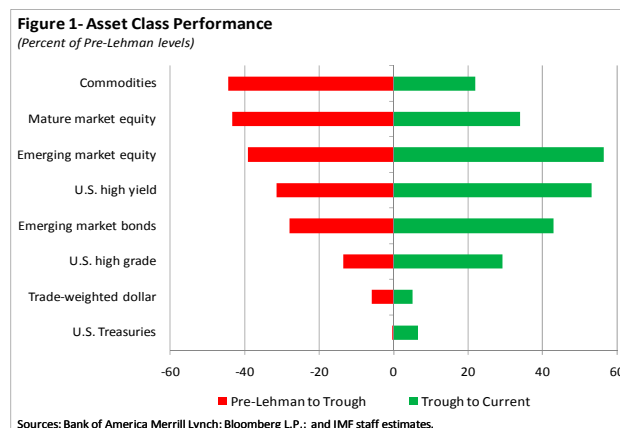


Le système financier se stabilise, mais les stratégies de sortie, les réformes et les défis budgétaires restent à l'ordre du jour

Grâce au redressement des fondamentaux et au maintien du solide dispositif d'accompagnement des pouvoirs publics, les risques systémiques continuent de s'amoinrir. Malgré certaines améliorations, la stabilité financière reste fragile dans de nombreux pays avancés et plusieurs pays émergents durement touchés par la crise. Il est particulièrement prioritaire d'améliorer la santé de leur secteur bancaire afin de normaliser le fonctionnement des circuits du crédit. Le transfert de risques financiers vers les bilans des États et l'augmentation des niveaux d'endettement public aggravent également les risques qui pèsent sur la stabilité financière et compliquent les stratégies de sortie. Les flux de capitaux vers certains pays émergents commencent à susciter des inquiétudes liées aux pressions sur les prix des actifs et les taux de change. Dans ces pays les gouvernements pourraient être amenés à retirer plus tôt leurs politiques d'accompagnement afin de maîtriser les risques pour la stabilité financière. Dans tous les pays, l'objectif est de mettre fin aux interventions exceptionnelles de l'État pour évoluer vers un système financier mondial qui soit plus sûr, mais qui conserve par ailleurs le dynamisme nécessaire à une croissance soutenue.

Les marchés financiers ont opéré un vigoureux redressement grâce à l'amélioration des fondamentaux et au maintien des mesures d'accompagnement des pouvoirs publics (voir *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2010). L'appétit pour le risque se manifeste de nouveau, les marchés boursiers ont amorcé une reprise et les marchés de capitaux recommencent à fonctionner. De ce fait, après avoir chuté à leurs minima historiques, les prix d'un large éventail d'actifs ont fortement rebondi, l'effondrement de l'activité économique et financière que craignaient les investisseurs ne s'étant pas matérialisé (graphique 1)



Cette évolution favorable de la conjoncture s'est traduite par une réduction globale des risques systémiques. Les risques de crédit et de marché sont généralement en repli, compte tenu des perspectives économiques plus favorables et d'une diminution des risques

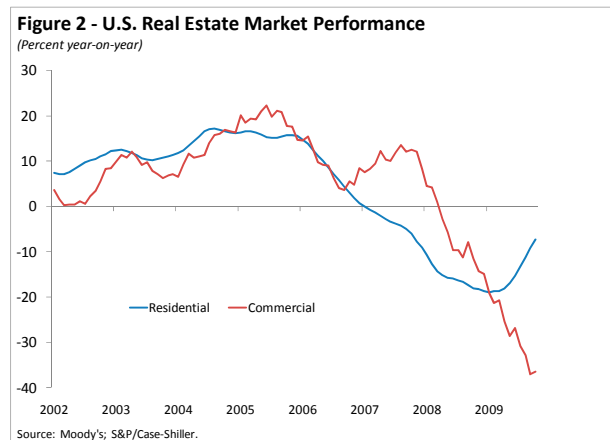
macroéconomiques, ainsi que des conditions monétaires et financières accommodantes. Les risques liés aux marchés émergents ont également diminué. Le relâchement persistant des conditions monétaires et financières joue certes un rôle utile, mais il laisse également entrevoir à terme des difficultés qu'il faudra gérer avec prudence.

Si l'on observe une amélioration globale, la remise en état du système financier n'est pas pour autant achevée et la stabilité financière demeure fragile. Certains problèmes pressants issus de la crise attendent toujours une solution. Par ailleurs, de nouveaux risques se font jour qui résultent des mesures exceptionnelles de soutien mises en œuvre par les gouvernements. Ces mesures ont en effet entraîné un accroissement sensible des risques liés au bilan des États et une augmentation de l'endettement souverain, qui lui-même pourrait peser lourdement sur la stabilité financière à l'avenir. Dans le même temps, l'économie de plusieurs grands pays émergents enregistre déjà un vigoureux rebond, ce qui a initialement fait craindre des pressions à la hausse sur les prix des actifs et les taux de change. Autrement dit, la chronologie, l'agencement et l'exécution des stratégies de sortie vers un système financier nouvellement réformé exigeront une gestion avisée de la part des gouvernants.

Banques et crédit

La première tâche d'envergure consiste à rétablir la santé du système bancaire et, de manière plus générale, des circuits du crédit. Pour ce faire, le processus d'inversion du levier financier à l'œuvre dans le système bancaire doit se poursuivre sans heurts et éviter les ajustements qui, par leur ampleur, risqueraient de mettre en péril la reprise. Le processus

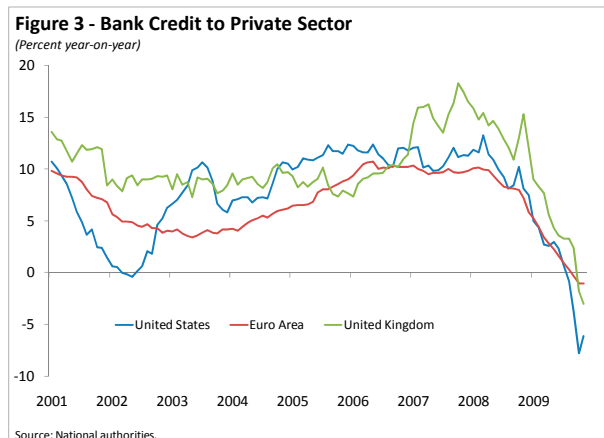
d'absorption des pertes de crédit se poursuit, appuyé par des mobilisations de fonds propres. Nos estimations des dépréciations escomptées seront mises à jour dans l'édition d'avril 2010 du GFSR. À en juger par le redressement des prix des valeurs inscrites au bilan des banques, notre estimation pourrait être quelque peu inférieure aux chiffres précédemment avancés si de nouveaux calculs étaient aujourd'hui réalisés.



Bien que des fonds propres aient été levés jusqu'à présent, les banques pourraient être amenées à en mobiliser beaucoup plus pour contribuer à la reprise du crédit et entretenir la croissance économique, au regard des nouvelles normes de fonds propres de Bâle. Celles-ci semblent rejoindre les normes de marché qui ont servi à calculer les besoins résiduels en fonds propres pour l'édition d'octobre 2009 du GFSR.

Les pertes de crédit issues des engagements dans l'immobilier commercial devraient s'accroître considérablement (graphique 2). Les dépréciations escomptées se concentrent dans les pays qui ont enregistré les poussées de prix, puis les corrections, les plus fortes et elles sont conformes à nos estimations précédentes.

Les banques doivent non seulement lever plus de fonds propres mais aussi trouver une solution aux déficits de financement qui pourraient se produire. Comme le notait l'édition d'octobre 2009 du GFSR, des volumes considérables de financement arriveront à échéance sur la période 2011-13. Cette concentration des besoins de financement s'explique par la compression des échéances durant la crise. Un repli de la confiance pourrait donc gravement remettre en question la capacité des banques à refinancer ces obligations.



Le retrait des facilités spéciales de liquidité des banques centrales et des garanties publiques de la dette bancaire constitue une préoccupation plus imminente. Bien que le recours à ces instruments ait chuté à mesure que les marchés monétaires et de financement se stabilisaient, certaines banques continuent d'en dépendre plus que d'autres. Si les faiblesses de ces établissements ne sont pas corrigées parallèlement au retrait des mesures d'accompagnement, le secteur bancaire risque de subir de nouvelles tensions et une perte globale de confiance, ce qui pourrait avoir des retombées d'ordre systémique.

Malgré la récente embellie des perspectives économiques, la croissance du crédit bancaire n'est pas encore repartie dans les marchés matures (graphique 3). Il ressort des enquêtes auprès des responsables du crédit bancaire que les conditions de prêt continuent de se durcir dans la zone euro et aux États-Unis, encore que la portée de ce durcissement se soit considérablement modérée. Si les facteurs liés à l'offre de crédit jouent en l'espèce, la faiblesse de la demande semble être la principale contrainte à l'activité globale de crédit.

La croissance du crédit bancaire continue de se contracter à mesure que le cycle du crédit s'infléchit. Bien que le creux de la vague soit proche, les perspectives d'un solide rebond sont très incertaines. Les sources de crédit non bancaire, telles que les émissions des valeurs d'entreprise, connaissent une forte reprise, mais dans bien des cas celle-ci ne suffit pas à compenser le repli du crédit bancaire et ces concours ont pour l'essentiel servi à refinancer des dettes déjà existantes. L'amélioration des perspectives économiques renforcera la demande de crédit et incitera les banques à prêter, mais comme celles-ci continuent de se heurter à des difficultés de fonds propres et de financement, leur capacité de prêt pourrait devenir plus contraignante. Les incertitudes quant au futur dispositif réglementaire pourraient également peser sur les décisions des banques en matière de crédit.

L'effet conjugué des dépréciations continues des bilans bancaires, des pressions de financement et de fonds propres et d'une faible croissance du crédit devrait limiter la rentabilité future des banques. Cela rend

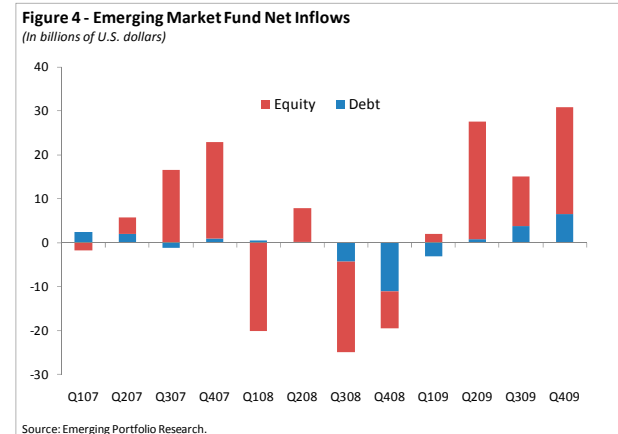
d'autant plus nécessaire l'adoption de mesures plus décisives pour promouvoir la restructuration du secteur bancaire, de sorte que les banques disposent d'une marge de manœuvre suffisante pour surmonter les chocs futurs et pour générer des fonds propres complémentaires.

Flux vers les marchés émergents

Si les flux bancaires vers les pays émergents n'ont pas encore repris, le rebond des flux de portefeuille a contribué à un redressement des actifs dans ces pays, notamment sur les marchés boursiers et, dans une moindre mesure, immobiliers. Des craintes se manifestent selon lesquelles ces flux pourraient provoquer des bulles de prix d'actifs et pousser les taux de change à la hausse. Ceci risquerait de compliquer la mise en œuvre des politiques monétaires et des politiques de change, notamment dans les pays où le régime de change est moins flexible.

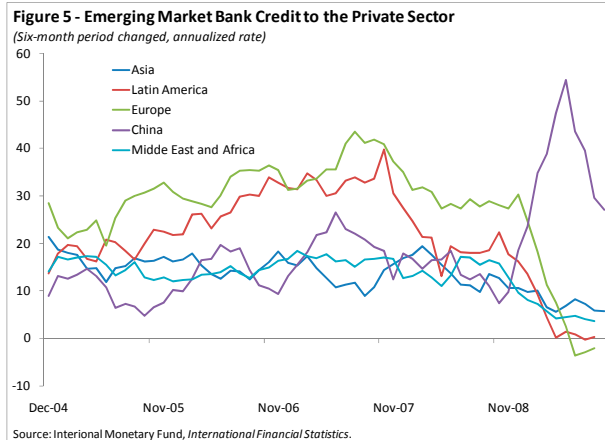
Plusieurs facteurs sont à l'origine de ces flux. La reprise initiale constatée au deuxième trimestre de l'année dernière semble être attribuable à des facteurs exogènes, à savoir l'évolution des comportements des investisseurs (graphique 4). Un net regain d'appétit du risque s'est en effet manifesté et il a profité à toutes les catégories d'actifs à risque. En quête de rendement, les investisseurs ont délaissé les valeurs sûres, compte tenu des faibles taux d'intérêt qui prévalent dans les pays avancés. On peut voir cela dans le repli du dollar et des prix des bons du Trésor, ainsi que dans les délestages des fonds du marché monétaire. Cependant, depuis le deuxième trimestre, les facteurs endogènes ont pris le relais, notamment

l'amélioration des perspectives de croissance des pays émergents, surtout en Asie et en Amérique latine. Les perspectives d'appréciation des taux de change dans ces régions ont également encouragé de nouveaux flux.



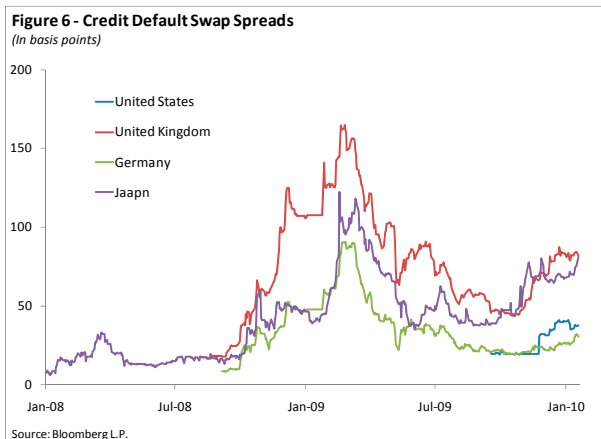
La montée des prix des actifs ne peut pas encore être considérée comme excessive ou généralisée, encore que dans certains pays et marchés les pressions se soient sensiblement accentuées. À quelques exceptions près, au demeurant localisées, l'inflation des prix immobiliers reste dans les normes historiques.

En outre, en dehors de la Chine, la croissance du crédit dans beaucoup de pays émergents ne s'est pas appréciablement redressée (graphique 5). Cela semble indiquer que jusqu'à présent le levier financier n'a pas joué un rôle essentiel dans le redressement des prix des actifs. Cela étant, les gouvernants ne devraient pas traiter avec indifférence les entrées de capitaux et l'inflation des actifs. À mesure que les reprises s'affermiront, les liquidités générées par les flux pourraient alimenter une expansion excessive du crédit et entraîner un renchérissement insoutenable des prix des actifs.

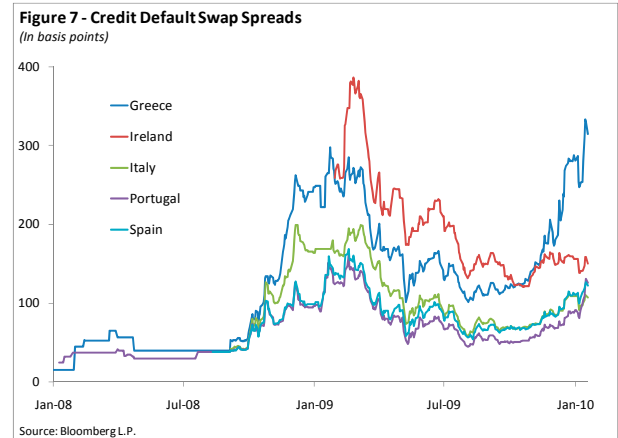


Pressions sur les émetteurs souverains

Les participants aux marchés financiers portent une attention croissante à la stabilité des finances publiques dans les pays avancés. Les doutes quant à leur viabilité et les incertitudes politiques ont provoqué une augmentation des écarts des contrats sur risques de défaut (CDS) pour le Royaume-Uni et le Japon ces dernières semaines (graphique 6). D'autres émetteurs européens, dont la Grèce notamment, ont subi des pressions encore plus fortes du fait du déclassement de leurs cotes ou comme conséquence des incertitudes liées à leurs déséquilibres budgétaires et à leurs plans de rééquilibrage (graphique 7).



Nos projections d'offre nette de dette publique font apparaître une augmentation substantielle des émissions par rapport à la moyenne à long terme sur les deux à trois années à venir. Cet accroissement des déficits et de l'endettement public place les gouvernants devant d'importants défis et fait peser des risques sur la stabilité financière.



Durant les années à venir, il existe au moins un risque que les émissions de dette publique s'opèrent au détriment de la croissance du crédit du secteur privé, en poussant progressivement les taux d'intérêt à la hausse pour les emprunteurs privés et en ralentissant la reprise économique. Cela pourrait se produire dans un contexte de reprise de la demande de crédit privé alors que les banques auraient encore du mal à prêter, d'autant que les mesures de soutien financier seraient retirées. Une augmentation rapide des taux d'intérêt sur la dette publique représenterait un risque plus grave. Cette poussée et le raidissement de la courbe de taux pourraient avoir des retombées négatives sur un large éventail d'institutions financières et sur la reprise, les taux de la dette souveraine étant redéfinis. Enfin, il convient de mentionner le risque d'une perte considérable de confiance des investisseurs à l'égard de certains émetteurs souverains, laquelle aurait des

retombées négatives sur la croissance économique et le crédit dans les pays concernés. Le problème pourrait certes être bien localisé, mais on ne saurait exclure un risque de propagation à d'autres pays et une onde de choc dont souffrirait la confiance.

Priorités pour les pouvoirs publics

Les gouvernants ont devant eux une tâche redoutable qui consiste à définir le moment opportun pour appliquer leurs stratégies de sortie et à apprécier le rythme et l'agencement de ces opérations, tant sur le front monétaire que sur le plan financier. À cela s'ajoute la nécessité de lancer une stratégie à moyen terme de rééquilibrage des finances publiques et de désendettement. Un retrait trop rapide des politiques d'accompagnement exposerait le système financier à un regain de pressions (dans les pays où la reprise serait faible et les vulnérabilités financières persistantes), tandis qu'un retrait trop tardif pourrait provoquer des poussées inflationnistes et créer les prémices des crises à venir (dans les pays présentant des risques d'excès financiers et de surchauffe).

À court terme, l'action doit porter sur la stabilité du secteur financier, encore fragile, en veillant par ailleurs à maintenir la reprise et à prévenir les interactions négatives entre l'économie réelle et le secteur financier. Dans les pays où les vulnérabilités financières persistent, il faudra continuer d'assainir le bilan des banques, veiller à la fluidité des refinancements et restructurer les établissements en difficultés.

Dans les pays émergents où la reprise est rapide, la priorité reste de gérer les flux de capitaux au moyen de politiques macroéconomiques, notamment en

assouplissant les taux de change et en adoptant des mesures prudentielles.

À moyen terme, les pouvoirs publics doivent pérenniser la stabilité financière pour promouvoir une croissance forte, soutenue et équilibrée à l'échelle mondiale. Il faudra maîtriser les risques du secteur public en opérant un rééquilibrage crédible des finances publiques, sans perdre de vue les risques issus des activités financières privées en adoptant un nouveau dispositif réglementaire.

Le système financier de l'avenir

Globalement, le retrait des mesures exceptionnelles d'accompagnement doit servir à promouvoir un système financier à la fois plus sûr et suffisamment dynamique et novateur pour encourager une croissance soutenue. Parvenir à concilier correctement sécurité et dynamisme ne sera pas chose aisée.

L'attention des gouvernants doit également porter sur plusieurs questions de mise en œuvre. Ils devront avoir présents à l'esprit les coûts de l'incertitude liée à la réglementation future car elle risque de perturber les plans des institutions financières du point de vue de leurs activités commerciales et de la fourniture de crédit. Ils devront cependant également éviter les risques d'un déploiement trop rapide de nouvelles réglementations, sans études d'impact préalables. Il reste tout aussi vital de réduire dans toute la mesure du possible les différences de mise en œuvre du nouveau cadre réglementaire à l'échelle internationale pour éviter que les règles du jeu ne changent d'un endroit à l'autre et prévenir les risques d'arbitrage réglementaire, autant de phénomènes qui pourraient compromettre la stabilité financière.

Pour que la réforme réglementaire puisse réussir, les réglementations micro et macro-prudentielles devront se compléter et maîtriser effectivement les risques systémiques. Ce n'est qu'à partir de ce moment-là que le système financier pourra s'acquitter de sa tâche — celle d'une intermédiation des flux entre épargnants et emprunteurs, propre à promouvoir la croissance économique et la stabilité financière.