

## Les progrès vers la stabilité financière se heurtent aux risques souverains

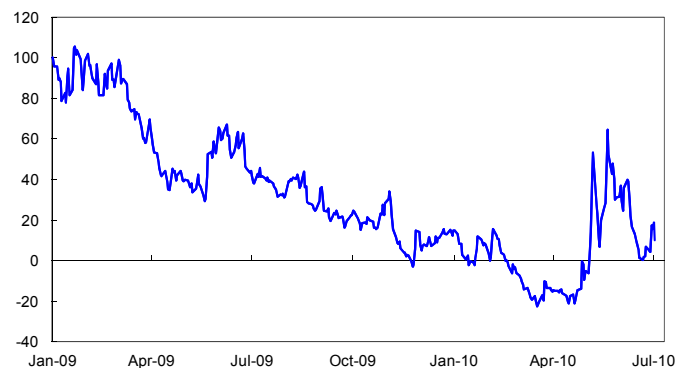
*Malgré une amélioration générale de la conjoncture économique et une longue période de rétablissement suite à l'effondrement de Lehman Brothers, la marche vers la stabilité financière mondiale a récemment été perturbée. Les risques souverains dans certaines parties de la zone euro se sont matérialisés et étendus au secteur financier. Ils pourraient toucher d'autres régions et alimenter de nouveau une interaction négative avec l'économie. D'autres mesures résolues doivent venir s'ajouter à la riposte énergique engagée par les instances nationales et supranationales pour renforcer la confiance dans le secteur financier et assurer la poursuite de la reprise économique.*

La reprise économique mondiale reste intacte mais les progrès vers la stabilité financière ont marqué le pas fin avril et début mai. Les risques de marché et de liquidité se sont aggravés en raison des retombées du secteur souverain sur le système bancaire. Hormis aux échéances les plus courtes, les banques sont de nouveau moins disposées à se prêter entre elles et notamment aux établissements des pays de la zone euro perçus comme étant mis à rude épreuve. Qui plus est, la volatilité des prix des actifs financiers s'est accentuée et les investisseurs manifestent un moindre appétit pour le risque. La menace d'une interaction négative avec l'économie s'en trouve donc accrue, même si jusqu'à présent elle reste latente.

Les tensions les plus aigües se sont quelque peu estompées depuis environ un mois, mais la confiance des marchés demeure fragile. Les valeurs refuges classiques comme les bons du Trésor américain, les Bunds allemands et l'or sont en hausse. Les actifs plus risqués, tels que

les actions des pays matures et émergents ont perdu une grande part du terrain gagné au début de l'année et le redressement qu'ils viennent d'amorcer n'est que modeste. Les cours des matières premières sont retombés aux niveaux de l'automne dernier. Si la volatilité s'est légèrement atténuée ces derniers temps, elle reste supérieure à ce qu'elle était avant le repli (graphique 1).

**Figure 1. Composite Volatility Index**  
(1/1/2009 = 100)



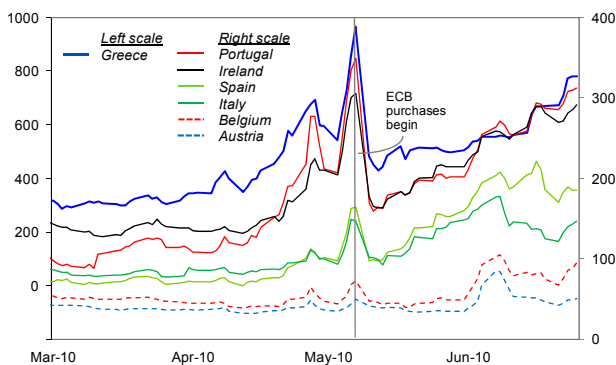
Source: IMF staff estimates.

Note: The index was constructed utilizing implied volatilities derived from options on various stock market indices, interest rates, and exchange rates.

## Les risques souverains s'intensifient

La dynamique du marché se caractérise par les tensions fortes et persistantes sur certaines dettes souveraines (graphique 2). Elles tiennent en partie à la réévaluation permanente du risque de crédit souverain dans la zone euro. La création de l'euro a mis fin au risque de change intra-régional et ouvert des perspectives de convergence des politiques budgétaires et macroéconomiques des pays de la zone. C'est pourquoi jusqu'à une période très récente les écarts de taux souverains de la région tendaient à se rétrécir sensiblement. Suite aux déconvenues budgétaires de la Grèce, les investisseurs recalculent ces risques pour l'ensemble de la région. Les gouvernements doivent donc continuer d'appliquer des plans crédibles de rééquilibrage des finances publiques et de renforcer la gouvernance économique dans la zone euro.

**Figure 2. Selected Euro Area Sovereign Spreads**  
(In basis points)



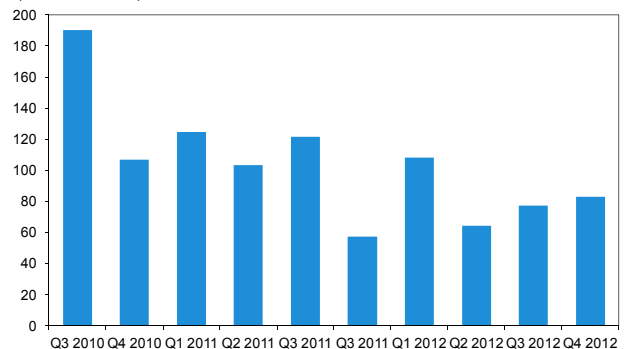
Source: Bloomberg.

L'annonce du Fonds européen de stabilité financière et du programme de la Banque centrale européenne (BCE) pour le rachat de titres a contribué à dissiper certaines des tensions les plus fortes sur le marché obligataire de la zone euro. Après l'annonce du programme de rachat de titres début mai, les écarts entre les obligations souveraines allemandes et les titres grecs, portugais et irlandais se sont rétrécis.

L'effet s'est cependant estompé dernièrement et ces titres sont restés peu liquides<sup>1</sup>. En revanche, les écarts des obligations espagnoles et italiennes ont continué de se creuser et dépassent aujourd'hui le niveau du début de l'année. Plus récemment, une certaine différenciation des crédits souverains a également commencé à se manifester entre l'Allemagne, qui a attiré les investisseurs en quête de placements sûrs, et la Belgique, l'Autriche et la France.

Les tensions à l'œuvre sur les marchés obligataires publics s'expliquent en partie par les considérables besoins de refinancement. Les pays de la zone euro où les écarts de taux par rapport aux Bunds allemands se sont nettement creusés doivent refinancer environ 300 milliards d'euros de dette qui arrive à échéance aux troisième et quatrième trimestres de cette année (graphique 3). Au même moment les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon et d'autres pays de la zone euro devront eux aussi refinancer un montant colossal de quelque 4.000 milliards de dollars.

**Figure 3. Selected Euro Area Sovereign Bond Rollovers, Q3 2010-Q4 2012**  
(In billions of euros)



Source: Bloomberg.

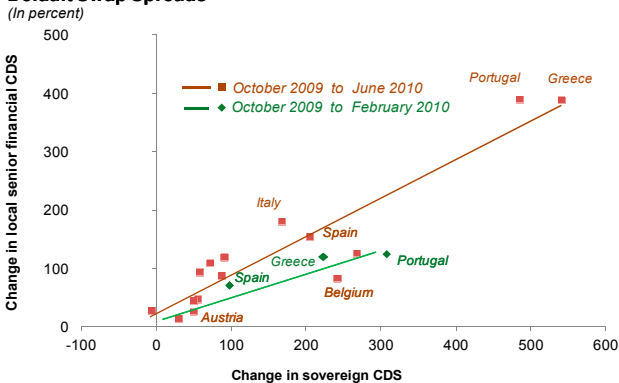
Note: Includes principal and interest payments on both short-term bills and longer-term bonds for Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.

<sup>1</sup> Jusqu'à présent la BCE a acheté en net environ 59 milliards d'euros d'obligations d'État sur le marché secondaire.

## Les banques sont touchées

L'intensification des risques souverains a des retombées importantes sur la stabilité financière en raison des engagements des banques européennes en dette souveraine. Les récents co-mouvements des écarts des contrats sur risques de défaut (CDS) des banques européennes et des écarts des CDS souverains se sont accentués par rapport à nos estimations de l'édition d'avril 2010 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR) (graphique 4). Cela tient aux considérables avoirs en dette souveraine détenus par les banques, mais aussi aux risques accrus d'interactions négatives entre les secteurs souverain et financier et à l'impact que l'aide des États aux établissements en difficultés pourrait avoir sur les finances publiques.

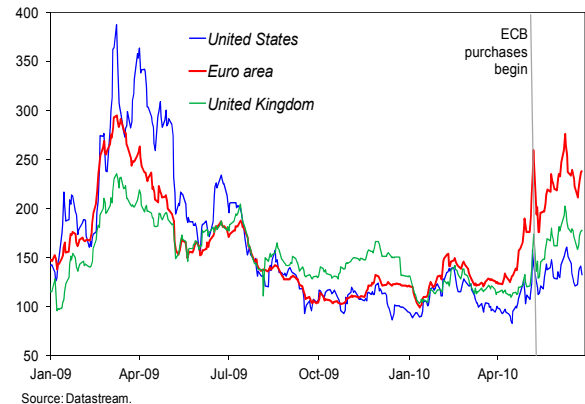
**Figure 4. Sovereign Risk Spilling over to Local Financial Credit Default Swap Spreads**



Vu l'incertitude grandissante que suscite la santé de certaines banques, les écarts moyens de CDS bancaires sont en augmentation au Royaume-Uni, aux États-Unis et dans la zone euro (graphique 5). Les tensions bancaires ont été en partie exacerbées par le fait qu'au bout de trois ans certains bilans n'ont toujours pas été entièrement assainis. Ce travail a été plus lent dans la zone euro qu'au Royaume-Uni et

aux États-Unis, d'où la persistance de poches de vulnérabilité, de surcapacités et de faibles rentabilités, tout au moins pour certains types d'établissements. Qui plus est, il reste à connaître les détails du type de réglementations et de taxes bancaires qui seront mis en place et quel en sera le calendrier, d'où l'incertitude croissante qui pèse sur les investisseurs.

**Figure 5. Bank Credit Default Swap Spreads**  
(In basis points)

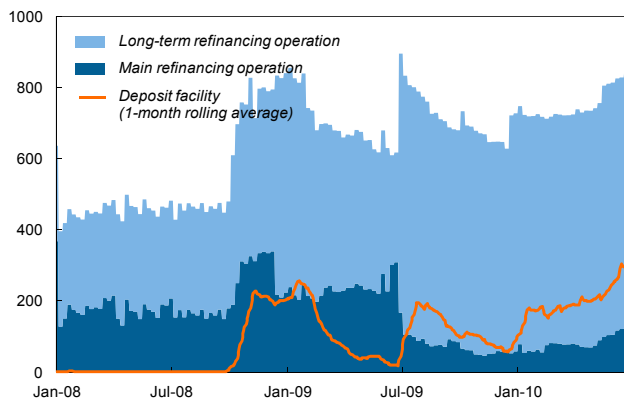


Les engagements transfrontaliers des banques représentent la courroie de transmission des risques souverains qui, au-delà des établissements concernés, peuvent se propager à d'autres systèmes bancaires de la région et du reste du monde. Si ce maillage offre des avantages en termes de diversification en conjoncture favorable, il constitue néanmoins un vecteur de contagion en présence de tensions.

Les doutes quant aux engagements des banques en dette souveraine des pays en difficultés perturbent gravement les financements interbancaires. Les préoccupations croissantes liées aux contreparties ont provoqué un nouveau creusement des écarts à plus long terme entre le LIBOR et l'OIS. Pour relâcher ces

contraintes, la BCE et la Réserve fédérale ont encore assoupli leurs injections de liquidités. La BCE a levé les obligations de garanties sur la dette souveraine grecque et rouvert certains de ses guichets à long terme, tandis que la Fed a remis en service ses lignes de swaps de devises. En dépit de ces efforts consentis pour insuffler une nouvelle vigueur au marché interbancaire, les banques de la zone euro persistent à accumuler des liquidités et à les placer dans la facilité de dépôts de la BCE (graphique 6)<sup>2</sup>.

**Figure 6. ECB Liquidity Operations**  
(In billions of euros)



Source: Bloomberg.

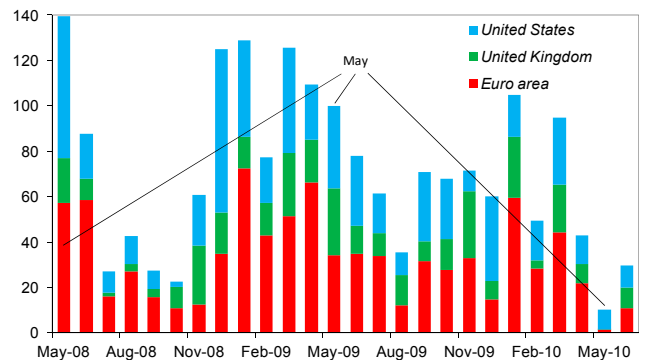
Sur le marché interbancaire, la demande de financements à court terme en dollars est élevée. Par exemple, les fonds du marché monétaire aux États-Unis ont réduit leurs engagements auprès de sociétés financières européennes, d'où un rétrécissement des sources de financement en dollars pour les établissements européens. Les lignes de swaps en devises, remises en marche pour doper le

<sup>2</sup> L'accumulation de dépôts à la BCE s'est produite en partie en prévision de l'expiration de l'opération de refinancement à long terme d'un an le 30 juin 2010. Depuis, les dépôts ont enregistré un certain repli.

marché, ont contribué à étayer la confiance, même si elles sont rarement utilisées.

Les banques subissent également de graves problèmes de financement avec l'arrivée à terme d'obligations. Comme le soulignait l'édition d'avril 2010 du GFSR, elles vont se heurter à un mur d'échéances durant les années à venir, notamment dans la zone euro. Les récentes turbulences ont freiné, en tout cas provisoirement, le marché primaire pour les émissions obligataires des établissements financiers (graphique 7).

**Figure 7. Financial Bond Issuance**  
(In billions of U.S. dollars)



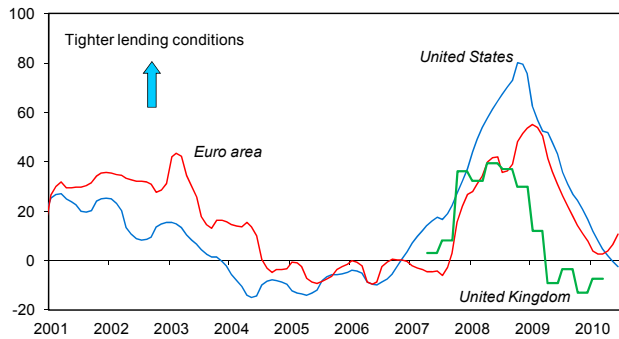
Source: Dealogic.

## La reprise est menacée

Si l'actuelle transmission des risques souverains est d'une nature principalement financière, la menace d'interactions négatives avec l'économie a grandi. Comme le note la Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale de juillet 2010, les risques baissiers pour la reprise se sont fortement aggravés. Les tensions qui pèsent sur le financement bancaire pourraient accélérer l'inversion en cours du levier financier. Il est encore trop tôt pour dire si la croissance effective du crédit bancaire va souffrir davantage dans la zone euro, après s'être dernièrement stabilisée à des taux à peine positifs en glissement annuel. Selon

certaines indices préliminaires, il semblerait que les banques de la zone euro aient durci leurs normes de prêt, renversant ainsi quelque peu la tendance au relâchement (graphique 8).

**Figure 8. Lending Conditions**  
(Net percentage of domestic respondents tightening standards for loans)



Sources: Lending surveys by the Bank of England, European Central Bank, and the U.S. Federal Reserve for households and corporates; and IMF staff estimates.

Outre les retombées négatives qu'ils pourraient avoir sur le crédit bancaire, les récentes turbulences des marchés et le creusement des écarts de taux ont coïncidé avec un effondrement des émissions obligataires des entreprises non financières en mai. Malgré un récent rebond en juin, les émissions obligataires des entreprises européennes ont été particulièrement faibles et en tout cas en-deçà de ce qu'elles étaient aux alentours de la chute de Lehman Brothers. Si ce durcissement persiste il pourrait fortement limiter le crédit aux entreprises.

### Certains pays reportent l'abandon des politiques exceptionnelles

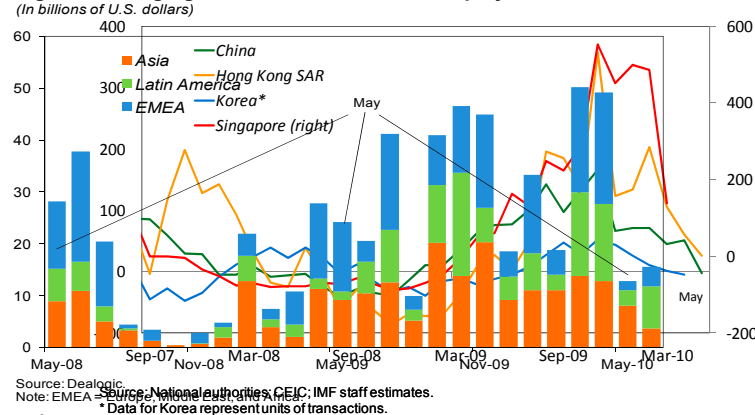
Les risques baissiers qui pèsent sur l'économie et les tensions que subissent les marchés interbancaires et souverains compliquent la levée des politiques budgétaires, monétaires et financières exceptionnelles engagées il y a quelques mois. Les marchés s'attendent désormais à ce que les principales banques centrales, et notamment la BCE, maintiennent

plus longtemps la «période prolongée» de politique monétaire très accommodante. En fait, la BCE a non seulement rétabli certaines de ses opérations exceptionnelles d'injection de liquidités mais également annoncé un programme de rachat de titres souverains.

### Les conditions de financement se durcissent dans les marchés émergents

La montée des risques dans la zone euro se répercute sur les marchés émergents en raison de la diminution globale de l'appétit pour le risque et, partant, du durcissement des conditions de financement. Après avoir enregistré une nette progression pendant près d'un an entre mars 2009 et avril 2010, les flux de portefeuille vers ces marchés se sont partiellement inversés et les prix des actifs sont en repli. Qui plus est, dans ces pays les émissions obligataires publiques et privées et les émissions d'actions ont également marqué le pas en mai, même s'il est vrai que certaines régions sont moins touchées que d'autres et que le phénomène pourrait être essentiellement passager (graphique 9). Par exemple, en Asie les émissions de titres ne se sont pas fortement détériorées.

**Figure 11. Growth of Real Estate Market Transaction Values**  
**Figure 9. Emerging Market External Bond and Equity Issuance**  
(In billions of U.S. dollars)



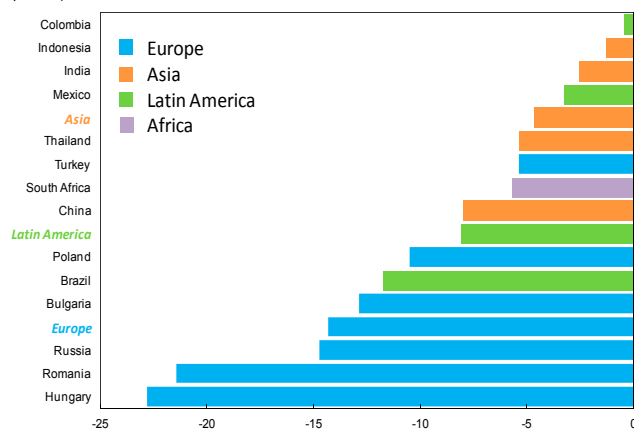
Source: Dealogic, National Authorities, CEIC; IMF staff estimates.  
Note: EMEA = Europe, Middle East and Africa.  
\* Data for Korea represent units of transactions.

Rie

n de surprenant à ce que les pays émergents

d'Europe soient ceux qui ressentent le plus la contagion provenant des pays européens matures, car les liens directs y sont effectivement les plus solides. Les marchés boursiers en Roumanie et en Hongrie et globalement ceux de la région émergente d'Europe ont été les plus durement touchés par rapport aux autres régions et pays émergents (graphique 10). Les banques des pays européens matures sont celles qui ont le plus d'engagements dans les pays émergents d'Europe. On peut donc s'attendre à ce que certains d'entre eux connaissent une nouvelle pénurie de crédit si les tensions de financement poussent les banques européennes à interrompre les flux de crédit transfrontaliers.

**Figure 10. Emerging Economies: Stock Price Performance, April Peak - June 28, 2010**  
(In percent)



Source: Bloomberg.

Les craintes initialement provoquées par les marchés immobiliers d'Asie sont en train de se dissiper car les mesures prudentielles semblent tenir bon. L'augmentation des valeurs des transactions immobilières s'est modérée et la part des crédits hypothécaires dans les nouveaux prêts bancaires est par ailleurs en recul (graphique 11). Il faut cependant continuer de surveiller la situation.

## Les risques de change s'intensifient

La dépréciation de l'euro a cela d'avantageux qu'elle permet de compenser en partie les retombées négatives de l'aggravation des risques souverains et bancaires sur la croissance de la zone. Cependant la superposition des risques souverains, bancaires et macroéconomiques pourrait accroître les probabilités d'un ajustement désordonné des taux de change. L'euro subit de fortes pressions baissières et s'approche de ce qui pourrait être considéré, à partir d'une analyse fondamentale à moyen terme, comme un niveau multilatéral approprié. Par ailleurs la volatilité des marchés s'accroît.

## Les priorités des pouvoirs publics

Une riposte s'impose sur plusieurs fronts pour doper la confiance et poursuivre la stabilisation des marchés financiers.

C'est à la base — le risque souverain — qu'il faut attaquer le problème. Cela concerne en particulier les pays de la zone euro aux prises avec les intenses pressions des marchés. Ils doivent progresser davantage et de façon crédible face à leur déficit budgétaire et se doter d'une meilleure stratégie de gestion de la dette publique. Confrontés à des contraintes de financement, ces pays ont dû commencer sans tarder à assainir leurs finances publiques. De fait, ils ont déjà enregistré des progrès notables sur ce front. De manière générale, l'ajustement budgétaire doit s'inscrire dans un plan de rééquilibrage à moyen terme. Ce plan doit en outre être crédible, faute de quoi les marchés risqueraient d'exiger d'autres mesures d'assainissement immédiates. Les marchés jugent l'annonce d'un plan de rééquilibrage comme une condition nécessaire mais non



suffisante pour assurer un endettement viable car ils craignent en effet que les gouvernements peinent à générer une croissance nominale suffisante dans une conjoncture désinflationniste. Aussi un plan de rééquilibrage crédible doit-il aller de pair avec des mesures structurelles propres à accompagner la croissance potentielle. Plusieurs pays de la zone euro ont commencé à débattre d'une démarche résolue dans ce sens.

Dans le domaine financier, outre les mesures énergiques déjà engagées, d'autres initiatives seraient de nature à conforter solidement la confiance des marchés, dont les suivantes :

- Rendre le Fonds européen de stabilité financière, doté de 440 milliards d'euros, pleinement opérationnel, le difficile travail de mise en place ayant déjà été accompli.
- Continuer à faire en sorte que la BCE puisse irriguer les marchés secondaires des obligations. Les opérateurs ne sont pas encore convaincus de la détermination de la banque centrale à multiplier ses achats si cela était nécessaire pour éviter que les marchés ne se détériorent davantage.
- Assurer une plus grande transparence des banques européennes et des tests de résistance crédibles. Les incertitudes liées aux engagements bancaires, y compris en titres publics, constituent une préoccupation majeure et exigent des banques européennes de meilleures informations. La publication des résultats des tests de résistance en cours et l'application, par le Comité européen des contrôleurs bancaires, de ces tests à

un bien plus grand nombre d'établissements sont autant d'initiatives importantes. Par ailleurs, l'annonce des résultats pour chaque établissement au niveau national devra être assortie d'un plan qui précise le traitement réservé aux banques sous-capitalisées. En règle générale, les normes d'information et de déclaration doivent être améliorées, notamment dans le cas des banques qui ne sont pas inscrites à la cote et de celles qui ne publient pas de comptes trimestriels.

- Appliquer des solutions crédibles face aux banques en difficultés. Ces établissements aggravent les tensions dont souffrent aujourd'hui les marchés de financement et il faut mettre en place un mécanisme plus vaste pour leur résolution, restructuration ou recapitalisation. Dans cette perspective il faut déclencher rapidement les mécanismes publics existants ou nouveaux au plan national et, le cas échéant, appliquer les dispositifs supranationaux.

Les mesures susmentionnées devront être résolument mises en œuvre pour étayer la confiance des marchés, apaiser les inquiétudes liées à la dette souveraine et à la santé du système bancaire et accompagner la reprise économique de la zone euro.

Il est tout aussi important de prévenir les erreurs de parcours. Les mesures ponctuelles et non coordonnées visant à suspendre le fonctionnement de certains marchés ne font que déplacer les risques vers d'autres marchés

ou d'autres lieux et accroître les incertitudes quant aux mesures ultérieures.

Dans beaucoup d'autres pays avancés l'action devrait se concentrer sur le rééquilibrage des finances publiques à moyen terme. Comme le signale la Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale de juillet 2010, ils doivent impérativement mener des stratégies de réduction des déficits budgétaires à moyen et long terme. Ces pays doivent par ailleurs engager des politiques structurelles afin de relever la croissance potentielle, d'atténuer les pressions qui poussent au rééquilibrage, et de faire face aux dépenses liées au vieillissement de la population. Enfin, pour le moment, les banques centrales vont devoir continuer à fournir leur appui, y compris sous forme d'assouplissement quantitatif ou de soutien explicite aux marchés du crédit et des obligations.

La diminution des flux de capitaux représente une source d'incertitudes pour les pays émergents : l'instabilité de la zone euro va-t-elle pousser les investisseurs à se retirer de l'ensemble des marchés extérieurs ou les flux vers les marchés émergents reprendront-ils à mesure qu'ils se détourneront des marchés avancés plus volatiles ? Ces pays pourraient devoir faire face à une volatilité croissante des flux de capitaux, même si leur tendance est orientée à la hausse. Ils doivent donc consolider leurs politiques macroéconomiques et prudentielles afin d'être moins vulnérables à un arrêt soudain des flux ou à une montée excessive du crédit ou des prix des actifs. Ils doivent par ailleurs entreprendre des mesures structurelles afin de développer leurs systèmes financiers. Une meilleure infrastructure financière peut contribuer à renforcer la capacité d'adaptation à la volatilité des flux.

Le travail de réforme réglementaire visant à rendre le système financier mondial plus sûr doit se poursuivre sans relâche. Il faut en définir les lignes maîtresses — ayant trait à la qualité et la quantité des fonds propres et à l'augmentation des liquidités — et établir un calendrier approprié de mise en œuvre. Vu les incertitudes liées aux contours de ces réformes, les banques ont du mal à prendre des décisions sur leurs activités et elles sont moins disposées à prêter. Une plus grande clarté s'impose donc quant aux détails des réformes réglementaires et à leurs échéances. Le calendrier d'application devra par ailleurs tenir compte de la santé des établissements financiers et de l'état de la reprise économique, de manière à pouvoir soutenir la croissance tendancielle et à renforcer la stabilité. Enfin, la réforme réglementaire devra aller de pair avec une solide supervision, bien entendu à terme, mais aussi et surtout durant la période de transition, où l'application des nouvelles règles risque de varier d'un endroit à l'autre. L'adhésion à des principes rigoureux de contrôle peut contribuer à contenir le risque d'un arbitrage réglementaire.

En résumé, les progrès récemment enregistrés sur le front de la stabilité mondiale sont aujourd'hui menacés par l'effet conjugué des risques souverains et bancaires dans la zone euro. Faute d'une attention permanente et concertée, ces risques pourraient s'étendre à d'autres régions. L'exécution rapide des décisions aussi importantes qu'appropriées adoptées par les gouvernements de la zone euro sera essentielle pour apaiser les marchés financiers. D'autres mesures rapides et crédibles sont nécessaires pour stabiliser les établissements financiers. Il importera de



consolider la stabilité financière pour maintenir le cap de la reprise économique.