la crise et l'incertitude qu'elle génère. Tous les segments du marché financier sont fragilisés, des entreprises hypothécaires aux caisses d'épargne.



Source Datastream : calcul Natixis AM

Ce changement de tendance dans la perception du risque s'est traduit par une défiance vis-à-vis des actifs risqués. Le marché des actions a été pénalisé. On observe là aussi un changement de tendance sur les indices de marché que ce soit en Europe, aux Etats-Unis et au Japon depuis la rentrée de septembre.

Cette situation a, en revanche, été favorable aux obligations d'Etat qui ont servi de valeur refuge. Cet arbitrage a été important et a permis de mieux appréhender l'aversion au risque des opérateurs de marché.



Les problèmes sur le marché monétaire

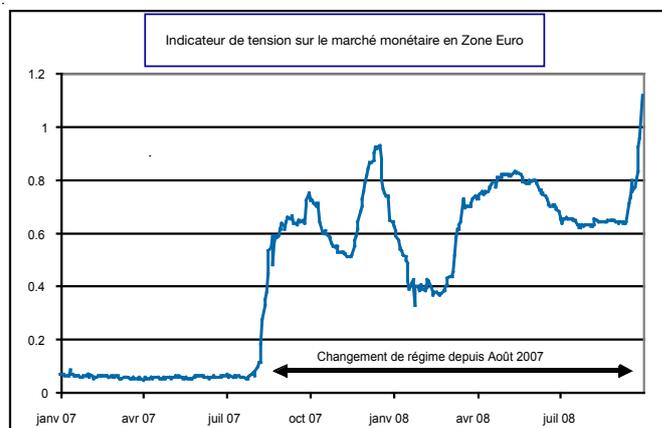
Sur le marché monétaire, la perception du risque a été exacerbée. En effet, s'il existe un risque sur les institutions financières et bancaires, celui-ci prend toute sa dimension sur le marché monétaire sur lequel les institutions doivent se faire suffisamment confiance pour échanger des liquidités. L'absence de confiance se traduit par l'absence de transactions. Celui qui dispose de liquidités préfère les conserver "au cas où" il en aurait besoin.

Là aussi, au regard du graphique ci-contre, on perçoit un changement radical de comportement du marché monétaire depuis les difficultés sur *Lehman Brothers* (15 septembre). L'indicateur de tensions s'est accru de façon spectaculaire depuis cette date, dépassant tous les niveaux observés depuis le début de la crise financière à l'été 2007.

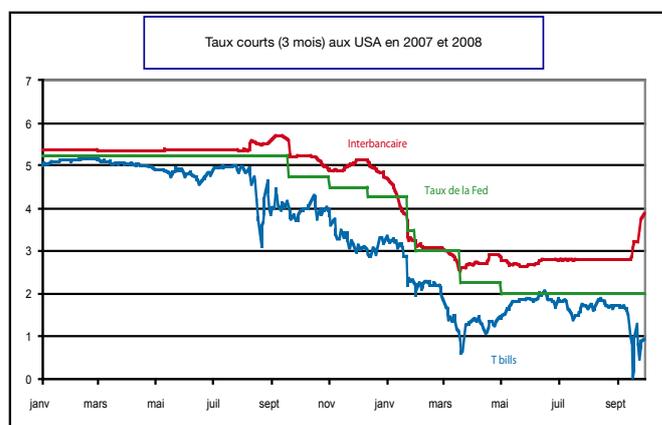
Ce dysfonctionnement du marché monétaire risque d'affecter l'économie réelle. En effet, dans une situation « normale », les banques échangent sur ce marché monétaire les excédents et besoins de trésorerie. Celles qui ont des liquidités en excès les prêtent à celles qui en ont besoin ; ainsi, les banques peuvent développer leurs activités habituelles (crédits, dépôts...). Lorsque des tensions excessives surgissent, comme actuellement, les échanges de liquidités se tarissent et les banques ne peuvent plus fonctionner de manière habituelle. Cela n'est pas sans conséquence sur le comportement des banques vis-à-vis de l'ensemble des acteurs économiques, entreprises et ménages.

C'est justement pour limiter ce risque de raréfaction des liquidités que les banques centrales sont intervenues massivement en se substituant pour partie aux banques afin de fournir de la liquidité à celles qui en avaient besoin. Des montants colossaux ont été récemment débloqués en ce sens.

Globalement, dans l'arbitrage entre risque et rendement, les opérateurs se concentrent aujourd'hui sur la problématique du risque. Ils ne veulent plus s'investir sur des actifs qui peuvent paraître risqués. Cela explique l'augmentation spectaculaire de la demande de bons du Trésor. Les opérateurs préfèrent une rémunération moindre s'ils sont certains de disposer d'un actif qui peut être échangé facilement sans perte de valeur. On le voit sur le graphique ci-contre où le taux des bons du Trésor américains a plongé vers 0 % avant de revenir un peu au-dessous de 1 %.



Source Datastream : calcul Natixis AM



Source Datastream : calcul Natixis AM

La solution américaine

Face à cette situation complexe et qui peut paraître inextricable sous bien des aspects, le Trésor américain et la Fed ont lancé un plan qui peut être un élément de solution pour cette équation délicate.

Le raisonnement est simple : puisque les banques se méfient les unes des autres en raison de risques mal appréhendés dans les bilans de chacune d'entre elles, il suffirait de faire disparaître ce risque pour que le système retrouve les moyens de fonctionner à nouveau. C'est l'idée du plan Paulson : créer un fonds de défaillance dans lequel seront cantonnés ces actifs dits « toxiques » (c'est-à-dire dévalorisés et peu liquides). Ce plan part du postulat que permettre de sortir ces actifs du bilan des banques est susceptible de réduire la perception du risque et donc de ramener le marché monétaire à un fonctionnement plus normal. Les banques retrouveraient ainsi progressivement leur capacité à intervenir dans l'économie.

Mais ce plan s'est heurté à deux réticences majeures :

- La première est que le système bancaire américain est probablement sous-capitalisé et que la mise en oeuvre du plan Paulson ne constitue pas une solution infaillible à ce problème. Le système bancaire américain a en effet perdu 255 milliards de dollars depuis le début de l'année 2007 et n'a été recapitalisé qu'à hauteur de 179 milliards de dollars, selon *The Institute of International Finance* dans un rapport du 3 septembre 2008. Un apport en capital de la part de l'Etat a souvent été évoqué (sous une forme qui restait cependant à définir) afin de redonner plus directement aux banques les moyens d'octroyer à nouveau du crédit. Certains évoquaient aussi la possibilité de nationaliser le système bancaire, même de manière temporaire (en suivant l'exemple de la Suède au début des années 90) afin de consolider définitivement le secteur.
- D'une manière générale, la réticence au plan Paulson réside dans le fait que le contribuable est mis en demeure de payer le sauvetage des banques sans avoir de retour direct sur cet investissement. Les discussions engagées autour du projet avaient permis d'améliorer cet aspect du plan sur le coût imputé au contribuable, mais le rendement incertain de ce plan dans le futur a incité de nombreux membres de la Chambre des Représentants à voter contre. Etant en campagne électorale dans les semaines à venir, ils n'ont pas souhaité avoir à faire face à cette question.

Pour l'instant, en attendant l'adoption d'un plan de sauvetage, la Fed intervient massivement et se substitue aux banques afin que le marché monétaire continue de fonctionner, mais aussi afin de limiter le risque de contagion vers le reste de l'économie. Ce nouveau comportement engendre une hausse rapide de la dette publique américaine, dont les ressources collectées alimentent la Fed pour lui donner les moyens d'intervenir.

La solution européenne

En Europe, deux formes d'interventions ont cours pour l'instant.

- Dans la première forme d'intervention : les Etats concernés par le territoire d'activité d'une banque en difficulté font front en injectant directement des capitaux. La banque peut ainsi repartir de l'avant et l'ensemble des opérateurs de marché est rassuré. Cependant, cette opération peut être coûteuse à la longue si les sinistres se multiplient. C'est un des aspects qui avait incité la Fed à changer son fusil d'épaule au moment des difficultés de *Lehman Brothers*.
- Une autre solution a été adoptée par l'Irlande : elle consiste à garantir les dépôts et les dettes des banques pendant une période de deux ans. Là aussi, l'objectif est de rassurer les partenaires des banques irlandaises sur leur solidité grâce à la garantie de l'Etat. Deux possibilités s'offrent alors : soit le bilan des banques est sain (et dans ce cas, la garantie ne coûte rien à personne) avec une opération qui est doublement gagnante (puisque la garantie ne coûte rien et que le retour de la confiance permet au système de fonctionner) ; soit le bilan des banques est dégradé par la présence d'actifs "toxiques" (et dans ce cas, la garantie doit fonctionner, générant un coût plus ou moins important pour le budget de l'Etat et donc, in fine, pour le contribuable). Ce système de garantie peut se révéler le plus fructueux des deux modes opératoires, si les autorités sont persuadées du bon état du bilan des banques.

On constate donc ici que pour régler un même problème, les autorités américaine et européenne ont tendance à adopter des solutions différentes.

Plusieurs raisons à cela :

- D'abord, la construction institutionnelle européenne ne permet pas de créer un fonds équivalent à celui imaginé par le plan Paulson.
- Ensuite, un point technique important : les émissions d'actifs aujourd'hui qualifiés de « toxiques » ont été beaucoup plus importantes aux Etats-Unis qu'en Europe. Celles réalisées outre-Atlantique reposent principalement sur le marché immobilier résidentiel qui est toujours en repli. Cela signifie que toute baisse du prix de l'immobilier peut se traduire par une dévalorisation des actifs détenus dans le bilan des banques et les fragiliser. Garantir une telle dette, c'est donc prendre le risque de voir le système bancaire se dégrader encore très longtemps avec un coût très élevé pour les finances publiques. Il est alors préférable de définitivement sortir ces actifs « toxiques » des bilans des banques afin qu'elles puissent repartir de l'avant plus rapidement.

Conclusion

Aujourd'hui, la problématique centrale sur les systèmes financiers réside dans la perception accrue du risque qui engendre des dysfonctionnements de marchés. L'ensemble des segments des marchés financiers est fragilisé. De manière générale, le marché du crédit est paralysé. Les banques centrales injectent donc massivement des capitaux pour limiter l'impact de ces dysfonctionnements.

Il faut maintenant trouver une procédure permettant de limiter le risque associé aux actifs « toxiques » détenus dans les bilans des banques :

- Les Etats-Unis ont mis en avant le plan Paulson (ou ses déclinaisons qui vont refaire l'objet de discussions) pour sortir ces actifs du bilan des banques.
- En Europe, l'orientation prise pourrait être celle d'une garantie des dettes bancaires par l'Etat, afin de réduire drastiquement la perception du risque. On ne connaît pas encore la méthode qui sera adoptée sur le Vieux Continent, mais la mobilisation générale des Etats pour refaire fonctionner le système financier est aujourd'hui importante.

En réduisant les risques, les Etats limiteront la contagion des dysfonctionnements bancaires vers le reste de l'économie. La situation ne va cependant pas s'améliorer spontanément et des tensions vont demeurer sur le système même après l'intervention des Etats. Afin de minimiser le risque de contagion vers le reste de l'économie, les banques centrales vont ainsi probablement mettre en place des politiques monétaires accommodantes.

Rédigé le mercredi 1^{er} octobre 2008

Avertissement

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier à tout moment et sans préavis les informations présentées dans ce document qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.