

## Points de presse pour le chapitre 1: Comment relever les défis financiers à venir

Rapport sur la stabilité financière dans le monde, octobre 2009

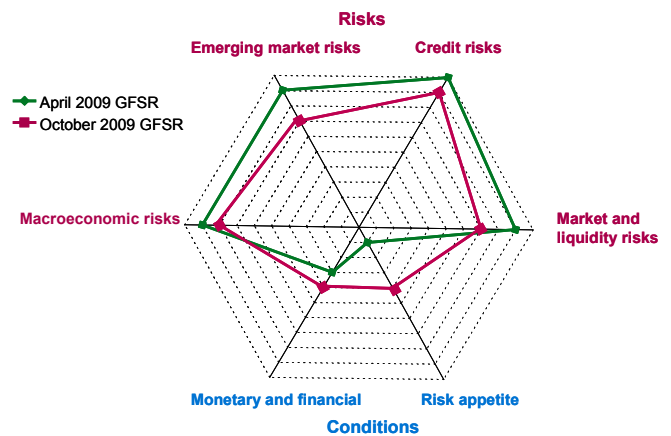
### Principaux points

- La stabilité financière dans le monde s'est améliorée, mais les risques restent élevés.
- Les pertes mondiales sont maintenant estimées à 3 400 milliards de dollars. Une nouvelle détérioration des prêts bancaires est toutefois attendue, plus de la moitié de leur dépréciation n'ayant pas encore été comptabilisée.
- Les décideurs devront relever des défis considérables à court terme. Il leur faudra notamment assurer une expansion suffisante du crédit pour soutenir la reprise économique, concevoir des stratégies de sortie appropriées, et gérer les risques liés à l'importance des emprunts publics.

La stabilité financière dans le monde s'est améliorée suite aux mesures sans précédent qui ont été prises et aux signes de reprise économique. Les risques globaux restent néanmoins élevés et le risque de retournement demeure non négligeable (graphique 1). Nous estimons maintenant les pertes mondiales résultant de la crise pour les années 2007 à 2010 à environ 3 400 milliards de dollars (soit un chiffre inférieur de 600 milliards à celui indiqué dans le précédent Rapport sur la stabilité financière dans le monde), du fait principalement de la hausse de la valeur des titres.

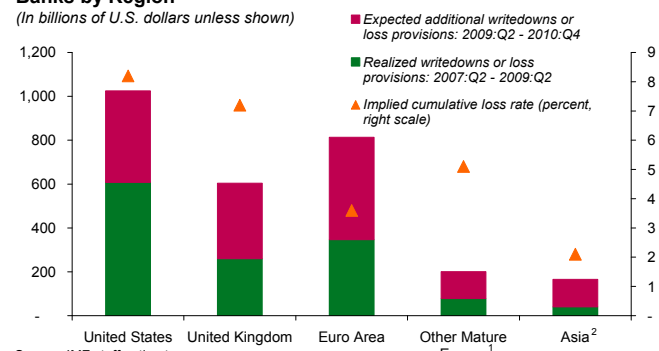
Les institutions financières restent confrontées à trois principaux défis: reconstituer leurs fonds propres, consolider leurs gains et s'affranchir progressivement du soutien financier public. La dépréciation des titres détenus par les institutions financières a commencé à s'atténuer, mais la détérioration du crédit va continuer d'entraîner un accroissement des pertes accusées sur les prêts pendant les prochaines années. La révision à la baisse, par les banques, de la valeur comptable de leurs portefeuilles de prêts et de titres entre le milieu de 2007 et le milieu de 2009 a atteint 1 300 milliards de dollars. Nous estimons à 1 500 milliards de dollars les pertes de valeurs réelles et potentielles jusqu'à la fin de 2010 qui n'ont pas encore été

Figure 1. Global Financial Stability Map



Source: IMF staff estimates.  
Note: Closer to center signifies less risk, tighter monetary and financial conditions, or reduced risk appetite.

Figure 2. Realized and Expected Writedowns or Loss Provisions for Banks by Region



Source: IMF staff estimates.  
<sup>1</sup>Includes Denmark, Iceland, Norway, Sweden, and Switzerland.  
<sup>2</sup>Includes Australia, Hong Kong SAR, Japan, New Zealand, and Singapore.

comptabilisées (graphique 2). Si la capitalisation et les perspectives d'évolution des banques se sont sensiblement améliorées depuis le dernier Rapport sur la stabilité financière dans le monde, leurs bénéfices ne devraient pas totalement compenser les dépréciations à venir. Les banques disposent d'assez de fonds propres pour survivre, mais elles restent soumises à la pression du désendettement. Leurs bénéfices tendanciellement risquant d'être plus faibles au sortir de la crise, des mesures plus énergiques sont nécessaires pour renforcer leurs fonds propres et leur capacité bénéficiaire afin de soutenir le crédit.

**La croissance du crédit au secteur privé a continué de se contracter dans les grands pays** du fait que la faiblesse de l'activité et le désendettement des ménages freinent la

demande de crédit du secteur privé et que la capacité de financement des secteurs bancaire et non bancaire reste limitée (graphique 3). Les besoins globaux d'emprunt ne diminuent toutefois pas aussi rapidement en raison de l'accroissement des déficits publics. Cela aura probablement pour effet de limiter l'offre de crédit. Il faudra peut-être que les banques centrales maintiennent leur soutien pour contribuer à y remédier.

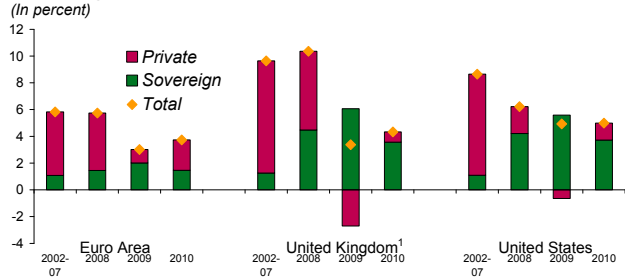
**Les risques extrêmes dans les pays émergents ont diminué grâce aux mesures énergiques prises par les pouvoirs publics.** L'Asie et

l'Amérique latine ont particulièrement bénéficié de la stabilisation des marchés principaux et d'une reprise des entrées d'investissements de portefeuille. Les refinancements et les risques de défaillance restent toutefois relativement élevés dans le secteur des entreprises, celles-ci devant refinancer une dette en devises de 400 milliards de dollars au cours des deux prochaines années. La situation est

particulièrement préoccupante dans les pays émergents d'Europe, où les recettes des entreprises sont en forte baisse sous l'effet de la récession et où plusieurs grosses faillites ont déjà eu lieu, mais elle l'est aussi pour les petites entreprises endettées d'Asie et d'Amérique latine. Les pays qui sont fortement tributaires de ressources extérieures et de financements internationaux sont particulièrement vulnérables.

**Le transfert des risques du secteur privé sur les bilans publics fait craindre des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à plus long terme** si les gouvernements ne font pas montre d'un attachement crédible à la stabilité budgétaire et n'ancrent pas les attentes. Bien que l'on s'attende à ce que le montant net des émissions souveraines diminue sur la période 2010-2012 par

**Figure 3. Growth of Nonfinancial Sector Debt: History and Projected Borrowing Needs**

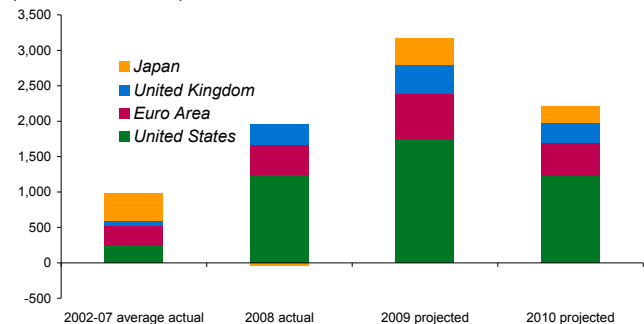


Source: IMF staff estimates.

Note: Data for 2002-07 represent average annual totals while 2009 and 2010 are projected borrowing needs. Total growth is broken down into private and sovereign contributions.

<sup>1</sup>There was no reliable fit for corporate credit demand in the United Kingdom, so the U.S. model was used as a proxy.

**Figure 4. Net Sovereign Debt Issuance in Mature Markets**



Source: IMF staff estimates.

Note: Numbers are converted to U.S. dollars at current exchange rates. Net issuance includes bonds and bills.

rapport aux projections pour 2009, il restera probablement bien supérieur à la moyenne des années 2002 à 2007, les déficits budgétaires restant élevés (graphique 4). Il ressort de l'analyse de données de panel rétrospectives qu'un accroissement persistant d'un point du déficit budgétaire par rapport au PIB entraîne une hausse des taux d'intérêt à long terme de 10 à 60 points de base.

**Bien que les risques systémiques aient diminué, les défis que les pouvoirs publics doivent relever sont importants.** Ils doivent (i) assurer une croissance suffisante du crédit pour soutenir la reprise économique qui s'amorce, (ii) concevoir des stratégies de sortie appropriées, (iii) gérer les risques liés aux pressions qui pèsent sur les bilans des administrations publiques, et (iv) maintenir l'équilibre entre la réglementation et les forces du marché en réduisant les risques systémiques futurs. À moyen terme, les pouvoirs publics devraient chercher à rétablir la discipline de marché, s'attaquer aux risques posés par les institutions systémiques, adopter une approche macroprudentielle et renforcer la surveillance des institutions financières internationales.

**Points de presse – chapitre 2 :**  
***Reprise des marchés de titrisation : écueils et propositions***

**Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR), octobre 2009**

**Préparé par John Kiff, Jodi Scarlata, Andy Jobst et Michael Kissler**

***Principaux points***

- Une saine titrisation offre plusieurs avantages importants : allocation plus efficace du crédit, éclatement du risque de crédit sur un large éventail d'investisseurs pour qu'il ne se concentre pas sur le secteur bancaire, et adaptation plus poussée des risques et des rendements aux investisseurs ultimes potentiels.
- Sans reprise de la titrisation, les tensions persisteraient sur les financements bancaires et il en coûterait une baisse du crédit ainsi qu'une prise en charge croissante par les banques centrales et les pouvoirs publics.
- Le nouveau modèle de titrisation saine devrait marquer l'abandon des marchés «à taux d'octane élevé» du passé et la mise en place de marchés qui répondent en toute fiabilité aux besoins de financement des prêteurs sans accroître la complexité des produits et sans recours excessif au levier financier.
- Les diverses propositions formulées pour remettre en marche une titrisation durable — augmentation des fonds propres obligatoires, normes de comptabilisation plus rigoureuses pour les entités hors-bilan, obligations de rétention, et obligations d'information plus poussées — pointent toutes dans la bonne direction.
- Cependant, si elles sont toutes exécutées conjointement, leur interaction risque de rendre la reprise de la titrisation trop coûteuse. Des études d'impact doivent être réalisées avant que ces propositions ne soient mises en œuvre, de sorte que leur effet conjugué encourage une saine titrisation, loin de la brider.

Les poussées de titrisation observées durant la période 2005-07 ont été induites par des incitations disparates provenant de sources diverses : interactions entre émetteurs de crédit et agences de notation pour surévaluer les notations, arbitrage réglementaire et comptable motivé par des produits et des structures d'investissement inappropriées, rémunération basée sur les résultats à court terme qui a eu pour effet de doper les émissions. Par ailleurs, de nombreux investisseurs n'ont pas appliqué la diligence voulue à leurs positions de titrisation, bien souvent parce que les informations requises n'étaient pas librement disponibles. Lorsque toutes ces faiblesses se sont manifestées — en partie sous la forme d'un nombre croissant de défauts chez les emprunteurs et un dysfonctionnement dans le calcul des prix — les prix des

produits titrisés et les émissions se sont effondrés et le marché s'est en grande partie paralysé en 2008 et 2009.

Le chapitre passe en revue la montée en puissance puis la chute des marchés de titrisation privée et évalue les diverses initiatives destinées à les remettre en marche de façon durable. Ces propositions visent à corriger l'alignement des incitations et les risques d'arbitrage réglementaire, lesquels ont perturbé la répartition efficiente des risques, affaibli la discipline du marché et provoqué des dérapages dans les normes de souscription et de suivi. Les propositions à l'examen comprennent une augmentation des fonds propres réglementaires, un durcissement des normes comptables applicables au transfert d'actifs hors-bilan, l'augmentation des obligations de rétention pour les émetteurs, et des exigences plus rigoureuses en matière d'information.

Le chapitre examine en particulier les initiatives présentées aux États-Unis et en Europe pour imposer un taux de rétention minimum de 5 % pour que les émetteurs soient davantage impliqués, et veiller à ce que quelqu'un assume la responsabilité de la diligence voulue en matière de souscription et de suivi. Le chapitre démontre qu'il faut une mise en œuvre souple pour que les incitations soient globalement alignées, car au fil des variations des probabilités de défaut et de l'évolution de la conjoncture économique et de la qualité des crédits, les émetteurs de produits titrisés n'auront pas les mêmes incitations à filtrer les prêts.

### *Politiques proposées*

Plusieurs propositions se dégagent du chapitre, dont certaines qui couvrent des activités déjà à l'examen et mettent à profit des propositions formulées dans des éditions précédentes du GFSR.

- Il faut réduire les incitations aux «surenchères de notation» et à l'arbitrage des obligations réglementaires lié aux notations, en veillant notamment à ce que les agences de notation révèlent leur méthodologie et rendent publiques les données relatives à leurs notations, et en réduisant la dépendance des notations au plan réglementaire.
- Les obligations de rétention doivent être adaptées au type de produit financier considéré, à ses risques sous-jacents et aux perspectives économiques — faute de pouvoir assurer ce type de rétention, les décideurs devraient mettre en place un dispositif de rétention suboptimal qui couvre la plupart des situations.
- Il faut renforcer la communication et la transparence des états financiers, notamment dans le cas des engagements hors bilan. Cependant le travail de déclaration doit se centrer sur les informations qui revêtent une importance cruciale, au risque de déverser sur les titriseurs ou les investisseurs une surabondance de données inutiles.

- La rémunération des titriseurs doit être axée sur un horizon à plus long terme. Les changements récemment apportés aux normes comptables applicables à la titrisation nous rapprochent de cet objectif.
- Les produits titrisés doivent être simplifiés et normalisés afin d'améliorer la liquidité et de faire en sorte que les prix reflètent mieux les transactions effectives.

Il se dégage de ce chapitre un message fondamental : prises individuellement toutes ces mesures pointent dans la bonne direction, mais avant de les mettre en œuvre il convient d'évaluer avec soin leur interaction. Des études d'impact doivent être réalisées pour veiller à ce que, conjointement, elles encouragent une titrisation durable.

**Points de presse – chapitre 3: *Interventions sur les marchés durant les crises financières : quelle est leur efficacité et quand se retirer?***

**Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR), octobre 2009**

**Préparé par Effie Psalida, Wouter Elsenburg, Andreas Jobst, Kazuhiro Masaki et Sylwia Nowak**

*Principaux points*

- **S'il est encore trop tôt pour dresser un bilan exhaustif de l'efficacité à long terme des interventions de crise, il ressort des analyses empiriques dont rend compte ce chapitre que les annonces d'intervention de crise ont réussi à calmer les marchés financiers.**
- **Au vu de l'objectif à court terme consistant à apaiser les marchés, les annonces d'injections de liquidités ont été les plus efficaces durant les phases initiales de la crise, tandis que les recapitalisations bancaires et les rachats d'actifs par l'État ont été les plus efficaces durant ses phases ultérieures.**
- **S'agissant de l'efficacité à long terme, d'après nos conclusions initiales les prix de marché de certains instruments financiers ont commencé à se stabiliser et l'émission de titres de créance a repris en réaction aux mesures de crise sans précédent adoptées par les pouvoirs publics.**
- **Le retrait des interventions de crise devrait être guidé par le souci du rétablissement d'une confiance durable dans la santé des institutions et des marchés financiers. Une communication claire sur le «dénouement» de ces mesures — non seulement sur son déclenchement mais aussi sur la conception de l'ensemble du processus — est importante pour préserver la stabilité du marché et la gestion des attentes.**

Le présent chapitre cherche à évaluer dans quelle mesure les interventions annoncées et entreprises par les pouvoirs publics dans les principaux pays avancés durant l'actuelle crise financière ont réussi à calmer des marchés en difficultés et à rétablir la stabilité financière. Suite à un examen préliminaire de l'impact à plus long terme de ces interventions sur les marchés visés, le chapitre traite du dénouement de ces interventions de crise et plus concrètement du moment où il doit se produire, de son agencement et des distorsions du marché.

Le chapitre s'efforce de répondre à trois questions principales :

### **Dans quelle mesure les annonces d'interventions de crise ont-elles réussi à calmer les marchés?**

L'atténuation des tensions dans le secteur bancaire et un retour relatif à l'autosuffisance sur les marchés obligataires les plus touchés sont autant de signes prometteurs semblant indiquer que les interventions publiques les plus vastes que le secteur financier ait connues depuis la Grande dépression ont contribué à maîtriser les craintes de risque systémique. La riposte des pouvoirs publics à la crise a été rapide et elle a, dans une certaine mesure, réussi à calmer les marchés financiers et à rétablir leur fonctionnement.

L'analyse s'est basée sur une étude événementielle des annonces de politique générale dans 13 pays avancés sur une période de deux ans (juin 2007 à juin 2009). L'étude conclut que dans un environnement caractérisé par un niveau élevé d'incertitude des marchés et de risque de contrepartie, comme durant la première phase de la crise, lorsque les préoccupations portaient principalement sur le financement de liquidités, les injections de liquidités ont le mieux réussi à calmer les marchés financiers.

À mesure que la crise de liquidité cédait le pas à une crise de solvabilité, les annonces de recapitalisation bancaire et d'achats d'actifs par les pouvoirs publics ont été des plus efficaces car ces mesures ont contribué à alléger le risque de crédit.

### **Quelle est l'efficacité à long terme des interventions de crise ?**

Bien qu'il soit encore trop tôt pour procéder à un bilan exhaustif de l'efficacité à long terme, plusieurs aspects particuliers peuvent être utilement évalués dans l'immédiat. Le chapitre examine l'efficacité à long terme en s'attachant aux volumes d'émission et aux mouvements généraux des prix des instruments financiers que les autorités ont tenté d'influencer. Bien qu'il soit très difficile d'établir un lien entre une intervention publique spécifique et les considérations d'efficacité à long terme, du fait des événements qui se produisent dans l'intervalle et d'autres facteurs exogènes, les conclusions initiales mettent en évidence que les prix se stabilisent sur certains marchés et que l'émission de titres de créance connaît une reprise.

### **Quand et comment les pouvoirs publics doivent-ils retirer les mesures de crise?**

De manière générale, le retrait des interventions de crise des banques centrales et des gouvernements dans le système financier doit être guidé par le souci du rétablissement d'une confiance durable dans la santé des institutions et des marchés financiers. Comme les conditions économiques et financières changent d'un pays à l'autre, aucune règle uniforme ne permet de préciser quand et dans quel ordre les pouvoirs publics devraient démonter les dispositifs mis en place en période de crise.

Cela dit, certains principes généraux peuvent s'appliquer.



1. La stratégie à suivre pour définir le moment et les modalités du retrait doit prévoir la gestion des attentes des marchés ainsi qu'une communication claire de ce moment et de ces modalités.
2. Il importe de planifier pour prévenir les risques d'arbitrage entre secteurs ou entre pays. Par exemple, dans la mesure du possible, il est préférable que les pays coordonnent le dénouement des garanties publiques sur les émissions d'obligations bancaires.
3. S'agissant des mesures engagées par les pouvoirs publics dans le secteur financier, il faut accorder la priorité à la sortie de programmes de soutien qui ont un effet de distorsion notable sur les marchés financiers et font intervenir d'importants engagements conditionnels de l'État. Le choix du moment du retrait et de ses modalités doit tenir compte de la conjoncture des marchés financiers et, concrètement, de l'illiquidité ou des fragilités qui y persistent.