

Rapport sur la stabilité financière dans le monde

Octobre 2009

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

Les risques systémiques se sont sensiblement atténués suite à l'action sans précédent des pouvoirs publics et aux prémices d'une embellie de l'économie réelle. Il se dégage un sentiment grandissant que l'économie mondiale a opéré un tournant, et jeté les bases du redressement des marchés financiers. Cependant, le risque reste grand d'une recrudescence des interactions négatives entre les secteurs réel et financier, aussi longtemps que les tensions continueront de peser sur les banques, et que les ménages et institutions financières devront réduire les effets de levier. Bien que les indicateurs de risque souverain soient inférieurs à ce qu'ils étaient il y a six mois, le basculement des risques financiers sur les pouvoirs publics conjugué à la charge du financement des relances budgétaires suscite des craintes d'éviction du secteur privé et des préoccupations quant à la viabilité des finances publiques. Ces vulnérabilités rappellent qu'il faut renforcer l'intermédiation financière, rétablir la santé du système financier et, à terme, réduire les risques privés qui pèsent aujourd'hui sur les bilans des administrations publiques. Le retrait des soutiens de l'État devra s'opérer avec soin pour éviter qu'un dénouement prématuré ne provoque une rechute dans la crise, ou qu'une sortie tardive ne compromette la crédibilité monétaire et budgétaire. L'inaction devient désormais un risque — les problèmes du système bancaire resteraient sans solution et les réformes réglementaires qui s'imposent clairement risqueraient d'être retardées ou diluées. Les gouvernements doivent sans tarder tracer les grandes lignes d'un cadre réglementaire capable de prévenir l'accumulation de risques systémiques, de donner des repères aux attentes, de générer la confiance et, partant, de promouvoir une croissance économique soutenue.

Perspectives d'avenir

Les perspectives immédiates du système financier se sont sensiblement améliorées depuis l'édition d'avril 2009 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR) et les risques extrêmes se sont estompés. Les marchés financiers ont connu un rebond, les risques des marchés émergents se sont amoindris, les banques ont réussi à mobiliser des fonds propres et les marchés de financement de gros sont de nouveau actifs. Cela étant, les circuits du crédit restent grippés et la reprise économique risque d'être timide. Le chapitre 1 retrace le chemin vers le rétablissement d'une saine intermédiation du crédit et évoque les risques à court terme qui pourraient y faire obstacle, dont la charge grandissante des financements publics. Le chapitre examine ensuite comment les politiques à court terme devraient être gérées pour asseoir fermement la reprise économique et retirer les appuis exceptionnels que les pouvoirs publics ont fournis au système financier. Il passe également en revue certaines options à moyen terme visant à redessiner le paysage financier.

Les risques systémiques extrêmes se sont estompés, mais l'inaction face aux corrections qu'appelle le secteur bancaire reste une préoccupation.

Le système financier peut-il fournir suffisamment de crédit pour entretenir une reprise économique? Le chapitre examine cette question fondamentale. Les bilans bancaires ont récemment profité des efforts de mobilisation de fonds propres et des résultats positifs. On redoute cependant que le crédit ne continue de se détériorer et que les tensions bilantielles ne s'accroissent. D'après notre analyse, les banques américaines ont couvert plus de la moitié du cycle de pertes à l'horizon 2010, tandis qu'en Europe la comptabilisation des pertes est moins avancée en raison des différences de cycle économique.

Bien que le redressement des bénéfices bancaires contribue à alimenter les fonds propres, il ne suffira vraisemblablement pas à couvrir entièrement les dépréciations sur les 18 mois à venir. Qui plus est, les bénéfices tendanciels seront probablement inférieurs au sortir de la crise. Des mesures plus énergiques face aux actifs dépréciés contribueront à renforcer la capacité bénéficiaire des banques et à promouvoir le crédit. Le durcissement en cours de la réglementation bancaire devrait se traduire par une réduction des résultats nets et exiger une auto-assurance plus onéreuse sous la forme de niveaux plus importants de fonds propres et de liquidités.

Les risques de crise dans les pays émergents se sont amoindris mais des vulnérabilités subsistent.

Les risques extrêmes dans les pays émergents ont diminué grâce aux politiques résolues des pouvoirs publics — ainsi qu'à l'augmentation des ressources du FMI. Les tensions financières se sont grandement dissipées dans les pays émergents d'Europe, mais les vulnérabilités restent fortes. Les banques d'Europe occidentale semblent être en mesure d'absorber la détérioration des conditions de crédit dans les pays émergents d'Europe, mais elles ne disposent pas des fonds propres suffisants pour soutenir une reprise dans la région. L'Asie et l'Amérique latine ont le plus tiré profit de la stabilisation des marchés porteurs et d'une reprise des flux de portefeuille. Bien que les flux internationaux vers la dette des marchés émergents aient repris, ils tendent à s'orienter vers les emprunteurs de meilleure qualité, aussi de nombreuses entreprises sont-elles confrontées à des risques considérables de refinancement, surtout dans les pays émergents d'Europe. Les politiques financières devraient continuer de promouvoir un ajustement ordonné des bilans des banques, des entreprises et des ménages. Il serait également utile de promouvoir des accords pour maintenir, voire développer, les circuits transfrontaliers de financements bancaires durables.

Les circuits du crédit manquent de fluidité et peineront vraisemblablement à répondre à la demande du secteur privé, pour timide qu'elle soit.

Compte tenu des pressions qui s'exercent sur les banques pour qu'elles inversent l'effet de levier et des dislocations que subissent les marchés de titrisation, nos scénarios prévoient une baisse de l'offre du crédit bancaire pour le reste de 2009 et au début de 2010

aux États-Unis et en Europe. En tenant compte de la demande projetée des secteurs public et privé, il apparaît a priori que l'offre risque de ne pas être à la hauteur de la demande du secteur privé, même si celle-ci était faible. Par conséquent, les pressions sur les taux de financement pourraient s'intensifier et les flux de crédit capables de nourrir la reprise pourraient être bloqués. Les résultats de notre étude montrent les domaines où les conditions de crédit pourraient être les plus difficiles et ceux où les pouvoirs publics devraient continuer d'agir pour assurer un flux suffisant de crédit, notamment dans la perspective de l'objectif consistant à maintenir les taux d'intérêt à un faible niveau.

Le basculement des risques privés sur les bilans publics doit être géré avec soin.

Le transfert des risques sur le bilan des États, suite aux opérations de sauvetage du système financier et aux plans de relance budgétaire, fait craindre qu'un niveau record d'émissions souveraines ne pousse les taux d'intérêt à la hausse et n'étouffe les prémices de reprise. Dans cette situation, l'offre de crédit aura du mal à répondre à la demande du secteur privé, si faible soit-elle, et la détérioration des finances publiques pourrait compromettre la solvabilité des États. Les pays devraient maîtriser ce risque en définissant et communiquant des plans de rééquilibrage à moyen terme qui tiennent compte de leurs politiques de stabilisation du secteur financier et de leurs engagements conditionnels.

La restructuration des institutions financières doit se poursuivre pour qu'elles soient en mesure de prêter et d'accompagner la reprise économique.

Vu les contraintes de capacité de crédit, il faut agir avec détermination pour purger les bilans bancaires des actifs compromis et illiquides et relancer la titrisation. Il faudra entreprendre des réformes financières plus profondes et traiter les banques en difficultés avant que, dans de nombreux pays, les autorités puissent renoncer entièrement à fournir des liquidités et des financements. Il faudra donc redoubler d'efforts pour accroître les fonds propres bancaires et extirper les actifs compromis des bilans. Les tests de résistance officiels sont d'importants instruments qui permettent d'établir l'état de santé des banques et, partant de concevoir des stratégies adaptées de recapitalisation des établissements viables ou de prise en charge ordonnée de ceux qui ne le sont pas. Cela dit, la publication du traitement réservé à chaque banque ne doit être envisagée que si des mesures correctives effectives susceptibles de combler les déficits de fonds propres peuvent aussi être présentées. Le cas échéant, la non publication ne doit pas nécessairement signifier l'absence de mesures correctives.

Des incitations s'imposent pour corriger et redémarrer la titrisation.

Comme il importe de corriger l'intermédiation du crédit, le chapitre 2 examine le rôle de la titrisation privée et évalue les propositions destinées à relancer le marché. Il faudra allier les nouvelles réglementations à de meilleures pratiques du secteur privé pour harmoniser les incitations des institutions qui interviennent dans la titrisation et éviter qu'elle ne contribue de nouveau à l'instabilité systémique. Dans la redéfinition des régulations et des

pratiques de marché, il faudra retenir les avantages qu'il y a à éclater le risque de crédit en dehors du système bancaire et la capacité des prêteurs à diversifier les sources de financement.

Le chapitre souligne que pour être solide le marché privé de la titrisation exige une action des pouvoirs publics dans plusieurs domaines, dont la supervision des agences de notation, les pratiques comptables, les fonds propres obligatoires et les politiques de rétention. Cette action doit faire l'objet d'une coordination entre instances réglementaires d'un même pays et à l'échelle internationale. Le chapitre illustre les dangers d'une riposte non concertée en examinant l'impact des politiques de rétention et des capitaux obligatoires imposés aux émetteurs et montre que dans certains cas ces mesures ne parviendraient à promouvoir ni le dépistage ni le suivi et que dans d'autres elles risqueraient de rendre la titrisation excessivement onéreuse. La réalisation d'études d'impact approfondies avant l'adoption de nouvelles réglementations permettrait d'appréhender leurs interactions et les risques d'effets pervers.

Le chapitre examine en outre les avantages et les coûts de l'émission d'obligations couvertes, où les flux de trésorerie des prêts sont mis en commun mais conservés au bilan de l'entité émettrice. Cette méthode a cela d'avantageux qu'elle incite l'émetteur à faire un dépistage et un suivi des prêts, mais comme ceux-ci restent sur son bilan il doit mobiliser des fonds propres pour les couvrir, ce qui réduit les avantages de la titrisation. Cependant, les avantages d'un financement analogue à celui des marchés de capitaux — vente des obligations aux investisseurs — permettent une plus grande intermédiation. Globalement, le chapitre conclut que ce modèle, lui aussi, devrait être encouragé à partir d'une législation et d'une réglementation appropriées.

Des politiques pour asseoir la reprise et la réforme du système financier

La riposte des pouvoirs publics face à l'effondrement des marchés du financement et du crédit a été sans précédent et bien qu'il soit difficile de tirer des conclusions définitives sur ses avantages à long terme, les premiers constats sont généralement positifs. Le chapitre 3 examine l'impact à très court terme et à plus moyen terme des mesures classiques et exceptionnelles adoptées par les pouvoirs publics, y compris la question de savoir si elles ont réussi à stabiliser les marchés financiers lorsqu'elles furent annoncées.

Certaines politiques exceptionnelles ont aidé plus que d'autres.

Le chapitre se penche sur l'impact des annonces d'intervention effectuées par 13 pays avancés. Celles qui visaient à soutenir les liquidités ont été plus efficaces avant la chute de Lehman Brothers, mais elles l'ont été moins une fois qu'il est devenu manifeste que dans plusieurs pays la crise financière avait cédé le pas à une crise de solvabilité et non de liquidité. Dans le même ordre d'idées, les annonces d'injections de capital ont mieux réussi à réduire le risque de défaut des banques après la chute de Lehman Brothers, au même titre que

l'annonce d'un recours éventuel à des achats d'actifs. Il est un autre résultat important qui met en évidence que les interventions ciblées sur les institutions ou marchés intérieurs ont eu des retombées notables sur d'autres pays, parfois dans des proportions plus grandes, d'où l'importance de coordonner les politiques.

Il est encore trop tôt pour évaluer avec certitude les effets à plus long terme de ces mesures, mais il ressort des premiers résultats que certains instruments ont réussi à appuyer les activités de financement et d'émission. On citera par exemple les garanties des engagements bancaires adoptées par plusieurs pays, les prêts au titre du *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* aux États-Unis, qui ont eu un impact sur les écarts du marché secondaire et l'émission de valeurs adossées à des crédits à la consommation, et la décision de la Banque centrale européenne d'acheter directement des obligations couvertes, ce qui a permis de comprimer les écarts et de redonner un coup de fouet à l'émission.

Il est encore trop tôt pour que les pouvoirs publics retirent leur aide, mais une stratégie de sortie s'impose.

Bien que le moment ne soit pas encore venu d'opérer un abandon pur et simple des politiques exceptionnelles mises en œuvre jusqu'à présent — du reste dans certains pays davantage de fonds publics devront être mobilisés — les gouvernements doivent songer aux modalités et au calendrier de ce retrait. Le choix des échéances est compliqué par le fait que certaines politiques peuvent être efficaces même si leur usage effectif est limité, car elles peuvent constituer un gage de confiance ou servir de repère pour telle ou telle catégorie d'institutions ou d'investisseurs.

Le chapitre 3 traite de certains aspects liés aux modalités de dénouement des politiques engagées face à la crise et au calendrier à établir. En règle générale, si le retrait d'un mécanisme peut s'opérer en augmentant ses coûts ou en réduisant progressivement sa disponibilité, les autorités peuvent tenter de «sevrer» le secteur privé de façon graduelle. Les politiques onéreuses ou celles dont les coûts sont disproportionnés devraient être visées les premières, au même titre que celles qui provoquent de graves distorsions sur les marchés financiers. Vu l'ampleur mondiale de la crise et le type de politiques non orthodoxes qui ont été mises en œuvre, il ne faut pas perdre de vue l'impact que le retrait pourrait avoir sur d'autres pays, d'où l'utilité d'une action coordonnée. Cela est d'autant plus important dans le cas du retrait des garanties aux dettes bancaires au plan transnational, là où peuvent exister des possibilités d'arbitrage. Il est vital de communiquer clairement la stratégie de retrait. À cet égard, la définition de jalons — en termes d'indicateurs de marché plutôt que de dates précises — pourrait servir plus utilement à influencer les anticipations du marché. Comme il s'agit d'un terrain entièrement nouveau pour les gouvernants, un certain degré d'expérimentation peut être opportun pour jauger les conditions du marché. S'il est justifié, le maintien de certains instruments ne doit pas être perçu comme un échec.

Il faut formuler une vision de la réglementation du système financier génératrice de clarté et de confiance.

Si une stratégie bien définie de dénouement des politiques exceptionnelles de crise sera de nature à redresser la confiance dans le système financier, une présentation claire des réformes réglementaires à entreprendre à l'avenir pour gérer les risques systémiques y contribuera également. Le récent apaisement des risques extrêmes ne devrait pas pousser les autorités à ralentir la cadence dans leur travail de renforcement du système financier. Elles doivent formuler une approche globale et explicite, de sorte que le secteur privé puisse planifier ses activités en conséquence.

La priorité doit aller à la réforme de l'environnement réglementaire afin de réduire sensiblement le risque d'une nouvelle crise systémique. Pour ce faire, il faudra non seulement définir dans quelle mesure les fonds propres, les provisions et les marges de liquidité doivent augmenter, mais aussi expliquer comment rétablir la discipline du marché après le vaste soutien que les pouvoirs publics de nombreux pays ont apporté aux institutions systémiques. Des mesures ont déjà été proposées qui contribueront à réduire la procyclicalité du système financier et à accroître les réserves contre les pertes et l'assèchement des liquidités. Mais il reste un travail considérable à accomplir pour définir les niveaux de fonds propres additionnels, les primes d'assurance, les régimes de supervision et de prise en charge et les politiques de concurrence qui permettront d'éviter l'aléa moral du «too big to fail». Les orientations permettant de définir des critères pour recenser les institutions et les marchés d'importance systémique — telles que celles que sont en train de formuler le Fonds monétaire international, le Conseil de stabilité financière et la Banque des règlements internationaux pour le G-20 — devraient aider en ce sens. Une fois le recensement effectué, il faudra définir et appliquer des surcoûts ou des désincitations contre les contributions marginales au risque systémique.

L'action à mener au plan mondial doit s'inspirer d'une démarche macroprudentielle pour rétablir la discipline du marché et préserver les vertus de l'intégration financière.

Qui plus est, ces réformes doivent s'inscrire dans un cadre de politique macroprudentielle intégré qui permette aux institutions nationales et transnationales de fonctionner de façon sûre. Il est désormais admis que certaines politiques microprudentielles et macroéconomiques ont conjugué leurs effets de manière procyclique et abouti à une accumulation de levier financier et de risque systémique. Les gouvernements devront voir dans quelle mesure leur action accentue les risques systémiques, qu'elle relève de la supervision de la politique monétaire, budgétaire ou financière.

La coopération et la concordance des politiques doivent avoir une dimension internationale. Compte tenu des liens transfrontaliers entre institutions et marchés, les gouvernements ne peuvent agir de façon unilatérale sans que cela ait des retombées à l'étranger. Cependant, au sortir de la crise certains pays pourraient être tentés de sanctuariser

leurs institutions et de se retirer des marchés mondiaux pour protéger leur économie des chocs exogènes. Or il s'agit plutôt de trouver les moyens qui permettront de tirer parti d'une intégration financière croissante, tout en veillant à maîtriser les risques de retombées négatives et à définir clairement le rôle des autorités des pays d'origine et des pays hôtes. Dans cette tâche difficile, le FMI peut jouer un rôle de catalyseur par ses activités de surveillance et son travail sur les liens macrofinanciers au plan mondial.