

La finance dans la tempête, les banques centrales à la manœuvre

⊙ En l'espace de quelques jours, la crise financière connaît une série de rebondissements avec la bouffée de stress qui va avec. Au tableau : faillite de Lehman Brothers, rachat de Merrill Lynch par Bank of America, sauvetage d'AIG, et finalement des inquiétudes ravivées sur l'état de la menace systémique.

⊙ La Fed et le Trésor américain montrent leur détermination à aider le système financier à trouver un nouvel équilibre et à parer tout risque systémique mais pas à n'importe quel prix (discrimination entre les acteurs jugés « *too big to fail* », prises de garanties pour minimiser le coût pour le contribuable).

⊙ Dans ce contexte tendu et instable, la Fed a néanmoins choisi de laisser inchangé à 2 % son taux directeur à l'issue du FOMC qui s'est tenu le 16 septembre, en ligne avec nos attentes¹. La décision n'a pas dû être facile à prendre. Elle va à l'encontre des anticipations de baisse que les marchés avaient forgées avec l'espoir de connaître une réplique des gestes consentis lors des précédents épisodes de stress.

⊙ Si la Fed n'a pas souhaité actionner une nouvelle fois la politique monétaire, elle n'en reste pas moins active sur le front de la liquidité. Toutes les banques centrales d'ailleurs sont en alerte et mettent sous perfusion les marchés, en attendant un retour au calme.

La finance dans la tempête

En deux semaines, les pouvoirs publics américains ont prouvé leur pragmatisme en matière d'interventionnisme, et les limites qu'ils entendent poser à cette ligne de conduite.

Que s'est-il passé ?

Le 7 septembre, le Trésor américain annonce la mise sous tutelle de Fannie Mae et Freddie Mac. Il montre une fois de plus sa détermination à soutenir le marché immobilier américain². Le 16 septembre, c'est au tour d'AIG d'être sauvé, par un prêt de la Fed de 85 milliards de dollars (prêt sur 2 ans, extrêmement coûteux puisque le taux est fixé au

Libor à 3 mois plus 850 pdb, et gagé sur l'ensemble des actifs de AIG). Entre temps, après avoir vu son cours divisé par 10 depuis le mois de juin, et les négociations d'adossement à KDB échouer début septembre, **Lehman Brothers s'est placée le 15 septembre sous le chapitre 11 du code de la faillite américain.**

La chute de la 4^{ème} banque d'affaires américaine illustre l'intensité et le caractère extraordinaire de la crise financière, ainsi que les limites, dans un contexte de stress, d'un *business model* fondé exclusivement sur les financements à court terme sur le marché de gros. Ce constat vaut également pour Merrill Lynch, racheté 50 milliards de dollars par Bank of America le même jour.

Qu'est-ce que cela veut dire ?

La Fed et le Trésor restent bien évidemment déterminés à éviter que la crise financière ne dégénère en crise systémique. Mais le marché doit aussi parvenir à se réguler par lui-même et purger (parfois dans la douleur) ses propres excès. Même si le périmètre et les modalités de leurs interventions peuvent évoluer vu la rapidité avec laquelle la crise se développe, deux grands principes semblent désormais régir leur décision :

1/ un principe de discrimination entre acteurs en rapport avec le risque de système lié leur faillite potentielle ;

2/ et la réactivation du principe de Bagehot (« *no liquidity without penalty* ») qui impose une pénalité aux bénéficiaires de toute aide d'urgence.

La Fed a ainsi estimé que les conséquences de la faillite du premier assureur américain, plombé par les résultats de sa division de structurés de crédit, auraient été dramatiques. D'une part, pour les banques prêteuses du fait de la probable concentration des expositions (risque systémique). D'autre part, pour les épargnants américains détenant des sicav monétaires exposées à la dette de l'assureur. En cas de faillite d'AIG, la valeur de ces placements risquait de s'effondrer.

En revanche, les autorités financières sont restées de marbre face à la faillite annoncée de Lehman Brothers. Cette non assistance s'explique pour partie par une prise en compte de l'aléa moral. Elle semble également relever d'une hypothèse de large dissémination des engagements de Lehman dans

¹ Cf. ECO News, « La finance dans la tempête, la Fed garde la tête froide », n°108, 18 septembre 2008.

² Cf. Perspectives Hebdo n°32-08, semaine du 8 au 12 septembre.

l'ensemble du système financier (bancaire et non bancaire), impliquant que son défaut serait supporté par un nombre suffisamment élevé de créanciers pour être gérable par chacun. Toutes les banques n'ayant à ce jour pas encore révélé le montant de leur exposition à Lehman, cette hypothèse n'a cependant pas encore été vérifiée.

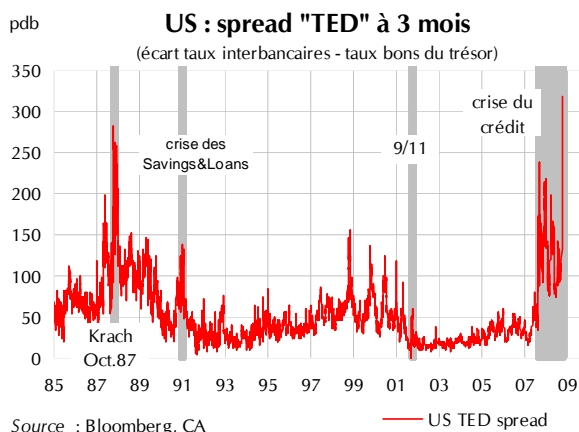
Par ailleurs, autant la faillite de Bear Stearns a pu prendre par surprise les marchés compte tenu de la vitesse à laquelle la situation de la banque s'est dégradée (idem pour AIG), autant les difficultés de Lehman sont montées *crescendo*. Le marché et les contreparties de la banque ont pu s'y préparer. Mais la rationalité individuelle a sans doute contribué à précipiter la chute de la banque : les décisions prises par chaque contrepartie de réduire leurs engagements sur la banque a exacerbé ses difficultés.

Les banques centrales à la manœuvre

Etat d'alerte totale sur le front de la liquidité

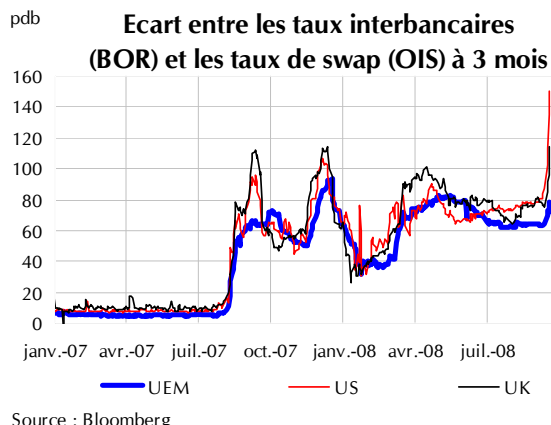
Les événements récents ont entraîné une nouvelle paralysie des marchés interbancaires, pour la quatrième fois en un peu plus d'un an. Bien que la liquidité ne fasse pas défaut au niveau global, les banques ont de nouveau cessé de se prêter entre elles, par manque de visibilité sur le risque de contrepartie. En conséquence, plusieurs d'entre elles sont dans l'obligation de payer un prix très élevé pour financer leur besoin de trésorerie à court terme.

Tous les indicateurs de tensions sur les marchés monétaires sont de nouveau dans le rouge. En particulier, l'écart entre les taux de marché à 3 mois non sécurisés et le rendement d'un billet de trésorerie de même maturité, appelé « TED spread », a dépassé les 300 pdb, un niveau jamais observé depuis le krach d'octobre 1987 (cf. graphique).

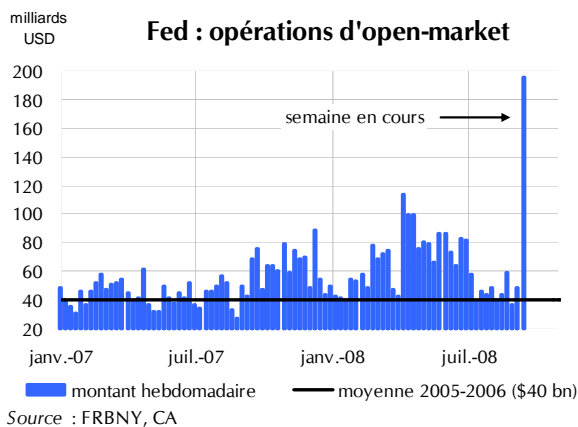


Les *spreads* OIS/BOR à 3 mois, qui fournissent une mesure des tensions sur les marchés monétaires tenant compte des anticipations de baisses des taux

directeurs ont également explosé aux Etats-Unis et au Royaume-Uni (cf. graphique).



Les banques centrales sont mobilisées et interviennent pour garantir le bon fonctionnement des marchés, en procédant à des injections massives de liquidité à court terme. Ainsi, la Fed a injecté 190 milliards de dollars en quelques jours via des opérations d'*open-market* classiques, un record absolu depuis le début de la crise (cf. graphique), sans compter les modifications apportées aux facilités de prêt déjà mises en place sur les marchés monétaires (PDCF et TSLF). La BCE n'est pas en reste puisqu'elle a injecté 100 milliards d'euros en deux jours. Comme aux Etats-Unis, il s'agit de prêts à un jour qui sont retirés du système dès le lendemain.



Face à la persistance des tensions, les grandes banques centrales ont finalement procédé à une annonce coordonnée le 18 septembre, comme cela avait été le cas en décembre 2007 et en mars 2008. Les montants des lignes de *swaps* en dollars déjà en place ont été doublés pour l'Europe continentale : 110 milliards de dollars au niveau de la BCE dont 40 milliards alloués à une nouvelle facilité de paiement au jour le jour ; 27 milliards pour la Banque Nationale Suisse. Le même type de mécanisme a été mis en place avec le Japon (60 milliards de dollars), le Royaume-Uni (40 milliards) et le Canada (10 milliards).

Si les banques centrales parviennent ainsi à gérer la situation à très court terme, elles ne peuvent régler le problème de fond, ni restaurer la confiance entre les banques, condition nécessaire à un retour au calme sur les marchés monétaires.

L'onde de choc n'épargne pas la zone Asie/Pacifique

Partout ailleurs dans le monde, de nombreuses banques centrales se sont mises en mode « gestion de crise » afin d'apaiser les tensions sur leurs marchés.

La Banque du Japon (BoJ) a injecté 8.000 milliards de yens (76,5 milliards de dollars) en trois jours, le taux d'emprunt au jour le jour ayant dépassé de 20 pdb le taux cible de la BoJ, mardi 16 septembre. Son gouverneur, M. Shirakawa, a déclaré qu'il surveillait attentivement la récente situation entourant le secteur financier aux Etats-Unis et son impact sur l'économie nipponne, et qu'il prendrait des mesures pour garantir la stabilité du marché japonais. Toutefois, comme la Fed, la BoJ n'a pas jugé utile de baisser son taux cible, déjà très bas (0,50 %). La filiale Lehman Brothers Japan est un acteur majeur du système financier japonais. Elle gérait environ 1 200 milliards de yens d'actifs et employait 1 300 personnes. Elle a été suspendue de ses fonctions de *primary dealer* pour les deux semaines à venir par le ministère des finances japonais.

Depuis le début de la semaine, **la banque centrale australienne (RBA) a injecté 11,25 milliards de dollars australiens (soit 8,96 milliards de dollars) sur le marché monétaire**. Ce montant important doit permettre en outre de faire face aux besoins de

liquidité des banques au moment de la clôture des comptes le 30/09.

La banque centrale d'Inde (RBI) va, elle aussi, injecter de la liquidité pour soutenir son système bancaire, à travers des opérations de refinancement supplémentaires. De plus, afin de soutenir sa devise, la RBI va vendre du dollar. **La banque centrale de Taiwan, de son côté, a injecté 3,59 milliards de dollars sur le marché interbancaire international**. Elle a en outre abaissé son ratio de réserves obligatoires, et ce pour la première fois en huit ans. De plus, **ce jeudi 18 septembre, l'autorité monétaire de Hong Kong a injecté 1,556 milliards de HKD** (soit 200 millions de dollars) dans son système bancaire. La banque centrale de Corée (BoK), qui a déjà dépensé plus de 30 milliards de dollars cette année pour défendre sa devise, le won (en chute de 17 % en 2008 contre le dollar), et la banque centrale de Singapour ont répété qu'elles étaient prêtes à fournir plus de liquidités si nécessaire.

Face à la crise, la réaction mondiale s'organise. Les autorités financières sont pragmatiques et déterminées à aider le système financier à trouver un nouvel équilibre et à parer tout risque systémique mais pas à n'importe quel prix. ■

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

75710 PARIS Cedex 15 — Fax : +33 (0)1 43 23 58 60

Directeur de la Publication : Jean-Paul Betbèze

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.