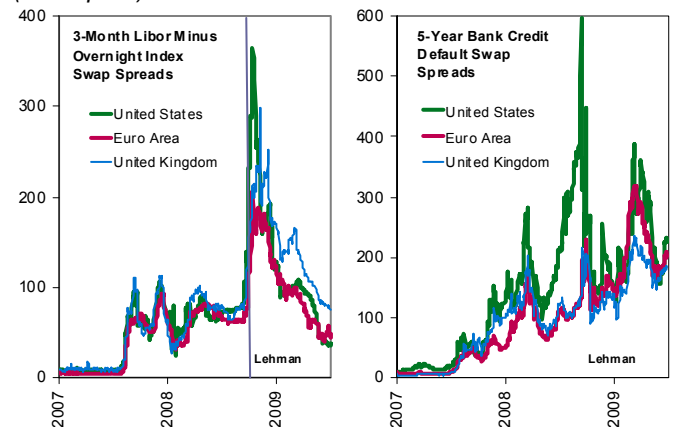


## Grâce aux politiques engagées les risques systémiques sont en repli mais les vulnérabilités subsistent

*La conjoncture financière s'est améliorée grâce aux interventions sans précédent des pouvoirs publics, qui ont permis de réduire les risques d'effondrement systémique, et au renforcement des perspectives de reprise économique. Il subsiste toutefois des facteurs de vulnérabilité et la vigilance reste de mise. Le secteur financier continue de dépendre du vaste soutien de l'État, d'où un transfert exceptionnel de risques du secteur privé au secteur public. Des stratégies de sortie devront être définies pour que le secteur puisse s'affranchir des politiques de soutien financier, monétaire et budgétaire et, partant, faire face aux incertitudes qui planent sur le marché. Dans une perspective à moyen terme, il importe enfin que les mesures prises pour normaliser les politiques et les marchés obéissent à la nécessité de mettre en place un dispositif durable de réglementation financière solide, de soldes budgétaires viables et de maintien de la stabilité des prix.*

Les risques qui pèsent sur le système financier mondial se sont réduits par rapport aux niveaux extrêmes signalés dans l'édition d'avril 2009 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report* ou *GFSR*). L'action sans précédent des banques centrales et des gouvernements de par le monde a réussi à stabiliser la situation financière des banques, à apaiser les tensions de financement et les risques de contrepartie et à étayer la demande globale. Ces interventions ont réduit le risque extrême d'une autre défaillance systémique comparable à l'effondrement de Lehman Brothers. Les marchés de la dette bancaire et les marchés interbancaires ont redémarré, certes avec un appui massif des pouvoirs publics. Les incertitudes face aux risques de contrepartie et de liquidité dans le secteur bancaire sont moins marquées, comme en témoignent le rétrécissement des écarts

Figure 1. Bank Systemic Risk Indicators  
(In basis points)



LIBOR-OIS et des écarts des contrats sur risque de défaut (Figure 1).

Les conditions financières globales restent cependant tendues. La croissance du crédit bancaire au secteur privé continue de ralentir

dans les économies matures, les marchés de titrisation marquent toujours le pas, hormis ceux qui bénéficient de l'aide de l'État, et les emprunteurs dont la signature est de moindre qualité n'ont guère accès aux marchés de capitaux pour se financer. Qui plus est, les interventions de l'État, décisives pour réduire les risques du secteur privé, ont par ailleurs entraîné un accroissement des risques pour le secteur public et représentent un poids grandissant pour la viabilité des finances publiques.

Les politiques concertées de relance budgétaire et monétaire ont réussi à maîtriser les risques de grave récession (voir analyse de la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de juillet 2009). Il s'en est suivi un regain d'appétit pour le risque et une moindre volatilité, les investisseurs se montrant disposés à délaisser les valeurs sûres en faveur d'actifs plus risqués. Si les risques de crédit semblent avoir diminué, à en juger d'après le rétrécissement des écarts et la baisse des taux projetés de défaut, ils restent cependant élevés. Les risques liés aux pays émergents perdent également en intensité, grâce au rebond des cours des matières premières, à la reprise des investissements de portefeuille et au redressement des prix des actifs (Figure 2). Cette embellie n'est cependant pas homogène

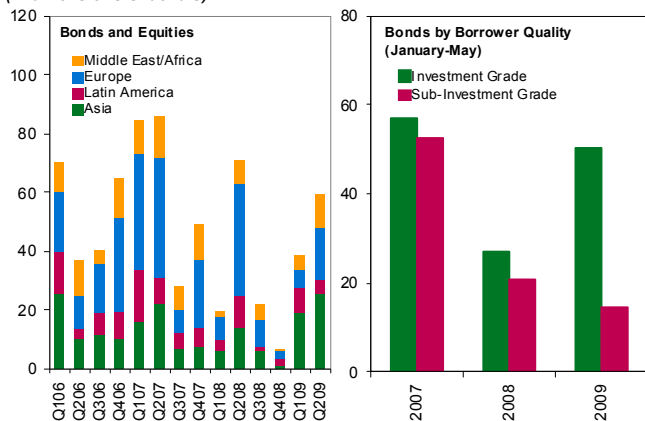
et les flux bancaires transfrontaliers vers les pays émergents restent faibles. Les risques dans les pays émergents d'Europe se sont également estompés, mais les tensions persistent et les vulnérabilités signalées dans l'édition d'avril 2009 du *GFSR* demeurent.

L'édition d'avril 2009 du *GFSR* mettait en lumière trois risques principaux : i) que les faiblesses du secteur bancaire des pays avancés ne freinent davantage la croissance du crédit et la reprise de l'économie ; ii) que les pays émergents restent vulnérables à un ralentissement, voire un arrêt des entrées de capitaux ; et iii) que les rendements des titres de dette souverains n'augmentent fortement au risque d'évincer les emprunteurs privés si la charge pour les bilans du secteur public n'est pas gérée de façon crédible. Des progrès ont certes été enregistrés dans ces domaines, mais des préoccupations subsistent.

### Assainir le bilan des banques

Le risque d'une crise bancaire généralisée est moins marqué et les éventuelles dépréciations sur titres seront vraisemblablement moins importantes, grâce au redressement des valorisations au prix du marché, mais les capitalisations bancaires continuent de préoccuper car on se saurait écarter d'autres dépréciations des crédits. La confiance dans le système bancaire américain s'est vue renforcée par des résultats supérieurs aux prévisions, la réussite des tests de résistance, la détermination des autorités américaines à accompagner les 19 plus gros établissements, et les diverses opérations de mobilisation de capitaux bancaires. Cependant, dans le cas des prêts les ratios de pertes devraient continuer de s'alourdir. En Europe les banques universelles ont également profité d'une embellie des

**Figure 2. Emerging Market External Securities Issuance**  
(In billions of U.S. dollars)



Sources: Bond Radar Ltd.; and Dealogic.

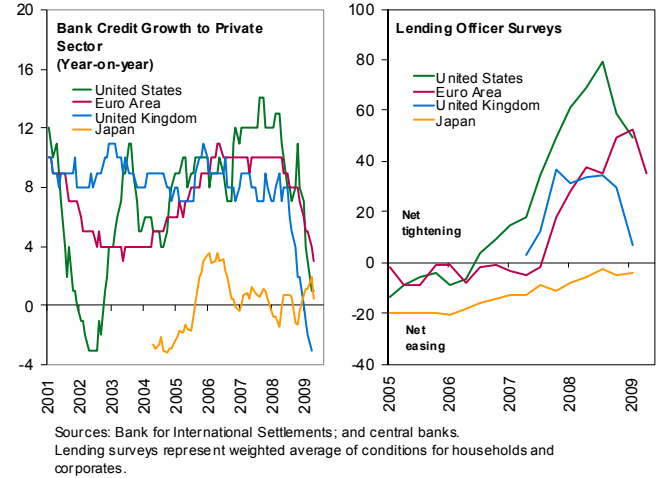
résultats nets et des augmentations de fonds propres, mais les taux de pertes devraient s'accroître. Le Comité européen des contrôleurs bancaires a entrepris des tests de résistance coordonnés à l'échelle du système qui devraient permettre de rétablir la confiance dans le système bancaire. Il est cependant difficile des deux côtés de l'Atlantique de mettre effectivement en œuvre des mesures capables de prendre pleinement en charge le problème des actifs dépréciés dans les bilans bancaires. Les banques se trouveraient ainsi à la merci d'une détérioration encore plus grave de la qualité de ces actifs si le ralentissement de l'économie mondiale venait à s'aggraver et à durer plus longtemps que prévu.

**Les marchés obligataires d'entreprise redémarrent mais la croissance du crédit bancaire reste en repli**

Le marché des obligations d'entreprise manifeste un comportement plus normal, ce qui est d'une importance cruciale dans les pays — notamment les États-Unis — qui dépendent davantage du financement non bancaire par le marché. Les écarts des titres d'entreprise et des titres adossés sur des actifs se sont considérablement resserrés et les émissions sont en hausse, les sociétés étant à la recherche de solutions de rechange au manque de crédit bancaire. Les émissions de titres à haut rendement ont aussi augmenté dernièrement, mais elles se limitent aux signatures de qualité supérieure et les écarts restent importants d'un point de vue historique. Malgré les mesures non orthodoxes prises pour relancer le crédit aux utilisateurs finals les prêts bancaires restent limités. Globalement, leur croissance est en perte de vitesse sur fond d'inversion persistante du levier financier (Figure 3). Les marchés de titrisation restent au point mort, hormis ceux qui bénéficient d'un soutien direct de l'État ou

des instruments de la banque centrale (Figure 4).

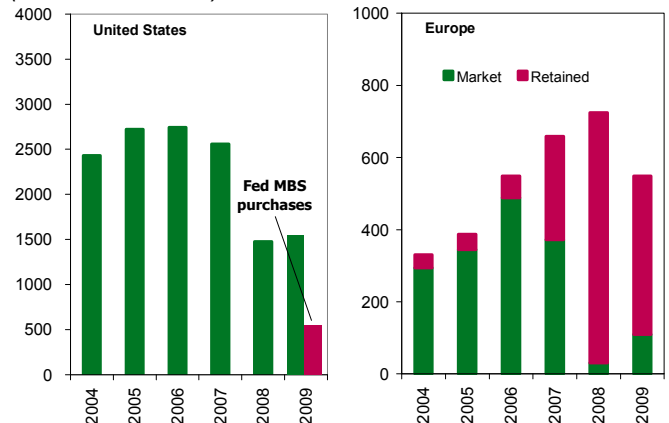
**Figure 3. Credit and Lending Conditions (In percent)**



**Une pointe d'optimisme dans les marchés émergents, qui restent toutefois vulnérables aux sorties de capitaux**

Les actifs des pays émergents ont bénéficié du redressement des cours des matières premières et de l'amélioration des perspectives de croissance, notamment en Asie. Le regain d'appétit pour le risque s'est en outre traduit par une reprise des flux de portefeuille. Les valeurs boursières des pays émergents ont gagné de 30 à 60 % depuis la fin février, suivant en cela l'évolution des marchés

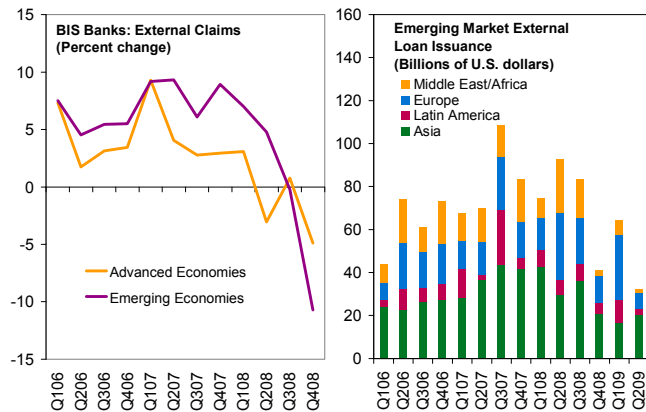
**Figure 4. Securitization Issuance (In billions of U.S. dollars)**



Sources: Citigroup; European Securitization Forum; and SIFMA. Issuance data annualized for 2009 and include mortgage-related and asset-backed securities. Purchasing data through end-June.

boursiers des pays matures, voire la dépassant. Les écarts des titres souverains de l'EMBI Global ont été réduits de plus de moitié depuis le pic d'octobre dernier. En dépit de cette évolution positive, globalement les marchés émergents continuent d'être vulnérables à un niveau de croissance mondiale plus faible que prévu et aux contraintes qui risquent de limiter les prêts bancaires internationaux. Comme le signalait l'édition d'avril 2009 du *GFSR*, les banques réduisent plus vite leurs positions internationales que leurs engagements nationaux, encore que certains établissements aient — semble-t-il — maintenu le niveau de financement de leurs filiales dans les pays émergents (Figure 5). Par voie de conséquence,

Figure 5. Cross-Border Bank Lending



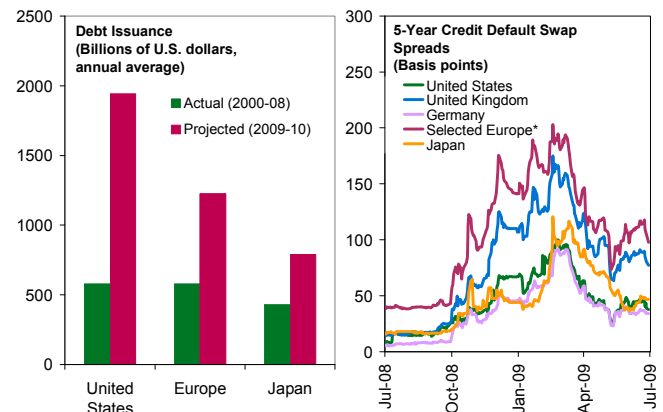
Sources: Bank for International Settlements; and Dealogic.

l'inversion du levier financier international est en train d'aboutir à un repli de la rapide mondialisation financière des 10 dernières années. Cette tendance se poursuivra vraisemblablement et elle sera d'autant plus difficile pour les systèmes bancaires qui dépendent fortement des financements transfrontaliers. Les pays émergents d'Europe et la Communauté des États indépendants sont particulièrement sensibles aux contractions des financements internationaux et ils n'ont pas profité autant qu'ailleurs du redressement des marchés.

## Les marchés de dette souveraine suscitent des préoccupations grandissantes

À l'échelle mondiale, les courbes de taux des titres souverains se sont considérablement raidies, le relâchement classique de la politique monétaire ayant ancré les taux courts, tandis que les taux longs se sont sensiblement accrus, en partie du fait des meilleures perspectives de reprise et des moindres risques de déflation. Cela étant, les doutes quant à la capacité des marchés à absorber l'offre de nouveaux titres d'État contribuent peut-être également à l'augmentation des rendements (Figure 6). Comme les niveaux d'endettement public devraient s'accroître sensiblement dans de nombreuses économies de marché établies, le souci grandissant de viabilité des finances publiques explique sans doute pourquoi les écarts des contrats sur risque de défaut souverain se maintiennent bien au-delà des niveaux d'avant la crise.

Figure 6. Sovereign Debt



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF, *World Economic Outlook*.  
\* Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.

## Les risques à venir

L'édition d'avril 2009 du *GFSR* mettait en lumière l'action que devaient mener les pouvoirs publics dans l'immédiat face aux menaces grandissantes pour la stabilité

systemique et à la pénurie croissante de crédit, et soulignait l'opportunité d'un certain nombre de politiques financières pour amortir les risques baissiers. L'action sans précédent que les pouvoirs publics ont engagée depuis a réduit la probabilité de défaillances majeures et permis par là même de franchir un pas important vers le rétablissement de la confiance.

*La vigilance reste de mise.* Les récentes améliorations dans le domaine financier présentent un risque en ce sens que l'on serait tenté de baisser la garde. Il faut maintenir le cap des politiques engagées pour éviter que certaines des avancées récentes ne soient neutralisées. Le système financier est certes sorti d'une phase d'incertitude extrême, mais il subsiste un niveau élevé d'ambiguïté qui tient au dysfonctionnement important de certains marchés financiers. La confiance demeure fragile, et des risques extrêmes pourraient resurgir. L'embellie que connaissent les marchés financiers est en grande partie attribuable au vaste soutien des pouvoirs publics. La régénération durable de marchés diversifiés nécessaire au bon fonctionnement de l'intermédiation financière est donc loin d'être acquise.

D'autres mesures s'imposent pour remettre d'aplomb les banques et les marchés. S'agissant des banques, cela signifie parfois exécuter les mesures déjà adoptées, ou alors en adopter de nouvelles. Bien que certains établissements aient récemment réussi à mobiliser des capitaux, il faudra veiller à ce que les niveaux de fonds propres soient suffisants à mesure qu'augmenteront les taux de défaillances et, le cas échéant, promouvoir des restructurations. En outre, il faut continuer à aider les banques à prendre effectivement en main les actifs dépréciés. Ce n'est qu'à partir

de ce moment-là qu'elles pourront alimenter l'économie réelle. Parallèlement à cela il importera particulièrement de trouver les moyens de réamorcer le marché de la titrisation en renforçant ses assises ; il constitue en effet une importante voie d'acheminement du crédit.

*Inversion du levier financier et risques extrêmes.* Faute d'une réponse effective aux problèmes que continuent de connaître les banques des pays matures, le processus d'inversion de levier financier nécessaire à leur assainissement risque d'être plus brutal et de freiner davantage la reprise économique. Une reprise soutenue passe en effet nécessairement par une remise en état des banques. Comme l'amélioration de la conjoncture financière s'explique pour beaucoup par le solide redressement qu'ont enregistré les actifs à risque depuis mars, les marchés pourraient connaître un sérieux revers s'ils devançaient par trop le rythme de la reprise économique. Les risques extrêmes pourraient en effet resurgir si une profonde correction des prix des actifs venait, une fois de plus, ébranler la confiance dans les institutions financières.

D'autres mesures continuent de s'imposer pour rétablir la confiance dans le secteur bancaire et faciliter le crédit. Beaucoup de pays s'emploient activement à évaluer leur système bancaire à l'aide de tests de résistance qui, s'ils sont accompagnés d'actions crédibles pour parer aux carences de fonds propres, peuvent contribuer à rétablir la solidité des bilans bancaires. Il convient de saluer l'expérience des États-Unis et les récentes initiatives adoptées en Europe pour organiser des tests de résistance concertés. De manière plus générale, les banques qui sont viables mais dont les ratios de fonds propres sont insuffisants devraient être tenues de présenter des plans d'action pour les relever. Si ces plans ne sont pas faisables à

court terme, les banques jugées viables devraient alors recevoir des injections temporaires de fonds publics assorties de conditions appropriées. Il peut arriver que ces injections doivent être suivies d'une restructuration, voire d'une cession ou d'une liquidation partielles. Les banques qui ne sont pas jugées viables devraient être soumises le plus rapidement possible à un processus d'intervention. Une mise en œuvre résolue et dûment transparente de ces politiques contribuerait à rétablir la confiance dans le secteur bancaire.

Les marchés des titres souverains risqueraient d'être déstabilisés si l'endettement public était jugé insoutenable. Les pays émergents restent à la merci des effets de débordement issus des économies matures, qui pourraient entraîner un ralentissement plus général, voire un arrêt des entrées de capitaux. Les entreprises des pays émergents sont particulièrement vulnérables vu leurs considérables besoins de refinancement et l'accès restreint à d'autres sources de financement. Enfin, les problèmes particuliers que connaissent certains marchés émergents pourraient avoir de plus vastes répercussions s'ils ne sont pas pris résolument en charge.

*Des stratégies de sortie cohérentes à l'échelle mondiale.* Certes, le moment n'est pas encore venu de renoncer aux divers types de soutien public engagés pour parer à la crise, mais il convient de mettre en place des stratégies de sortie soigneusement conçues et coordonnées. L'explication de ces stratégies peut grandement contribuer à réduire les incertitudes qui pèsent sur le marché. La formulation des politiques de sortie doit être guidée par plusieurs grands objectifs : stabilité des prix, existence d'un système financier solide axé sur les principes

de marché et viabilité des finances publiques. Dans chaque pays les stratégies doivent s'appuyer sur une coordination des politiques monétaire, financière et budgétaire. Les banques centrales doivent disposer d'un arsenal d'instruments efficaces pour opérer un retrait des liquidités au moment opportun sans perturber les marchés. Pour préserver l'indépendance financière des banques centrales il pourrait être nécessaire d'extirper de leur bilan les postes quasi-budgétaires en les transférant aux autorités financières. Pour mettre fin à leurs concours exceptionnels, les pouvoirs publics pourraient, quand la confiance reviendra, opter de s'en remettre au dénouement naturel des opérations ou à un retrait ordonné des mesures de liquidité et de financement. Pour réussir, ces stratégies de sortie doivent impérativement être coordonnées au plan international afin de réduire dans toute la mesure du possible les risques d'arbitrage réglementaire et de flux financiers perturbateurs. Des pressions politiques ne manqueront certainement pas de se manifester pour retarder ou bien accélérer l'abandon de diverses politiques de crise ; pour les raisons susmentionnées il importe d'y résister.

À l'heure où ils négocient un tournant crucial pour surmonter la crise, les dirigeants doivent préserver les acquis engrangés jusqu'à présent. L'ampleur inouïe des turbulences et des mesures adoptées pour y faire face, exigera une démarche qui en soit à la mesure. Il sera essentiel d'agir au moment opportun et selon des modalités appropriées, en faisant de préférence appel, autant que faire se peut, à des mécanismes de marché pour que l'issue soit conforme aux objectifs de stabilité des prix, de solidité du système financier et de viabilité budgétaire.