

POUR DIFFUSION :
Washington (EDT), 9h30, 16 juillet 2012

Face à des risques financiers intenses l'heure est à l'action

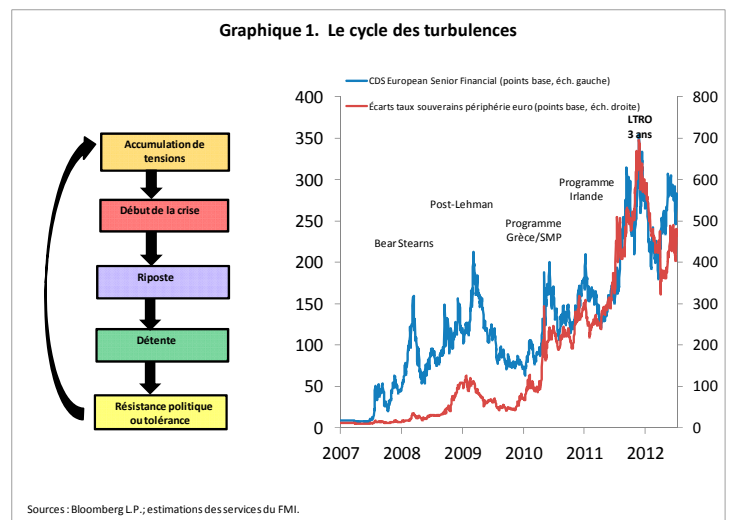
Les risques pour la stabilité financière se sont intensifiés depuis l'édition d'avril 2012 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (Global Financial Stability Report, GFSR). Les rendements souverains en Europe méridionale ont nettement augmenté sur fond d'érosion continue des investisseurs. Les tensions grandissantes sur les financements et les marchés risquent d'accentuer la contraction du crédit dans la périphérie de la zone euro. Les mesures adoptées au récent sommet des dirigeants de l'Union européenne (UE) constituent des initiatives importantes face à la crise immédiate. Outre les politiques d'accompagnement en matière monétaire et de liquidités, il faut accorder la priorité à l'application sans retard des mesures récemment convenues et à la poursuite des progrès sur le plan des unions bancaire et budgétaire. Les incertitudes relatives à la qualité des actifs bancaires doivent être levées rapidement, en procédant au besoin à des injections de capitaux et à des restructurations. Les perspectives de croissance des autres économies avancées et des marchés émergents se sont également affaiblies, réduisant leur capacité de faire face aux répercussions de la crise de la zone euro et à leurs propres vulnérabilités budgétaires et financières. Les incertitudes liées aux perspectives budgétaires et au plafond de la dette fédérale aux États-Unis constituent un risque latent pour la stabilité financière.

Reprise du marché interrompue par la résurgence des tensions sur les dettes souveraines

Des mesures volontaristes prises à la fin de 2011 par les dirigeants européens ont permis de gagner du temps précieux pour redresser les bilans bancaires et souverains. Les opérations de refinancement à long terme (LTRO, 3 ans) de la Banque centrale européenne (BCE) ont atténué les tensions

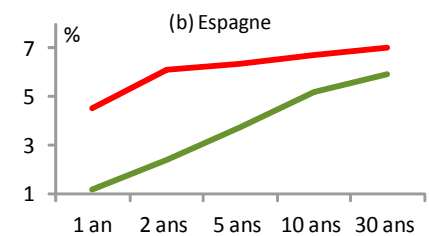
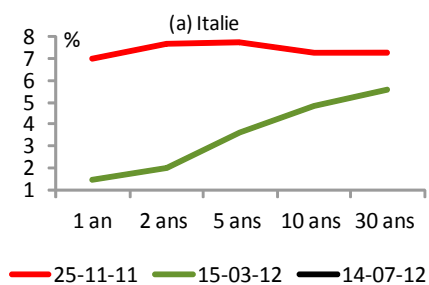


Graphique 1. Le cycle des turbulences



financières et abouti à une reprise généralisée sur les marchés des actifs. Mais cette reprise a été de courte durée à cause de doutes croissants quant à la solidité de l'économie mondiale (voir la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale*). L'incertitude persistante après les élections en Grèce début mai a aggravé les tensions (graphique 1). L'aversion pour le risque s'est nettement accrue sur fond de craintes grandissantes d'un éventuel retrait de la Grèce de la zone euro et d'inquiétudes croissantes à l'égard de la santé du système bancaire espagnol.

Graphique 2. Courbes de taux souverains en Italie et Espagne

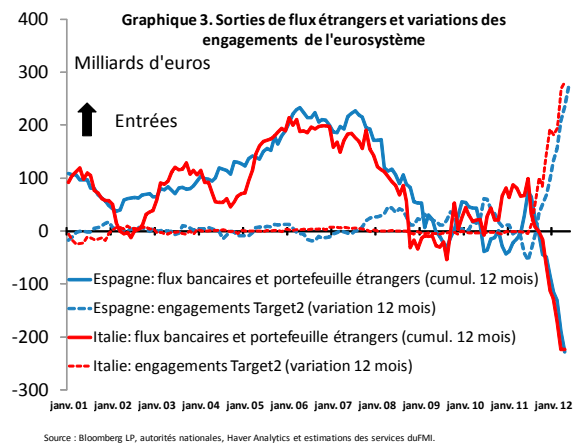


Sources: Bloomberg LP; et estimations des services du FMI.

La situation des marchés s'est nettement dégradée en mai et juin, les indices de tension du marché financier retrouvant et, dans certains cas, dépassant les niveaux observés durant la pire période de novembre 2011. L'instabilité des principaux marchés boursiers et des changes a atteint des maxima pour 2012, la plupart des places boursières voyant fondre leurs gains initiaux de l'année.

Mise à jour du GFSR, juillet 2012

Les rendements des obligations souveraines de la périphérie ont connu une forte hausse, le regain de préoccupations liées à la croissance économique et la solidité des banques ayant limité l'accès au marché (graphique 2). Les LTRO à trois ans ont contribué à étayer la demande d'obligations souveraines périphériques, mais cet effet positif s'est estompé. Les sorties de capitaux privés n'ont cessé d'effriter la base d'investisseurs étrangers en Italie et en Espagne (graphique 3).



Source : Bloomberg LP, autorités nationales, Haver Analytics et estimations des services du FMI.

Une fuite vers des actifs sûrs a fait chuter les rendements des obligations souveraines aux États-Unis, en Allemagne et en Suisse, propulsant le dollar à un taux record depuis 20 mois par rapport aux principales monnaies. Les entrées de capitaux en quête de refuge ont poussé les rendements des obligations de l'État japonais près des planchers historiques et l'appréciation du yen a été préjudiciable à la reprise économique. Dans l'UE, la Suède et le Danemark ont également servi de refuges. L'aversion accrue pour le risque a contribué à affaiblir la confiance dans les marchés émergents face au regain de doutes quant à leur capacité de remédier aux vulnérabilités endogènes, eu égard surtout à la réduction de leur marge de manœuvre et à la dégradation des perspectives mondiales.

Fin juin, les dirigeants européens ont adopté d'importantes mesures positives pour combattre la crise immédiate. Leur application intégrale permettrait de briser les interactions néfastes entre la situation des États et celle des banques et de créer une union bancaire. En particulier, dès lors qu'un dispositif unique de supervision des banques de la zone euro sera établi — des décisions clés devant être prises avant la fin 2012 — le Mécanisme européen de stabilité (MES) aurait la possibilité de recapitaliser directement les banques. En outre, l'assistance du MES ne sera pas assortie d'un statut de créancier privilégié au regard de l'Espagne. Après une brève reprise, les rendements des obligations espagnoles et italiennes se sont à nouveau dégradés sur fond de volatilité des conditions de négociation, les opérateurs étant centrés sur les risques de mise en œuvre et sur la nécessité d'adopter de plus vastes mesures vers le partage des risques à l'échelle paneuropéenne.

Les tensions se sont accrues sur les marchés de financement de l'UE et les pressions liées à l'inversion du levier financier restent élevées.

Malgré les liquidités abondantes résultant des opérations de refinancement de la BCE, les modalités de financement se sont dégradées pour de nombreuses banques et entreprises de la périphérie. Les conditions interbancaires restent tendues, les marchés à long terme non garantis étant très peu actifs et les banques du cœur de la zone euro thésaurisant les liquidités. L'émission d'obligations bancaires a chuté en raison de la demande anémique des investisseurs, même à des taux d'intérêt plus élevés. Les banques de la périphérie ont dû recourir à la BCE pour pallier les pertes d'appuis financiers, le financement extérieur de

gros s'étant tari et les retraits de dépôts se poursuivant.

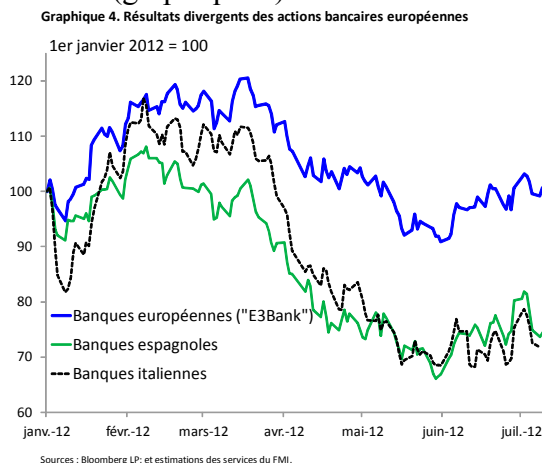
Le GFSR d'avril 2012 signalait que les banques de l'UE étaient poussées à réduire leurs actifs en raison non seulement des difficultés de financement et des pressions du marché, mais aussi des facteurs structurels et réglementaires à plus long terme. La nette compression des bilans bancaires au quatrième trimestre de 2011 s'est poursuivie, certes plus lentement, au premier trimestre de 2012. La croissance du crédit au secteur privé dans la zone euro a manifesté de profondes divergences. Alors que le crédit se contracte en Grèce, en Espagne, au Portugal et en Irlande, il reste plus stable dans certains pays du cœur de la zone. Les données d'enquêtes sur les conditions des prêts bancaires montrent que l'offre de crédit est encore faible, certes moins qu'à la fin de 2011, mais que la demande s'est aussi affaiblie récemment. De plus, l'inversion du levier financier préoccupe bien des entreprises de la périphérie compte tenu de leur dépendance historique envers le financement bancaire et du risque que les rétrogradations de notes et le moindre appétit des investisseurs ne poussent les coûts d'emprunt à la hausse, même pour les émetteurs jouissant d'une note de crédit élevée.

Du fait des rétrogradations bancaires beaucoup d'établissements risquent de se heurter à une hausse des coûts de financement. La centrale de risques Moody's a déclassé récemment 15 banques européennes et américaines menant de vastes opérations sur les marchés financiers. Ces déclassements traduisaient la crainte d'une baisse de la rentabilité à long terme de ces entreprises en raison des risques inhérents à leurs activités sur les marchés de capitaux, des conditions de financement difficiles et des

dispositions réglementaires plus contraignantes. Les rétrogradations s'expliquaient aussi par l'ampleur et la stabilité du produit des activités hors marchés de capitaux, les volants de liquidités, les risques émanant des engagements en Europe, les crédits hypothécaires aux particuliers aux États-Unis, l'immobilier commercial ou les portefeuilles compromis, ainsi que toute indication de difficultés en matière de gestion des risques. S&P a pris des mesures similaires en novembre 2011.

Les mesures de stabilisation du système bancaire espagnol n'ont pas encore rétabli la confiance du marché.

Les préoccupations relatives aux besoins de recapitalisation des banques espagnoles ont entraîné un net recul du marché boursier (graphique 4).



Les coûts du financement de gros pour les établissements bancaires ont retrouvé les niveaux record de la fin de 2011 tant pour les obligations sécurisées que pour la dette non garantie.

Les investisseurs n'ont guère été rassurés par la demande d'assistance extérieure présentée par l'Espagne le 10 juin à l'appui

de son système bancaire intérieur. Si cette demande apporte un appui salutaire pour restructurer certains segments du secteur bancaire, la réaction initiale défavorable du marché traduisait l'absence d'un programme global de restructuration du système bancaire et le manque de détails sur le prêt. Certains opérateurs ont exprimé la crainte que cet appui, sous la forme d'un prêt à l'État, puisse constituer une créance privilégiée par rapport aux créances actuellement détenues sur l'État espagnol. La décision prise fin juin au sommet des dirigeants de l'UE selon laquelle l'appui financier pourrait prendre la forme d'une recapitalisation directe des banques et ne bénéficierait pas du statut de créancier privilégié, a contribué à atténuer certaines de ces préoccupations.

L'élaboration d'une série complète de mesures offrant une solution paneuropéenne reste en cours

Les mesures annoncées au sommet des dirigeants européens en juin sont des pas dans la bonne direction pour résorber la crise immédiate. D'autres actions à court terme seront de nature à consolider cet acquis.

- Les autorités doivent lever l'incertitude sur la qualité des actifs bancaires et appuyer le renforcement des bilans des banques. Les fonds propres ou les structures de financement de nombreux établissements sont encore faibles et insuffisants pour rétablir la confiance des marchés. Dans certains cas, il faudra poursuivre les efforts de recapitalisation et de restructuration, notamment par l'injection directe de capitaux du MES dans les banques

faibles mais viables dès que le mécanisme unique de supervision sera établi.

- En outre, les pays doivent honorer leurs engagements antérieurs d'assainir les finances publiques et d'appliquer de vastes réformes structurelles.

Les initiatives récentes sont bien orientées et devront être complétées comme prévu par des progrès supplémentaires vers une véritable union bancaire et une plus grande intégration budgétaire. En lançant un processus d'unification du cadre de supervision, le sommet européen a établi le premier fondement d'une union bancaire. Mais d'autres éléments sont nécessaires, y compris un régime paneuropéen de garantie des dépôts et un mécanisme de résolution bancaire doté de ressources communes. À plus court terme, il est essentiel de procéder sans tarder à une mise en œuvre, y compris par la ratification du MES par tous les membres. Il importe en outre que ces mesures soient complétées par des plans d'intégration budgétaire prévus dans le rapport des «quatre présidents» présenté au sommet.

Par ailleurs, les politiques d'accompagnement en matière monétaire et de liquidités demeurent cruciales. Il convient de saluer la récente baisse de taux d'intérêt par la BCE, mais il y a lieu d'assouplir davantage la politique monétaire. Les LTRO ont permis de réduire le coût des prêts interbancaires garantis et non garantis pour de nombreuses banques européennes, mais ils ne suffisent pas à eux seuls à rétablir la confiance des investisseurs ni à fournir une solution durable. Si la conjoncture économique continue à se dégrader, des mesures exceptionnelles pourraient être nécessaires. On pourrait ainsi envisager la

reprise du programme de rachat d'obligations (SMP), d'autres LTRO assorties de garanties appropriées, ou l'adoption d'une certaine forme d'assouplissement quantitatif. Les nouvelles règles de la BCE en matière de garantie ayant largement contribué à atténuer les contraintes de liquidités, il faudrait éviter de les durcir à nouveau.

Des risques menaçant la stabilité financière mondiale sont aussi présents aux États-Unis.

En dehors de l'Europe, la «falaise» budgétaire aux États-Unis — la convergence de l'expiration de baisses d'impôts et de réductions automatiques de dépenses en fin d'exercice — a suscité un regain d'attention ces dernières semaines. Si aucune mesure n'est prise, il pourrait en résulter un durcissement budgétaire de plus de 4 % du PIB (voir la *Mise à jour du Moniteur des finances publiques*).

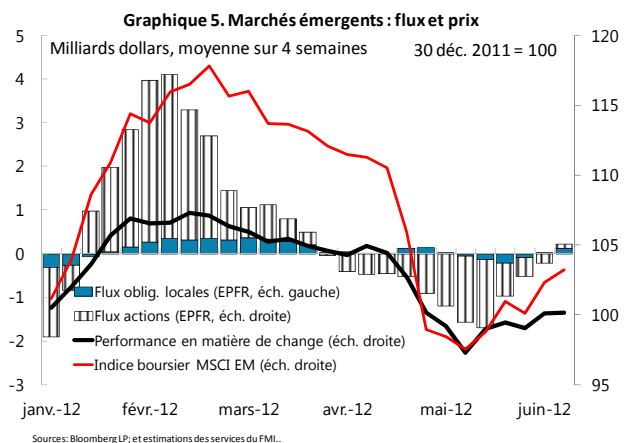
À mesure que la fin de l'exercice s'approche et que l'incertitude s'accroît, un autre épisode de jusqu'au-boutisme politique — semblable à celui observé en août 2011 dans le débat sur le plafond de la dette des États-Unis — pourrait susciter un regain de volatilité du marché. La situation pourrait être aggravée par le fait que le plafond de la dette peut être atteint à peu près au même moment que la «falaise». Lors du dernier épisode sur le plafond de la dette, le taux des instruments à court terme du marché monétaire a augmenté, les volumes des opérations de pension ont chuté, la courbe des bons du Trésor s'est raidie et les écarts de taux sur les CDS souverains se sont inversés. Bien que le plafond de la dette ait été finalement relevé, S&P a abaissé la cote de crédit des États-Unis de AAA à AA+. L'agence maintient que les perspectives sont défavorables à cause de la

détérioration de la situation budgétaire des États-Unis et de l'absence de consensus politique pour y remédier. Mais la plupart des marchés n'ont pas intégré dans leurs taux une intensification des risques budgétaires. Les écarts de CDS américains se sont redressés, mais restent à des niveaux faibles.

Le consensus du marché est que l'austérité budgétaire sera pour l'essentiel reportée à une date ultérieure et que le plafond de la dette sera relevé à temps pour éviter une défaillance. Cependant, il est tout à fait possible que le marché réagisse de façon extrêmement négative si ses acteurs réévaluent de la probabilité d'une chute de la «falaise» budgétaire compte tenu de ses effets potentiellement délétères sur l'économie des États-Unis. Il faudrait aussi relever le plafond de la dette fédérale bien avant le délai fixé (le plus probablement au début de 2013) pour atténuer les risques de perturbation des marchés financiers et de crise de confiance des consommateurs et des entreprises. Entre-temps, l'absence de progrès sur un plan de rééquilibrage crédible risque d'entraîner d'autres rétrogradations de note souveraine. Ces baisses supplémentaires pourraient accroître l'écart de rendement entre les échéances courtes et longues, entraînant la perte de liquidités, et, compte tenu du grand rôle que jouent les bons du Trésor américain dans l'établissement des taux et des garanties d'autres actifs, elles pourraient avoir un effet déstabilisateur sur l'ensemble des marchés et sur l'humeur du marché à l'échelle mondiale.

Les marchés émergents n'ont pas échappé à la contagion et font également face à des vulnérabilités endogènes.

Les marchés émergents sont confrontés à des incertitudes extraordinaires quant aux conditions extérieures qui influent sur leurs résultats économiques. En début d'année, les dirigeants de plusieurs économies émergentes redoutaient encore l'afflux massif de capitaux et l'appréciation excessive de leurs monnaies. Ces préoccupations ont désormais cédé le pas à la crainte d'une dépréciation trop rapide et d'une volatilité accrue, des monnaies comme le réal brésilien ou la roupie indienne ayant perdu 15 à 25 % de leur valeur en moins d'un trimestre.



Les marchés boursiers des pays émergents ont repris avec vigueur durant les premiers mois de 2012, mais ont largement perdu le terrain gagné depuis lors (graphique 5). Par rapport aux flux d'actions, il y a eu relativement peu de flux d'obligations sortants sur les marchés locaux. En effet, de nombreux investisseurs étrangers détenteurs d'obligations ont opté pour une couverture sélective du risque de change au lieu de se retirer des marchés. Cette

dynamique a permis d'établir un plancher des prix des obligations pendant les périodes d'aversion extrême pour le risque à l'échelle mondiale. Mais en cas de sorties massives sur le marché obligataire, les rendements des obligations pourraient culminer et déstabiliser les marchés intérieurs. En l'occurrence, les pays pourraient être obligés de tabler davantage sur la flexibilité du taux de change, de ponctionner plus vigoureusement les réserves de change ou de prendre d'autres mesures pour parer à la perturbation des marchés.

Les acteurs du marché sont également préoccupés par l'atonie de la croissance intérieure qui pourrait effriter la rentabilité des banques et menacer la stabilité financière, par exemple au Brésil, en Chine et en Inde. Ces derniers mois, l'incertitude concernant la valeur des actifs et la croissance économique a pesé sur les valeurs bancaires. La demande de crédit a chuté dans plusieurs pays, même en présence de crédit appuyé par l'État.

Il existe de fortes disparités entre les régions.

L'Europe centrale et orientale est la plus exposée à la zone euro et pourrait souffrir de façon disproportionnée d'une accélération des retraits de financements bancaires ou d'investissements de portefeuille. L'Asie semble mieux protégée de la crise de la zone euro, car elle a peu de liens financiers directs avec celle-ci et dispose de solides réserves en devises. Mais la situation des marchés régionaux de financement en dollars se dégrade depuis la mi-mars et l'incertitude croissante à l'échelle mondiale ainsi que la faiblesse de la demande extérieure nuisent aux pays tributaires de leurs exportations comme la République de Corée. La croissance a également ralenti en Chine,

pesant sur tous les marchés d'Asie et sur les cours mondiaux des matières premières. La situation en Inde préoccupe de plus en plus, l'affaiblissement de la roupie ayant atteint récemment de nouveaux records du fait que la nécessité de financer d'énormes déficits budgétaires et courants exerce des pressions sur le marché, encore que les restrictions financières aient facilité le financement du déficit budgétaire. Au Brésil, la banque centrale a réduit le taux directeur à un niveau historiquement bas pour contrer la vive décélération de l'économie réelle. Certaines mesures réglementaires prises en 2011 pour freiner l'afflux de capitaux et l'essor du crédit à la consommation ont été abrogées.

Les décideurs des marchés émergents sont également confrontés à des difficultés.

De nombreux pays émergents disposent encore d'une certaine latitude pour assouplir la politique monétaire et contrer d'importants chocs endogènes ou exogènes, la relance budgétaire demeurant une deuxième ligne de défense pour certains pays en cas d'atteinte majeure à la croissance (voir la *Mise à jour du Moniteur des finances publiques*). En général, l'inflation se situe dans la fourchette visée, ce qui permet d'envisager d'autres baisses des taux d'intérêt en cas de chocs importants. Bien des économies émergentes ayant de la latitude pour parer aux chocs bénéficieraient à ce stade d'une reconstitution des marges de manœuvre, les prix des matières premières étant encore élevés et les conditions de liquidité encore favorables. Par contre, une relance majeure du crédit serait moins efficace, et certainement moins souhaitable, qu'en 2008/09. Par rapport à d'autres économies émergentes, des poids-lourds comme le Brésil, la Chine et l'Inde ont bénéficié

d'une forte expansion du crédit ces dernières années et se trouvent en phases ultimes du cycle de crédit. Au stade actuel, une forte croissance du crédit exacerberait les craintes relatives à la qualité des actifs et risquerait de compromettre la croissance du PIB et la stabilité financière dans les années à venir.

Pour les décideurs, la conjoncture actuelle présente des défis considérables. En raison de la crainte persistante d'importants chocs baissiers, de nombreux pays émergents continuent de mener des politiques accommodantes, ce qui pourrait à la longue créer de nouveaux déséquilibres et miner la stabilité financière. La faiblesse des taux d'intérêt incite à accumuler des dettes tout en dopant les prix des actifs. Dans quelques grandes économies émergentes (Inde, Russie et Turquie), l'espace budgétaire se reconstitue moins vite qu'on ne le souhaiterait (voir la *Mise à jour du Moniteur des finances publiques*). Les politiques financières sont peut-être moins prudentes que ce qui serait approprié pour les économies émergentes à un stade avancé du cycle de crédit. En cas de choc baissier majeur, ces vulnérabilités pourraient se conjuguer, mettant à rude épreuve la stabilité financière.

Le programme de réformes réglementaires est désormais axé sur l'adoption et l'application de règles, mais les progrès sont inégaux.

La priorité du programme de réformes est passée de l'élaboration de normes à l'adoption et mise en œuvre de règles. Quelques pays du G-20 (Arabie Saoudite, Inde et Japon) ont déjà annoncé les règles finales de mise en œuvre de Bâle III à

partir du début 2013, mais la plupart en sont encore au stade de l'élaboration ou de la consultation. L'UE est proche d'une règle finale, le Conseil européen s'étant entendu sur un compromis relatif à la Directive sur les fonds propres (CRD IV). Les autorités américaines ont émis une règle définitive fixant des normes de fonds propres étroitement alignées sur Bâle 2.5 à partir de janvier 2013 et ont publié, pour consultation, les règles de transposition des normes de fonds propres de Bâle III dans leur cadre réglementaire.

D'autres éléments du programme de réformes continuent d'évoluer et la mise en œuvre est parcellaire. S'agissant des dérivés hors cote, les administrations et les marchés doivent s'atteler résolument à la mise en œuvre intégrale des réformes du marché dans autant de domaines que possible avant la fin 2012, délai fixé par les dirigeants du G-20. En particulier, il s'agit de déplacer toutes les transactions normalisées sur produits dérivés vers des places boursières ou des plateformes de négociation électronique, lorsque cela est approprié, et d'en assurer la compensation par l'intermédiaire de contreparties centrales (CCP). Face à la crainte grandissante que les CCP ne deviennent les nouveaux établissements financiers d'importance systémique mondiale, il est d'autant plus urgent d'élaborer et d'adopter des dispositifs de résolution qui leur soient applicables. De manière générale, ce travail avance lentement, car bien des juridictions ne disposent toujours pas des outils juridiques nécessaires. Les réformes juridiques visant à aligner les régimes de résolution nationaux sur les principales caractéristiques définies par Conseil de stabilité financière (*Key Attributes of Effective Resolution Regimes*) sont en cours dans beaucoup de pays. Le récent projet de directive de la Commission

européenne établissant un cadre de redressement et de résolution des établissements de crédit et des fimes d'investissement est une avancée importante. Cela dit, la zone euro doit continuer à progresser vers l'établissement d'un cadre intégré de supervision, de gestion des crises et de résolution.