

Paris, le 27 février 2008

Communiqué de presse

REVUE DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

NUMÉRO SPÉCIAL SUR LA LIQUIDITÉ – POINT PRESSE

- La liquidité est au cœur du système financier : elle constitue le lien entre les marchés, les banques, les infrastructures et l'économie réelle. Sa disparition brutale est à l'origine de la crise actuelle. Dans son numéro spécial « Liquidité », la Revue de la Stabilité Financière de la Banque de France en aborde les différentes facettes, tente d'en saisir les principaux déterminants et dresse les implications pour la stabilité financière et les banques centrales, fournisseurs ultimes de liquidité en période de crise.
- Les contributions rassemblées dans ce numéro spécial « Liquidité » émanent de professionnels de la finance, d'universitaires et de banquiers centraux. Elles font apparaître l'idée que la liquidité est à la fois la cause des turbulences financières récentes mais aussi le symptôme de changements structurels profonds dans la sphère financière. *(Voir notamment la vue d'ensemble de ce numéro spécial).*

Les faits

- La titrisation, qui constitue l'un de ces changements majeurs, a permis au système financier de restructurer et de répartir les risques. Elle a réduit le montant des fonds propres dont le système a besoin pour absorber ces risques ainsi que le coût de financement pour l'ensemble des agents économiques. *(Voir notamment les articles de Peter Fisher, « Qu'est-il advenu de la dispersion des risques ? » ; Frédéric Cherbonnier et Séverine Vandelanoite : « L'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés financiers » ; Edouard Vidon et Alexandre Baclet : « Actifs liquides, contraintes de liquidité et déséquilibres mondiaux »).*
- La titrisation a aussi rendu les banques et les marchés plus interdépendants : ainsi, les banques et les autres institutions financières ont besoin de marchés liquides pour transférer le risque hors de leur bilan. De leur côté, les marchés sont tributaires des lignes de crédit fournies par les institutions financières pour couvrir leur besoin de liquidité. *(Voir notamment l'article d'Andrew Crockett, « Liquidité de marché et stabilité financière »).*
- Mais il existe, dans ce nouvel environnement financier, plusieurs sources potentielles de vulnérabilités, dont : 1) une forte complexité des instruments financiers, qui rend notamment plus difficiles la valorisation et l'évaluation du risque ; 2) une incertitude accrue pour les intervenants de marché, qui ne disposent pas de données sur une période suffisamment longue pour évaluer le comportement de ces nouvelles structures

financières en période de tension; 3) un mécanisme de contagion potentiel par lequel un choc de liquidité se propage par le canal des variations de prix, des risques mesurés et du capital valorisé en valeur de marché; 4) le développement d'activités non régulées. (Voir les articles de Ricardo Caballero et Arvind Krishnamurthy, « Les chaises musicales : un commentaire sur la crise du crédit » ; Tobias Adrian et Huy Song Shin, « Liquidité et contagion financière » ; Arnaud Bervas, « L'innovation financière et la frontière de la liquidité »).

- Le déclenchement des turbulences financières depuis l'été 2007 montre que la dispersion du risque sur les marchés de capitaux s'est avérée moins efficace qu'anticipé. Il semble que les investisseurs aient acquis des risques qu'ils ne maîtrisaient pas.
- La crise de liquidité est rapidement devenue une crise de défiance: aux tensions nées de la demande de liquidité s'est ajoutée la « réticence à prêter », née des inquiétudes suscitées par la situation financière des emprunteurs, de l'attention insuffisante portée à la gestion de la liquidité par les institutions financières, mais également reflet des incertitudes concernant son propre bilan et ses besoins futurs de liquidité. (Voir notamment les articles de Peter Fisher, « Qu'est-il advenu de la dispersion des risques ? » ; Jean Tirole : « Déficit de liquidité : fondements théoriques »).

Les principales leçons

- La première leçon à tirer est qu'il ne faut pas condamner la titrisation. Sans doute est-il souhaitable de mettre en place un certain nombre de garde-fous afin de préserver ses avantages tout en limitant ses inconvénients. (Voir l'article de Barry Eichengreen, « Dix questions sur la crise des subprime »).
- La seconde leçon est qu'une plus grande transparence, notamment une meilleure information sur la liquidité elle-même, semble une condition nécessaire (mais sans doute pas suffisante) pour garantir que l'innovation financière ne débouche pas sur plus d'instabilité. (Voir notamment l'article de Peter Praet et Valérie Herzberg, « Liquidité de marché et liquidité bancaire : interdépendances, vulnérabilités et communication financière »).
- En particulier, les investisseurs doivent être mieux informés des caractéristiques des produits dans lesquels ils investissent. A cet égard, l'utilisation par les agences de notation d'un même système de notation pour les produits structurés et les produits obligataires classiques a semble-t-il parfois été source de malentendu. (Voir notamment la vue d'ensemble).
- La crise a constitué un premier test pour la comptabilisation en *fair value* (valorisation en *marked to market*, ou en l'absence de référence de marché, en *marked to model*). Or, en situation de crise de liquidité, les ventes forcées d'actifs alimentant la baisse des prix, ce système a entraîné des vagues de dévalorisations successives à l'origine d'un sentiment d'incertitude et a contribué à accroître la volatilité. Sur cet aspect également une plus grande transparence est nécessaire. La maîtrise du risque de liquidité dépend en effet de la capacité des institutions financières à évaluer correctement le prix des produits complexes. (Voir l'article de Natacha Valla et Christian Ewerhart, « Liquidité des marchés financiers et prêteur en dernier ressort »).

- Enfin, une troisième leçon que l'on peut tirer de la période récente est l'utilité pour les banques centrales de disposer d'une liste d'actifs éligibles suffisamment diversifiés pour faire face à une augmentation imprévue de la demande de garanties permettant d'atténuer les conséquences d'un épisode de turbulence financière. *(Voir l'article de Frédéric Hervo, « Évolutions récentes de la liquidité intra-journalière dans les systèmes de paiement et de règlement »).*

Les solutions préconisées

- Tout d'abord, la liquidité étant créée et entretenue par les opérateurs de marché eux-mêmes, les améliorations possibles sont pour l'essentiel du ressort du système privé. Cela vaut aussi pour les incitations, notamment salariales, à l'origine de prises de risque excessives et pour les notations dont la métrique est certainement à revoir. *(Voir l'article de Jaime Caruana et Laura Kodres, « La liquidité sur les marchés mondiaux »).*
- La crise a montré qu'en dépit de nombreuses années de profit élevés qui auraient dû renforcer leur solidité, certaines banques et intermédiaires financiers ont manqué de capital pour faire face au choc financier et tentent actuellement de reconstituer leurs fonds propres. En outre, des problèmes sérieux sont apparus sur des compartiments de marché (les conduits et particulièrement les SIV) dépourvus de capital pour absorber les chocs. Une solide assise en fonds propres dans toutes les composantes du système financier permettrait de limiter l'effet des futurs chocs de liquidité. Cela est d'autant plus vrai dans un monde caractérisé par une extension de la valorisation en *fair value* où toute crise se répercute instantanément sur les fonds propres, accentuant le risque d'un passage rapide d'une crise de liquidité à une crise de solvabilité. *(Voir la vue d'ensemble).*
- La mise en œuvre de Bâle II devrait apporter des améliorations significatives pour mesurer plus finement et plus justement les risques, par exemple en amenant les banques à pondérer plus fortement les lignes de liquidité offertes aux conduits de titrisation et, ce faisant, à accroître le niveau de capital requis. *(Voir notamment les articles de Charles Goodhart, « La gestion du risque de liquidité » et de Jean-Charles Rochet : « La réglementation de la liquidité et le prêteur en dernier ressort »).*
- S'agissant enfin des banques centrales en charge de stabilité systémique, elles doivent évaluer dans quelle mesure leurs missions traditionnelles de garantes de la stabilité du système bancaire doivent être adaptées pour favoriser la stabilité sur les marchés de capitaux concernés. *(cf. l'article d'Andrew Crockett, « Liquidité de marché et stabilité financière »).*