

Points de presse pour le chapitre 1 : *Surmonter les séquelles de la crise et relever les nouveaux défis pour la stabilité financière*

Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR), avril 2010

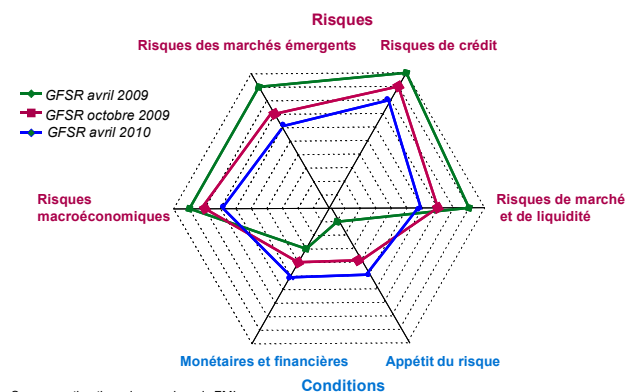
Principaux points

- **La reprise économique ayant gagné en vigueur, la santé du système financier mondial s'est améliorée, mais les risques qui pèsent sur la stabilité demeurent importants.**
- **Les risques souverains des pays avancés pourraient remettre en question les progrès en matière de stabilité et ouvrir une nouvelle phase de crise du crédit.**
- **Des politiques s'imposent pour réduire les risques souverains au moyen de stratégies bien conçues de rééquilibrage des finances publiques, et pour corriger les séquelles de la crise et faciliter le processus d'inversion du levier financier en veillant à ce qu'il y ait, à la base, un ensemble d'établissements bancaires sains et viables, capables d'alimenter le crédit.**
- **Au-delà du court terme, il faut résolument avancer sur le plan réglementaire et opérer la transition vers un système financier mondial plus sûr, plus résistant et plus dynamique.**

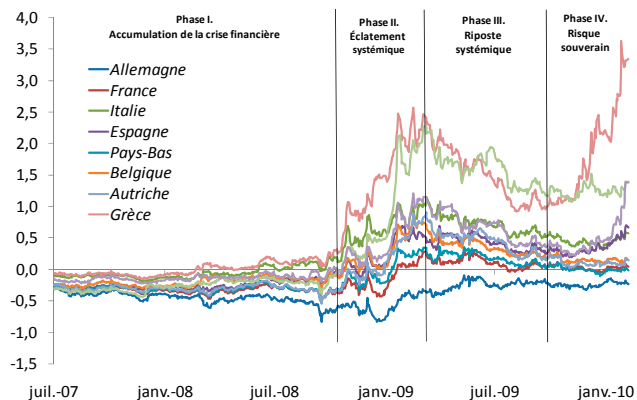
Depuis l'édition d'octobre 2009 du GFSR, la santé du système financier mondial s'est améliorée grâce à une reprise économique en bonne voie (graphique 1). Les risques continuent cependant de peser lourdement sur la stabilité car la reprise reste fragile et l'assainissement des bilans se poursuit.

Les risques souverains des pays avancés pourraient compromettre les progrès en matière de stabilité et ouvrir une nouvelle phase de crise du crédit. Les marchés étant moins enclins au levier financier — qu'il concerne le bilan des banques ou celui des États — et les liquidités étant retirées du fait des stratégies de sortie, de nouveaux risques apparaissent pour la stabilité financière. D'abord les primes de risque de crédit souverain se sont sensiblement accrues dans les grands pays les plus touchés par la crise. Dernièrement, les écarts de taux se sont creusés dans certains pays très endettés accusant des vulnérabilités sous-jacentes. En effet, les craintes liées à la

Graphique 1. Carte de la stabilité financière mondiale



Graphique 2. Les quatre étapes de la crise (écarts de taux souverains à dix ans, en pourcentage)



viabilité des finances publiques ont provoqué des tensions sur les marchés des financements souverains, qui pourraient avoir des effets de débordement transnationaux (graphique 2). La transmission des risques souverains aux systèmes bancaires et leur propagation par l'économie pourrait menacer la stabilité financière.

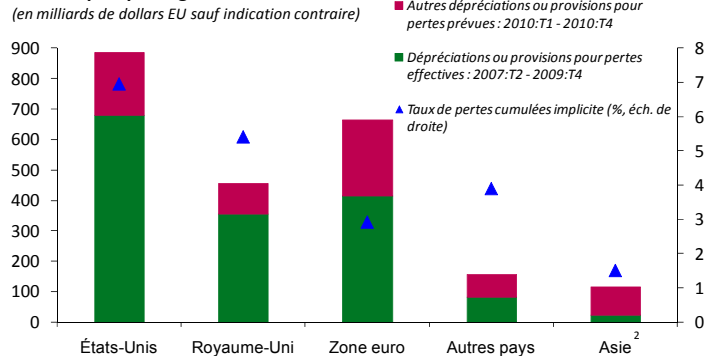
Le système bancaire mondial est aux prises avec les séquelles de la crise et les difficultés issues du processus d'inversion du levier financier.

Vu l'amélioration de la conjoncture économique et des marchés financiers, le montant des dépréciations escomptées a été ramené de 2.800 à 2.300 milliards de dollars EU et les fonds propres bancaires se sont sensiblement redressés (graphique 3). Cependant, certains pans des secteurs bancaires nationaux restent faiblement capitalisés et présentent encore des risques considérables de détérioration. La lenteur des progrès dans le traitement des établissements en difficultés pourrait compliquer le retrait des mesures exceptionnelles d'accompagnement. Faute d'une démarche résolue à leur égard, ces établissements pourraient obérer la croissance. Les banques doivent revoir leurs métiers, mobiliser davantage de fonds propres, assainir leurs bilans et stabiliser les financements (graphique 4).

La reprise du crédit sera lente, modérée et inégale à mesure que les banques continuent de reconstituer leur bilan. Même avec la faible reprise de la demande de crédit privé, la montée en flèche des besoins souverains risque de se heurter à une offre limitée de crédit. Des mesures propres à atténuer les contraintes pesant sur la capacité de crédit, parallèlement à la gestion des risques budgétaires, devraient contribuer à désamorcer les tensions sur l'offre et la demande de crédit.

Le rythme inégal de la reprise à travers le monde soulève des problèmes de stabilité pour les pays émergents. Les perspectives de forte

Graphique 3. Dépréciations ou provisions pour pertes effectives et prévues des banques par région

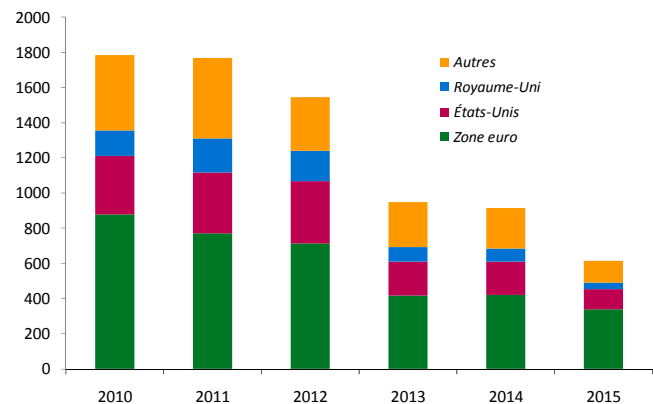


Source : estimations des services du FMI.

¹Comprend le Danemark, l'Islande, la Norvège, la Suède et la Suisse.

²Comprend l'Australie, le RAS de Hong Kong, le Japon, la Nouvelle-Zélande et Singapour.

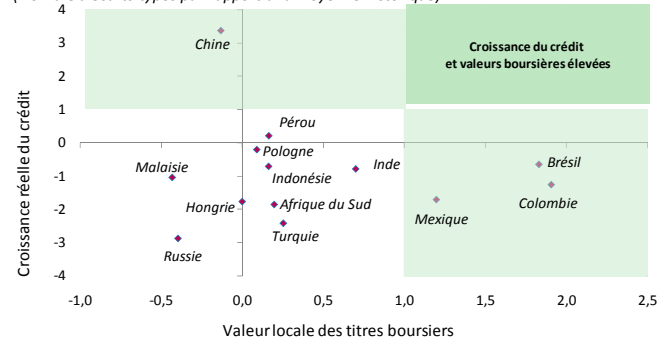
Graphique 4. Refinancement des dettes bancaires par échéance



Source : Moody's.

Graphique 5. Valeurs des titres et croissance réelle du crédit

(Nombre d'écart types par rapport à la moyenne historique)



Sources : FMI, base de données des *International Financial Statistics*; et estimations des services du FMI.

croissance, d'appréciation monétaire et de montée des prix des actifs attirent les flux de portefeuille vers la région Asie-Pacifique (à l'exclusion du Japon) et l'Amérique latine, s'il est vrai par ailleurs que des facteurs endogènes —notamment la faiblesse des taux d'intérêt dans les grands pays avancés — contribuent grandement à ces flux. Pour l'heure il y a très peu d'indices d'une poussée des valeurs des actifs au plan international, exception faite de certains pôles de fébrilité sur des marchés locaux. Cependant, la conjoncture actuelle d'abondance de liquidités extérieures et intérieures et de forte croissance du crédit pourrait attiser l'inflation et provoquer des bulles spéculatives à moyen terme (graphique 5). Les gouvernements ont réagi à la montée des flux de capitaux mais la vigilance reste de mise pour préserver la stabilité financière.

Pour continuer à réduire les risques systémiques, les gouvernements doivent engager d'autres mesures dans plusieurs domaines fondamentaux. Une gestion avisée des risques souverains est essentielle : les gouvernements doivent concevoir des plans crédibles de rééquilibrage des finances publiques à moyen terme afin de maîtriser l'endettement et d'éviter que ne s'ouvre une nouvelle phase de crise du crédit. Ils doivent veiller à ce que la prochaine étape du processus d'inversion du levier financier se déroule sans heurts. Il est essentiel de traiter sans tarder des établissements non viables et de restructurer ceux qui, malgré leurs faiblesses, le sont commercialement, de manière à écarter une fois pour toutes les aides exceptionnelles de l'État et à assurer l'existence d'un ensemble solide d'établissements viables capables d'alimenter le crédit.

Par-delà le court terme, les réformes réglementaires doivent avancer avec célérité, en tenant cependant dûment compte de la conjoncture économique et financière. La poursuite du renforcement des fonds propres bancaires contribuera à préparer le système financier aux changements du dispositif d'adéquation des fonds propres. La définition du nouveau cadre du système financier doit être plus claire, pour permettre aux banques d'élaborer avec plus de certitude leurs modèles d'avenir. Il est vital de traiter de la problématique des institutions dites «trop importantes pour sombrer», afin de pouvoir rétablir la discipline du marché et de préserver les bilans souverains.

Points de presse pour le chapitre 2 :

Risque systémique et nouvelle conception de la réglementation financière

Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR), avril 2010

Par Marco Espinosa, Andy Jobst, Charles Kahn, Kazuhiro Masaki et Juan Sole

Principaux points

- La récente crise a donné lieu à un foisonnement de propositions de réforme réglementaire pour gérer les risques systémiques, à savoir les risques de voir les difficultés d'un établissement donné se répercuter sur d'autres institutions. Pour nombreuses que soient ces propositions, elles manquent souvent de précision.
- Le chapitre en examine deux : l'une consiste à demander aux instances de réglementation d'exercer une surveillance explicite des risques systémiques, et l'autre à imposer des exigences additionnelles de fonds propres basées sur les risques systémiques qui soient à la mesure de leur contribution à ces derniers.
- Le chapitre souligne qu'il ne suffit pas de demander aux régulateurs de «surveiller» les liens systémiques. En effet, il faudra aussi des outils plus performants pour combattre les risques systémiques, faute de quoi les organismes de réglementation auront tendance à se montrer plus indulgents envers les institutions d'envergure systémique.
- Bien qu'il ne cautionne pas nécessairement l'adoption d'exigences additionnelles de fonds propres pour parer aux risques systémiques, le chapitre présente à titre illustratif une méthodologie pratique de calcul de ces fonds propres complémentaires pour les cas où cette modalité serait utilisée.
- Le chapitre explique par ailleurs qu'il importe de tenir compte des liens transfrontaliers entre institutions et que les superviseurs des différents pays doivent donc collaborer à la conception de ces obligations additionnelles de fonds propres.

La récente crise financière a entraîné une réflexion nouvelle sur la supervision et la réglementation des interdépendances systémiques, à savoir l'idée que les difficultés que connaît un établissement financier peuvent avoir des retombées négatives sur d'autres. Il s'en est suivi un foisonnement de propositions de réformes réglementaires, mais leurs modalités d'application pratique sont très incertaines. Le chapitre se propose donc de contribuer au débat concernant la réglementation fondée sur les risques systémiques, en suivant une double démarche. Il cherche à répondre à la question de savoir si en confiant explicitement une fonction de surveillance du risque systémique, comme le prévoient certaines propositions récentes dans la zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis, ce risque peut vraisemblablement être atténué. Il propose par ailleurs une méthodologie pour calculer et lisser une éventuelle obligation complémentaire de fonds propres basée sur les risques systémiques.

Architecture réglementaire

Le chapitre signale une importante lacune dans la plupart des réformes qui préconisent une surveillance réglementaire des risques financiers systémiques : il s'agit de l'analyse des incitations pour les instances de régulation. Cela renvoie notamment à la «tolérance réglementaire» — à savoir l'intérêt que peuvent avoir les régulateurs à préserver les établissements qui devraient en fait être liquidés — laquelle dépendra vraisemblablement des diverses modalités d'attribution des fonctions réglementaires.

Le chapitre montre qu'ajouter une fonction de surveillance des risques systémiques à la panoplie réglementaire sans prévoir par ailleurs des moyens d'action ne change en rien les incitations qui étaient à la base des récentes carences réglementaires. Les régulateurs ont souvent intérêt à assurer la survie d'un établissement, pour insolvable qu'il soit, car ils rechignent à liquider les institutions soumises à leur supervision, d'autant que dans certains cas, si on leur accorde suffisamment de temps, elles peuvent se remettre d'aplomb. Autrement dit, si au départ il n'existe pas de moyens concrets de limiter formellement l'importance systémique d'un établissement financier — quelles que soient les modalités d'attribution des fonctions réglementaires — les régulateurs risquent de se montrer plus indulgents envers les institutions d'importance systémique qu'envers les autres. Cela s'explique par le fait qu'elles peuvent avoir un impact plus dommageable sur les autres établissements.

C'est pourquoi il faut envisager des méthodes plus directes pour maîtriser les risques systémiques, par exemple en instituant une obligation de fonds propres fonction de ce risque, en appliquant des prélèvements liés à la contribution d'un établissement au risque systémique, voire en limitant la taille de certaines activités.

Obligations de fonds propres basées sur les risques systémiques

Sans cautionner nécessairement l'adoption d'exigences additionnelles de fonds propres basées sur les risques systémiques, le chapitre présente une méthode de calcul de ces fonds propres. Cette méthode s'appuie sur le principe selon lequel les fonds propres additionnels doivent être à la mesure de l'interconnexion systémique qui lie les établissements financiers. Le chapitre propose deux formules pour appliquer cette méthodologie :

- Une approche standard où les régulateurs attribuent des notations de risque systémique à chaque établissement à partir de son importance systémique relative, et se servent de cette notation pour calculer les fonds propres additionnels requis.
- Une approche basée sur un bilan des risques, qui s'inspire des études réalisées sur la gestion des risques de crédit et détermine les fonds propres additionnels en tenant compte de la contribution additionnelle d'un établissement au risque systémique et de la probabilité qu'il souffre lui-même de difficultés.

La méthodologie présente également un moyen de supprimer la procyclicalité éventuelle des exigences additionnelles de fonds propres — leur tendance à s'accroître en phase descendante et à diminuer en conjoncture faste — un attribut pernicieux de la plupart des exigences de fonds propres fondées sur les risques.

Le chapitre montre enfin qu'il est important de tenir compte des liens transfrontaliers entre établissements pouvant agir sur ce type d'exigences de fonds propres, aussi les instances réglementaires de différents pays doivent-elles travailler ensemble à la conception de ces exigences de fonds propres.

Points de presse pour le chapitre 3 :
Rendre les dérivés de gré à gré plus sûrs : le rôle de la compensation centralisée

Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR), avril 2010

**Par John Kiff, Randall Dodd, Alessandro Gullo, Elias Kazarian, Isaac Lustgarten,
Christine Sampic et Manmohan Singh**

Principaux points

- Le recours à des chambres de compensation centralisée (CCC) bien gérées et réglementées pour les produits dérivés de gré à gré (DGG) va réduire le risque de contrepartie pour les courtiers et limiter le risque systémique lié aux défaillances en cascade des contreparties.
- Cependant, le coût pour les courtiers en DGG de la soumission des contrats aux CCC va sans doute être élevé, car le montant du dépôt de garantie à donner devra être important, aussi la transition doit-elle être graduelle.
- Étant donné que le marché des DGG est mondial, une coordination transfrontalière étroite des organismes de réglementation et de supervision est nécessaire pour éviter les arbitrages réglementaires et limiter le risque systémique et les retombées négatives d'un pays à l'autre.
- Toutes les transactions sur DGG doivent être enregistrées et stockées à l'aide de systèmes d'archivages réglementés et supervisés, et tous les organismes de réglementation et de supervision intéressés devraient avoir accès aux données détaillées sur les contreparties.

Le marché des DGG a pris une expansion considérable ces dernières années, et les encours actuels dépassent 600 billions de dollars EU. Durant la crise financière, le marché des contrats sur risque de défaut, qui est un compartiment de celui des DGG, s'est trouvé sous les feux de la rampe lorsque les difficultés des marchés financiers ont commencé à s'intensifier et que le risque de contrepartie que comporte un marché où la compensation s'effectue pour l'essentiel bilatéralement est devenu apparent. Les autorités ont dû prendre des décisions coûteuses concernant Lehman Brothers et AIG qui ne reposaient que sur des informations partielles quant aux effets en chaîne de la faillite de ces sociétés.

Les CCC sont présentées comme un moyen de rendre le marché des DGG plus sûr, plus sain et plus transparent, ainsi que de limiter le risque systémique. Ce chapitre donne un aperçu général de ce sujet et montre que des CCC bien gérées et réglementées sont à même de réduire le risque de contrepartie pour les courtiers et de limiter le risque systémique lié aux défaillances en cascade des contreparties. Elles peuvent aussi

améliorer la transparence des marchés parce qu'elles recueillent des informations sur la totalité des contrats présentés à la compensation.

Cependant, puisque les CCC concentrent les risques de crédit et les risques opérationnels liés à leur propre défaillance, il faut qu'elles soient financièrement solides, soumises à des procédures de gestion prudente des risques ainsi qu'à une réglementation et une supervision efficaces. En outre, étant donné que le marché des DGG est mondial, une coordination transfrontalière étroite des organismes de réglementation et de supervision est nécessaire. Cela permettrait d'éviter les arbitrages réglementaires et de limiter le risque systémique et les retombées négatives d'un pays à l'autre.

Par ailleurs, les avantages de la compensation centralisée, au niveau des contrepartistes individuels comme du système dans son ensemble ne peuvent se matérialiser que si une masse critique de contrats est soumise aux CCC. À cet égard, il subsiste quelques écueils potentiels : il faudrait notamment accroître la normalisation et la liquidité des produits, et la mise de fonds et les garanties à fournir sous forme de dépôt de marge initial pourraient être très coûteuses.

Si les courtiers ont besoin d'être encouragés à passer de la compensation bilatérale à la compensation centralisée, la suggestion avancée dans ce chapitre serait d'instituer un prélèvement lié aux risques que leurs portefeuilles de produits dérivés font courir à leurs contreparties. Il est moins souhaitable de rendre la compensation centralisée obligatoire pour les contrats normalisés parce que les dépôts de marge élevés pouvant être requis déstabiliseront le marché s'ils sont exigés immédiatement. Il faut en outre prévoir des coûts élevés pour la mise en place des infrastructures, y compris les systèmes d'information et tout un ensemble de nouvelles règles et procédures. Si toutefois les autres mesures incitatives ne font pas réagir les opérateurs, il peut être nécessaire de rendre la compensation centralisée obligatoire pour vaincre la crainte du premier pas. Bien qu'il semble que les courtiers en produits dérivés aient effectivement recours à la compensation centralisée, si les autorités estiment qu'il est nécessaire de la rendre obligatoire, il convient de l'imposer graduellement.

Propositions pratiques :

Le chapitre présente un certain nombre de propositions pratiques, dont plusieurs sont déjà dans les cartons des législateurs et des organismes de réglementation. Les principales sont les suivantes :

- Un système mondial de supervision des CCC assurerait la concurrence sur une même base élevée et découragerait les arbitrages. Les autorités devront mettre en place des plans d'urgence et être dotés des pouvoirs nécessaires pour remédier à la défaillance d'une CCC de façon coordonnée au plan international.

- Les organismes de réglementation devront veiller à ce que la CCC ait une procédure appropriée d'atténuation et de gestion des risques et les instruments requis pour protéger l'intégrité de tous les marchés liés et les intérêts des opérateurs, et à ce qu'elle se conforme aux normes applicables aux chambres de compensation centralisée du Comité des systèmes de paiement et de règlement et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières lorsqu'elles auront été établies.
- Dans chaque juridiction, le pouvoir de réglementer les CCC doit reposer sur une base juridique claire, afin que leur réglementation et leur supervision soit. Pour les CCC d'importance systémique, il faut que la compétence de l'organisme de réglementation chef de file s'étende aux risques systémiques.
- Les banques centrales doivent se donner les moyens de fournir des liquidités en urgence aux CCC d'importance systémique en cas de pénurie aigüe.

Points de presse pour le chapitre 4 :
*Expansion des liquidités mondiales : effets sur les pays « bénéficiaires »
et réactions possibles*

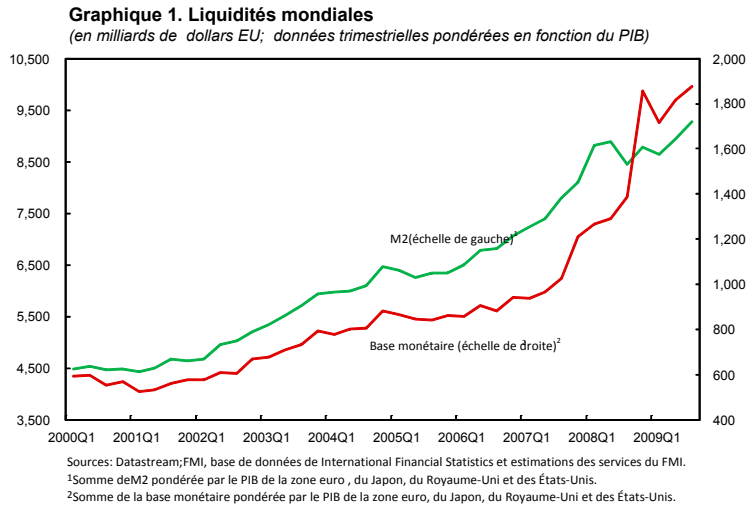
Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR), avril 2010

Par Effie Psalida, Annamaria Kokenyne, Sylwia Nowak et Tao Sun

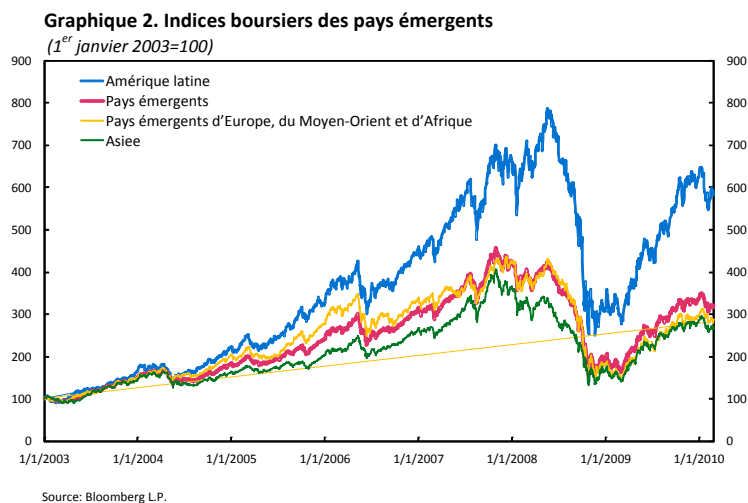
Points principaux

- Le transfert d'abondantes liquidités à des pays dont les taux d'intérêt sont plus élevés et la croissance plus vive peut poser des difficultés aux pouvoirs publics. Bien que les entrées de capitaux aient beaucoup d'avantages, un gonflement soudain de ces entrées peut enclencher l'inflation et causer des bulles des prix des actifs.
- Il ressort de ce chapitre que les apports de liquidités mondiales poussent les prix locaux des valeurs mobilières à la hausse et font baisser les taux d'intérêt réels dans les pays qui les reçoivent, en général de façon plus marquée que les liquidités intérieures, et que l'assouplissement du régime de change peut atténuer ces effets.
- Les pays bénéficiaires des transferts de liquidités ont divers moyens de faire face à l'afflux des entrées de capitaux. Il s'agit principalement de mesures macroéconomiques, y compris l'assouplissement du régime de change si la situation le permet, et du renforcement de la réglementation prudentielle.
- Lorsque ces mesures ne suffisent pas et qu'il y a des chances pour que l'afflux de capitaux soit passager, le contrôle des capitaux peut compléter la panoplie d'instruments de régulation. L'efficacité du contrôle des capitaux n'est pas entièrement prouvée, mais il peut allonger l'échéance de certains mouvements de capitaux.
- Même si le contrôle de capitaux s'avère utile pour tel ou tel pays pour parer aux afflux de capitaux, il risque d'avoir des effets indésirables au plan multilatéral en incitant d'autres pays à exercer ce type de contrôle.

Ce chapitre traite du transfert d'abondantes liquidités à des pays dont les taux d'intérêt sont comparativement plus élevés et la croissance plus vive. Il constate que, outre les liquidités intérieures, la détente monétaire dans les pays du G-4 (zone euro, Japon, Royaume-Uni et États-Unis) peut poser des difficultés dans les pays qui reçoivent ces liquidités, sous la forme d'une appréciation de leur monnaie et d'une hausse de la valeur des actifs (graphique 1).



À l'analyse, il apparaît qu'il y a une forte corrélation entre l'expansion des liquidités mondiales et les prix des actifs, tels que le rendement des valeurs mobilières, dans les pays qui bénéficient de ces apports de liquidités, ainsi qu'avec l'accumulation de réserves de change et les entrées d'investissements de portefeuille dans les pays récepteurs de liquidités (graphique 2).



Les décideurs des pays bénéficiaires ont divers moyens à leur disposition pour faire face aux afflux de liquidités mondiales et d'entrées de capitaux. Les mesures permettant d'atténuer les risques qui y sont liés sont les suivantes :

- l'assouplissement du régime de change, surtout lorsque la monnaie est sous-évaluée. Il ressort de l'analyse qu'un taux de change flottant est une parade naturelle contre les afflux de liquidités mondiales et les pressions à la hausse des prix des actifs intérieurs qui en découlent;

- l'accumulation de réserves (moyennant des interventions stérilisées ou non, le cas échéant);
- l'abaissement des taux d'intérêt si les perspectives en matière d'inflation le permettent;
- le durcissement de la politique budgétaire lorsque l'orientation macroéconomique globale est trop détendue; et
- le renforcement de la réglementation prudentielle dans le secteur financier.

Si la situation le permet, la libéralisation des sorties de capitaux peut aussi être utile. Le dosage de mesures approprié dépend de la situation propre de chaque pays.

Lorsque ces mesures ne suffisent pas et qu'il y a des chances pour que l'afflux de capitaux soit passager, le contrôle des capitaux peut utilement compléter la panoplie d'instruments de régulation. Une augmentation plus permanente des entrées de capitaux s'explique cependant par des facteurs plus fondamentaux et exige donc un ajustement économique plus fondamental. Des politiques macroéconomiques judicieusement formulées dans l'ensemble du cycle économique peuvent contribuer à atténuer les effets des poussées et du retrait brutal de capitaux.

L'efficacité du contrôle des capitaux n'est pas entièrement prouvée. Il semble qu'il permette d'allonger l'échéance de certains mouvements de capitaux — mais pas d'en réduire le volume — et donne plus de marge pour tirer parti de l'indépendance de la politique monétaire. Quelques études de cas illustrent les formes de contrôle de capitaux qui ont donné dans le passé de bons ou de mauvais résultats.

Même si les contrôles de capitaux s'avèrent utiles pour tel ou tel pays, ils risquent d'avoir des effets indésirables au plan multilatéral. L'institution du contrôle des entrées de capitaux par un pays peut, s'il est efficace détourner les flux de capitaux vers d'autres pays et inciter ceux-ci à lui emboîter le pas. La généralisation des contrôles de capitaux peut retarder les ajustements macroéconomiques nécessaires dans tel ou tel pays et, dans le contexte actuel, empêcher le rééquilibrage de la demande et donc entraver la reprise et la croissance économiques.