

24 janvier 2012

Actualité des marchés de janvier 2012 : En pleine zone de danger

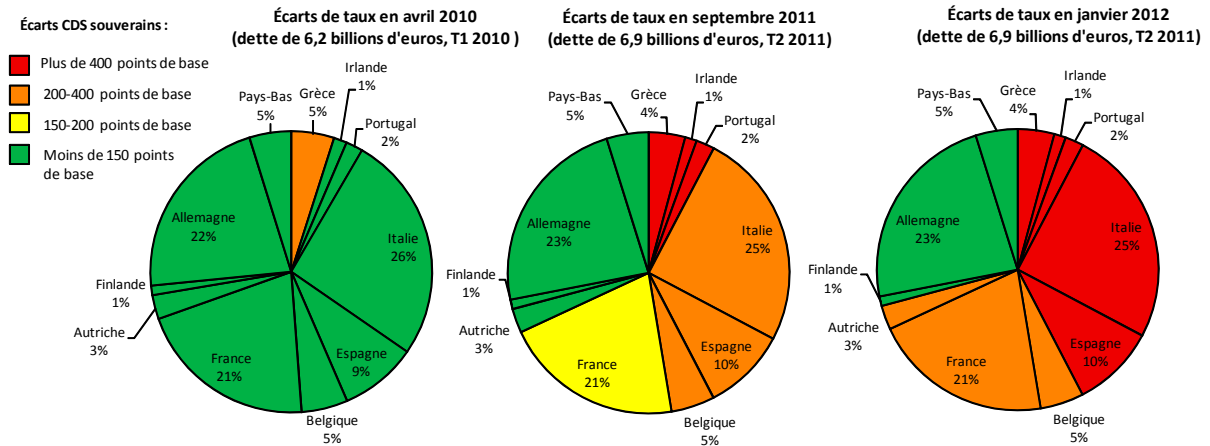
Depuis la dernière édition du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (Global Financial Stability Report, GFSR), les risques pesant sur la stabilité ont augmenté, en dépit des mesures qui ont été prises pour contenir la crise de la dette et les problèmes bancaires dans la zone euro. Les dirigeants européens ont présenté des mesures importantes visant à s'attaquer aux problèmes à moyen terme qui contribuent à la crise, et certaines de ces mesures ont aidé à améliorer l'état d'esprit des marchés, mais le financement des États reste difficile et les risques baissiers subsistent. Si les problèmes de financement entraînent une série d'inversions du levier financier de la part des banques, cela pourrait provoquer une chaîne de réactions négatives dans les pays de la zone euro. Les États-Unis et d'autres pays avancés sont vulnérables aux effets de débordement d'une éventuelle intensification de la crise dans la zone euro, et certains de ces pays sont confrontés à des problèmes internes qui compliquent l'élimination des risques financiers extrêmes, notamment à des obstacles politiques qui empêchent de parvenir à un rythme approprié de rééquilibrage budgétaire. La situation dans la zone euro menace aussi les pays émergents européens et pourrait déborder sur d'autres pays émergents. Il faut prendre de nouvelles mesures pour rétablir la confiance des marchés. Il s'agira de mettre en place des garanties plus importantes pour le financement des États, de veiller à ce que les banques disposent d'un financement et de fonds propres adéquats et de maintenir un flux de crédit suffisant vers l'économie, peut-être en mettant en place un «garde-barrière» qui serait chargé d'éviter une inversion désordonnée du levier financier de la part des banques.

La crise de la dette dans la zone euro s'est encore intensifiée : il est urgent d'agir pour éviter de fortes perturbations

Les rendements des obligations souveraines dans la périphérie ont augmenté nettement, en particulier sur les échéances courtes et moyennes, inversant les courbes de taux au dernier trimestre 2011 et signalant des craintes accrues concernant les risques de financement et de défaillance. Comme indiqué dans le GFSR de septembre dernier, l'action des pouvoirs publics n'a pas suffi pour contenir les interactions négatives, et certains pays se sont trouvés piégés dans une situation de «mauvais équilibre» avec le désengagement des investisseurs



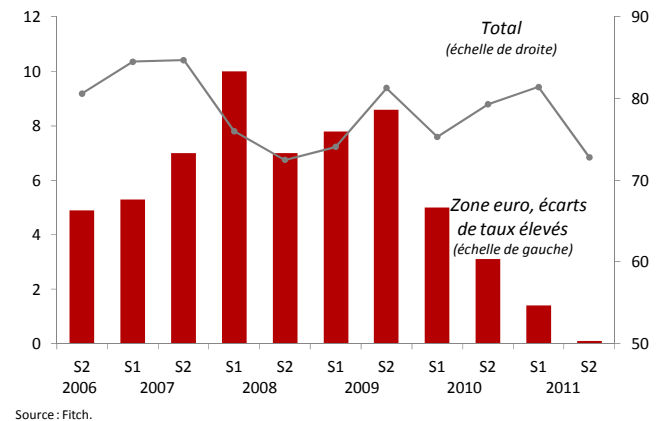
Graphique 1. Marché des obligations publiques dans la zone euro
(En pourcentage du total de la dette publique de la zone euro)



Sources : Banque des règlements internationaux; Bloomberg L.P. et estimations des services du FMI.

étrangers à long terme. Les établissements locaux n'ont pu combler le déficit de financement et la Banque centrale européenne (BCE) est devenue un soutien essentiel pour la dette souveraine de la périphérie par l'intermédiaire de son programme de rachat d'obligations (SMP). En s'intensifiant, la crise s'est propagée de la périphérie au cœur de la zone, avec une hausse des rendements et un creusement des écarts de taux, y compris sur la dette de l'Autriche et de la France. Fin 2011, plus de deux tiers des titres d'État de la zone euro affichaient des écarts de CDS de plus de 200 points de base (graphique 1). Depuis septembre, les déclassements de dette et les perspectives défavorables d'un large éventail de pays de la zone euro ont contribué aussi à la hausse des rendements. Bien que la situation sur les marchés se soit améliorée récemment, il subsiste des problèmes fondamentaux.

Graphique 2. Crédit des fonds de placement à court terme américains aux banques (Pourcentage du total des actifs)

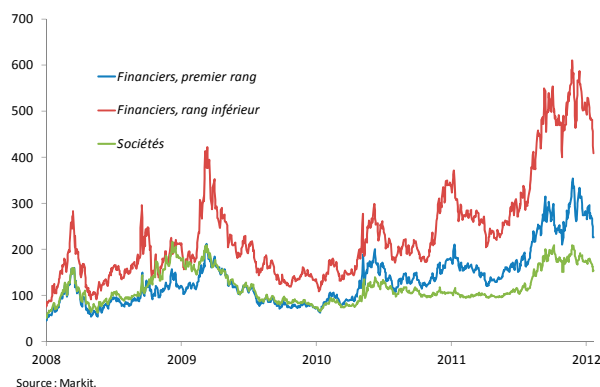


Les tensions relatives à la dette souveraine se sont propagées aussi dans le système bancaire de la zone euro, car certaines sources de financement se sont taries, et les écarts interbancaires se sont creusés. L'accès des banques au financement à long terme a été fortement réduit, et même les marchés à court terme ont été mis sous pression, les échéances étant réduites de mois ou semaines à quelques jours. Les fonds communs de placement à court terme américains ont réduit considérablement leur crédit aux banques de la zone euro (graphique 2). Cela a poussé bon nombre de ces banques à vendre des actifs en dollar américain. Sur de nombreux marchés, le coût de financement est maintenant supérieur à celui

observé pendant la crise de Lehman. Les problèmes de financement commencent à se propager dans l'ensemble de l'économie : les conditions d'accès au crédit bancaire pour les petites et moyennes entreprises et les ménages se durcissent, car les banques ont plus de mal à financer leurs actifs (graphique 3), d'où une augmentation des risques de crédit¹.

Les effets potentiels de ces problèmes de financement sont déjà évidents. Un certain nombre de banques ont annoncé des plans d'allègement important de leur bilan, qui consistent à délester des actifs de la zone euro, des États-Unis et d'autres marchés développés, ainsi que des pays émergents. L'exécution de certains de ces plans pourrait avoir des répercussions sur un large éventail d'activités économiques, du financement des échanges et des projets, en passant par l'arbitrage international.

Graphique 3. Écarts de taux sur les CDS en Europe
(En points de base)



Les dirigeants européens ont pris des mesures importantes pour contenir la crise ...

Les sommets de l'Union européenne (UE) en octobre et en décembre ont abouti à des accords sur des mesures importantes visant à stabiliser les marchés et à rétablir la confiance. L'UE s'emploiera à renforcer la gouvernance économique conjointe et accordera plus d'importance aux politiques structurelles propices à la croissance. Les banques seront renforcées à l'aide de nouveaux capitaux et d'un soutien au financement. Un échange de dette volontaire doit être conclu avec des créanciers privés pour faire face au surendettement de la Grèce. Le Fonds européen de stabilité financière (FESF) sera renforcé de manière à aider les banques et à financer les programmes d'ajustement nationaux, et le Mécanisme européen de stabilité (MES) sera mis en place plus tôt que prévu, en juillet 2012.

Les gouvernements nationaux ont pris récemment des mesures importantes pour améliorer la stabilité macrofinancière. Après un changement de gouvernement, l'Italie et l'Espagne ont annoncé des mesures visant à réduire leur déficit budgétaire structurel, à améliorer leur ratio de la dette au PIB à moyen terme et à s'attaquer à leurs rigidités structurelles de longue date en vue de rehausser leurs perspectives de croissance.

Les marchés de financement privé pour les banques de la zone euro étant fort fragilisés, notamment en raison d'un manque de garanties admissibles pour mener des opérations de pension, la BCE a pris des mesures extraordinaires pour stabiliser les conditions de financement : elle a réduit les réserves obligatoires, élargi l'éventail des garanties admissibles

¹Voir l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (Euro Area Bank Lending Survey) à l'adresse <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>.

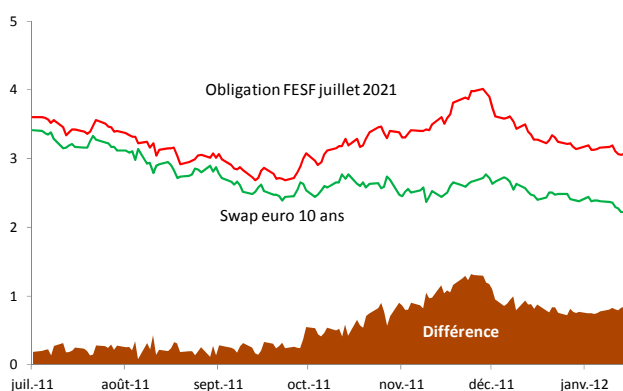
et offert des opérations de refinancement à trois ans (LTRO) pour atténuer les effets des problèmes de financement sur l'octroi de crédit au secteur privé et offrir une solution autre que le bradage forcé des actifs. Pour atténuer les problèmes de financement en dollars, la Réserve fédérale américaine et cinq autres banques centrales ont réduit le coût des lignes de swap en dollars existantes. Les marchés sont encore loin de fonctionner normalement, mais plusieurs de ces mesures, en particulier les opérations de refinancement à trois ans, ont eu des effets positifs sur l'état d'esprit des marchés et les conditions de financement.

... mais les risques pesant sur la stabilité restent élevés : le financement souverain sera difficile et les garanties ne sont pas encore adéquates ...

Il est important de rétablir l'accès des États à un financement à des taux soutenables, car bon nombre de pays restent vulnérables aux fluctuations de l'humeur des marchés. Cependant, il faudra probablement du temps pour regagner leur confiance : entre-temps, les réformes intérieures devront sans doute être complétées par un appui extérieur à court terme aux marchés primaire et secondaire si le concours des marchés privés se révèle insuffisant. Si les opérations de refinancement (LTRO) à trois ans ont largement contribué à atténuer les problèmes de financement bancaire, elles ont eu moins d'impact jusqu'à présent sur les rendements des titres d'État de la périphérie, qui, s'ils diminuent pour la tranche à court terme de la courbe de taux, n'ont guère changé pour la tranche à long terme.

Le FESF peut désormais intervenir sur les marchés primaire et secondaire de dette publique, mais sa capacité reste limitée. Si l'on tient compte des ressources déjà bloquées pour le financement de programmes, il ne peut déployer qu'environ 300 milliards d'euros. Certaines des propositions visant à démultiplier le FESF sont certes fondées, mais même en retenant un facteur de démultiplication plausible, le montant total des ressources disponibles resterait vraisemblablement en deçà de ce qui serait nécessaire pour parer au creusement des écarts de taux souverains dans les scénarios de résistance. Qui plus est, la récente augmentation des écarts du FESF (graphique 4) et la décision de S&P de rétrograder sa note AAA à la mi-janvier sembleraient indiquer que même le modèle actuel de financement du mécanisme pourrait être mis à rude épreuve.

Graphique 4. Rendements et écarts de taux du FESF
(En pourcentage)



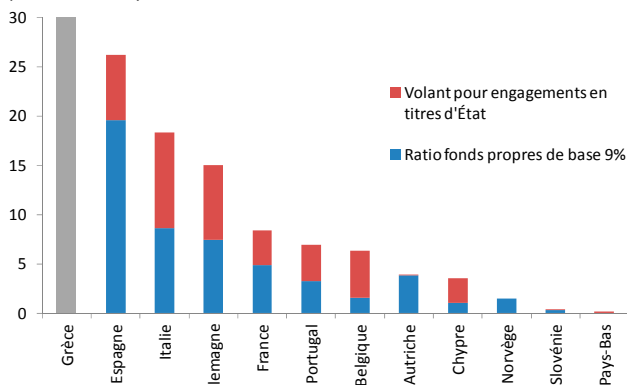
Source : Bloomberg L.P.

... et l'inversion du levier financier des banques pourrait déclencher une interaction négative dans les pays de la zone euro ...

Les pressions se sont récemment intensifiées sur les banques européennes, résultat de la montée des tensions sur les États et de la paralysie de nombreux circuits de financement privé. Pour mettre les banques à l'abri de ces chocs, il est essentiel de prendre à l'échelle mondiale des mesures propres à rendre le système financier plus sûr. À cet égard, l'Autorité bancaire européenne (ABE) a engagé un processus invitant les banques à relever leur ratio de fonds

propres². Selon elle, 85 milliards d'euros de fonds propres supplémentaires seraient requis (à l'exclusion des 30 milliards déjà programmés pour la Grèce) pour arriver à un ratio de base (*Tier 1*) de 9 % et fournir un volant suffisant pour couvrir les engagements en titres d'État (graphique 5).

Graphique 5. Besoins en fonds propres des banques européennes
(En milliards d'euros)



Sources : Autorité bancaire européenne et estimations des services du FMI.

Le risque subsiste d'une interaction négative entre les marchés du crédit et l'économie réelle dans la zone euro et ailleurs, comme l'explique le scénario baissier de la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de janvier 2012. Les récentes mesures prises par la BCE visaient vraisemblablement à anticiper une crise imminente, car un volume considérable de dette doit être refinancé cette année par les banques de la zone euro, et une part importante arrive à échéance au premier trimestre. Mais même avec ces financements et une autre opération de LTRO prévue pour février, l'inversion du levier financier pourrait être considérable.

Un certain degré d'inversion est sans doute inévitable, mais ce sont ses modalités qui importent : l'inversion du levier financier peut être «bonne» ou «mauvaise». Certains types de délestages bilanciaux n'entraînent pas nécessairement une réduction du crédit à l'économie réelle. Par exemple, certaines banques (notamment en Allemagne, en Irlande et au Royaume-Uni) s'efforcent de purger leurs bilans en se délestant de certains actifs qui subsistent des étapes initiales de la crise. Dans d'autres cas, les banques peuvent vendre certains actifs qui ne relèvent pas de leur métier primordial (par ex., gestion d'avoirs, assurances, opérations internationales) voire des portefeuilles de prêts. Lorsque cela aboutit à un transfert d'actifs vers des établissements bien financés, le crédit à l'économie ne devrait pas être réduit, encore que les ventes puissent entraîner une diminution des prix des actifs dont l'impact irait bien au-delà des simples vendeurs, en attisant davantage les tensions sur les fonds propres. Par contre, le crédit à l'économie souffre le plus lorsque les banques décident de laisser courir les lignes de crédit et les prêts et de réduire les nouveaux concours.

... pouvant aggraver les risques pour la stabilité financière aux États-Unis ...

²L'ABE a émis une recommandation le 8 décembre 2011 dans laquelle elle note que «Les banques doivent d'abord utiliser les sources de financement privées pour renforcer leurs fonds propres afin de tenir les objectifs requis, y compris bénéfiques non distribués, réduction des versements de primes, émissions de nouvelles actions ordinaires et fonds propres conditionnels suffisamment solides, et autres mesures de gestion des passifs. Les autorités nationales de supervision peuvent, après consultation avec l'ABE, convenir d'une réalisation partielle de l'objectif par la vente de certains actifs n'aboutissant pas à une réduction des flux de crédit vers l'économie réelle de l'UE, mais à un simple transfert de contrats ou d'activités vers une tierce partie».

L'économie américaine pourrait subir divers chocs provenant de la zone euro, du fait des liens financiers et commerciaux étroits qui relient les deux côtés de l'Atlantique. Parmi les retombées envisageables on citera celles issues des engagements directs des banques américaines auprès d'établissements de la zone euro ou la vente d'actifs américains par les banques européennes. Par exemple, les marchés des CMBS et ABS ont été malmenés ces derniers mois par le poids des volumes de ventes d'actifs européens. De manière générale, les tensions de financement pourraient s'accroître et s'étendre au système bancaire américain. Le creusement des écarts interbancaires sur les marchés en dollars depuis le milieu de 2011, parallèlement au creusement des écarts interbancaires en euros, constitue un symptôme manifeste de ce phénomène.

Des risques subsistent également sur le plan intérieur. Si les conditions de financement souverain ont généralement profité de la ruée vers les placements sûrs au détriment de la zone euro, cette situation ne saurait se maintenir indéfiniment. Il est donc nécessaire de sortir de l'impasse politique liée à la situation budgétaire américaine, comme le note la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de janvier 2012. Le système bancaire américain a recouvré une bonne partie de sa santé depuis la crise et les tests de résistance que mène la Réserve fédérale devraient continuer de promouvoir la transparence, mais des problèmes subsistent dans le secteur hypothécaire qui pèsent sur la consommation et font basculer sur le secteur public une partie de la responsabilité de l'accompagnement de la demande. De manière plus générale, les banques devront se battre pour maintenir les niveaux historiques de rendement des fonds propres, notamment dans un environnement réglementaire nouveau et plus rigoureux.

... menacer l'Europe émergente et s'étendre plus généralement aux marchés émergents.

Les pays émergents d'Europe seraient durement touchés par une inversion du levier financier de l'ampleur envisagée dans le scénario baissier décrit dans la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de janvier 2012, compte tenu de la forte présence de banques de la zone euro dans ces pays. La profonde récession qui a frappé les pays émergents d'Europe en 2009 s'expliquait pour beaucoup par l'interruption brutale des flux de capitaux des banques d'Europe occidentale, laquelle a mis soudainement fin au boom du crédit.

En dehors de l'Europe centrale et orientale, les pays émergents pourraient subir les retombées de la crise de la dette européenne par divers mécanismes. Globalement, les *perspectives macroéconomiques* des marchés émergents se sont déjà détériorées et sont soumises aux risques baissiers issus de l'Europe, ainsi que l'explique la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de janvier 2012. Les marchés émergents en dehors de l'Europe se sont certes montrés particulièrement résilients face aux chocs et à l'évolution des principales économies durant l'année écoulée, mais au vu d'indicateurs récents, ils se sont considérablement affaiblis et le climat général des affaires s'y est détérioré.

Premièrement, *les circuits du crédit* pourraient être altérés à mesure que les pressions subies par les banques européennes entraîneraient une diminution des prêts transfrontaliers, et notamment du crédit commercial, et un retrait de l'appui des maisons mères aux crédits locaux. Par exemple, les banques de la zone euro fournissent approximativement 30 % du financement des échanges et des projets en Asie, même si leurs bilans ne représentent qu'environ 5 % des avoirs bancaires. Au final, l'impact dépendra de la capacité des banques locales à prendre le relai pour combler l'écart de financement. Certaines banques pourraient certes avoir les moyens bilanciaux de le faire, mais plusieurs secteurs du financement commercial soulèvent de redoutables difficultés opérationnelles. Les nouveaux venus devront également mobiliser de considérables financements en dollars à l'heure où les marchés sont sous tension. Les contraintes sur les financements à long terme pourraient gravement limiter la capacité des banques dans des domaines tels que les crédits aux transports maritimes et aériens, et le financement de projets et d'infrastructures.

Deuxièmement, *les marchés locaux d'actifs* (changes, obligations et actions) pourraient subir de nouvelles tensions en raison du retrait des investisseurs, d'où une détérioration de la liquidité et une variation des prix qui pourraient avoir des répercussions sur les conditions de financement locales. Les marchés émergents qui dépendent fortement des flux extérieurs de portefeuille pourraient être particulièrement vulnérables.

Quelle est la capacité de résistance des marchés émergents face à ces défis? Beaucoup d'entre eux ont constitué d'importants volants de liquidités et de fonds propres pour parer aux chocs, et les marchés locaux ont généralement bien tenu face aux conséquences de la crise de Lehman. Depuis, certains ont élargi leur marge de manœuvre (certes de façon modeste) pour mener des politiques économiques anticycliques, encore que la situation varie d'un pays ou d'une région à l'autre. Les pays émergents d'Europe sont particulièrement vulnérables, compte tenu de la concentration de prêts de banques européennes et de la dépendance à l'égard des marchés d'exportation européens. Les réserves y sont relativement faibles par rapport aux autres régions émergentes, et d'autres vulnérabilités de longue date du système financier, dont les asymétries d'échéances et de monnaies dans certains pays, pourraient obérer les bilans.

Des mesures additionnelles s'imposent pour élaborer un plan global.

Face aux risques susmentionnés, les responsables des principales économies doivent relever un certain nombre de défis interdépendants. Les responsables européens doivent rapidement engager un vaste ensemble de mesures propres à rétablir la confiance. Outre des politiques macroéconomiques et financières appropriées, ils doivent mettre énergiquement en œuvre les mesures convenues lors des sommets d'octobre et de décembre. Il faut par ailleurs déployer un pare-feu suffisamment vaste pour éviter une spirale déstabilisatrice de renchérissement des coûts de financement des États et des banques; gérer le processus d'ajustement bilanciel du système bancaire pour éviter une inversion désordonnée du levier financier et promouvoir un flux adéquat de crédit au secteur privé; et prendre les autres mesures qui seraient nécessaires afin de rehausser la confiance dans le système financier mondial, tant pour les pays avancés que pour les pays émergents. Cette démarche exigera une mise en œuvre rapide

et exhaustive des initiatives récentes et l'adoption de nouvelles politiques propres à promouvoir et étayer la stabilité financière.

De manière plus précise :

- ***Le «pare-feu» doit être suffisamment ample et la solidité de ses fondations doit être convaincante.*** Les États solvables mais aux prises avec des tensions de financement pourraient avoir besoin d'un délai prolongé de bonne mise en œuvre de leurs politiques avant que les investisseurs puissent revenir. Dans l'intervalle il est essentiel de mobiliser des financements d'un coût raisonnable auprès de sources extérieures. Telle était la vocation du FESF dans la zone euro. Mais, compte tenu de sa taille et de sa structure, le FESF n'a qu'une capacité limitée pour jouer ce rôle. Pour rétablir la confiance, il serait fortement souhaitable de renforcer dès que possible la taille et la flexibilité du FESF/MES. En attendant que ce pare-feu plus vaste soit bien établi, il demeure essentiel de faire en sorte que la BCE injecte des liquidités de façon substantielle et soutenue pour stabiliser les marchés des titres d'État et du financement bancaire.
- ***Un «garde-barrière macroprudentiel» s'impose pour veiller à ce que les plans d'inversion du levier financier puissent aller de pair avec des flux de crédit durables pour accompagner l'activité économique*** et éviter une spirale descendante des prix des actifs. Dans le cas de l'UE ce rôle pourrait être assumé de façon coordonnée par l'ABE, le Conseil européen sur le risque systémique (CERS), les instances nationales de contrôle bancaire et les banques elles-mêmes. Les pays devraient s'efforcer de surveiller et de limiter l'inversion du levier financier de leurs banques, non seulement sur le territoire national mais aussi à l'étranger, dans ce dernier cas normalement en coopération avec les instances réglementaires du pays d'accueil. Ce dispositif de «garde-barrière» pourrait avoir un précédent sous la forme de l'actuelle initiative de Vienne, qui vise à coordonner les activités nationales pour éviter les retombées transfrontalières négatives sur les pays émergents d'Europe liées à l'inversion du levier financier des banques de la zone euro.
- ***Une augmentation crédible des volants de fonds propres des banques conformément aux recommandations de l'ABE reste nécessaire pour rétablir la confiance des marchés.*** Ainsi que l'envisage l'ABE dans ses directives, cela doit se faire dans toute la mesure du possible en augmentant les fonds propres plutôt qu'en réduisant le crédit. Des mesures ont déjà été entreprises qui exigent des banques l'observation d'un niveau nominal (comme cela a été le cas aux États-Unis, avec le programme d'achats d'actifs compromis ou TARP, et en Espagne, avec le fonds de restructuration bancaire ordonnée ou FROB) plutôt que d'un ratio, lequel incite à comprimer les actifs. Il faut encourager les banques à mobiliser des fonds propres privés. Cependant, comme les banques ont récemment eu du mal à le faire, des fonds publics devraient être mis à disposition pour appuyer ces efforts, en soumettant toutefois ces concours à une conditionnalité rigoureuse. Des fonds propres bancaires pourraient être mobilisés au moyen d'injections

pari passu avec l'État ou via des instruments de fonds propres conditionnels. En outre, un mécanisme doit exister au niveau de l'ensemble de la zone euro, doté de moyens lui permettant de prendre des participations directes dans les banques. Afin de compléter les opérations à long terme LTRO de la BCE, des garanties bancaires devraient être établies au niveau de la zone euro pour contribuer à relancer les marchés de financement privé. Enfin, il subsiste des établissements faibles, sous-capitalisés, peu rentables et vulnérables aux chocs de financement, qui pèsent encore sur la reprise. Certaines de ces banques devront être restructurées et recapitalisées, ou bien liquidées.

- ***L'ajustement demeure essentiel, mais il faut tenir compte de son impact à court terme sur la croissance.*** Ainsi que le reconnaissent les gouvernements, la plupart des pays avancés doivent prendre des engagements crédibles en faveur du rééquilibrage budgétaire à moyen terme, de manière à écarter le risque extrême à long terme d'un creusement brutal des écarts de taux souverains. Cependant, le rythme de l'ajustement budgétaire doit aussi tenir compte de l'impact sur la situation économique immédiate. Comme l'explique la *Mise à jour du Moniteur des finances publiques* de janvier 2012, les stabilisateurs automatiques doivent pouvoir jouer pleinement si la croissance ralentit plus que prévu, et aux États-Unis les mesures d'accompagnement de la demande arrivant à expiration doivent être reconduites. La politique monétaire doit en outre être suffisamment accommodante et, lorsque cela est nécessaire, des politiques structurelles devraient être engagées pour promouvoir la croissance, notamment en rétablissant la compétitivité du secteur privé.
- ***Les gouvernements des pays émergents doivent se tenir prêts à riposter aux tensions liées au financement et au crédit et à mener des politiques anticycliques si la marge de manœuvre est disponible.*** Dans bien des cas les économies émergentes ont constitué d'amples réserves qu'elles peuvent utiliser pour parer aux chocs exogènes de liquidités. Un dosage souple et approprié de politiques macroéconomiques et financières peut les aider à amortir l'impact de ces chocs, mais elles doivent prendre bien soin de ne pas provoquer de distorsions financières.