

Des risques continuent de peser sur la stabilité financière mondiale

Près de quatre ans après l'éclatement de la crise financière la plus grave depuis la Grande dépression la stabilité financière n'est toujours pas acquise et il reste de considérables défis à relever. Incomplète, la restructuration des bilans avance lentement et le levier financier demeure élevé. L'interaction des risques de crédit bancaires et souverains dans la zone euro continue de jouer un rôle déterminant et des politiques s'imposent pour corriger les vulnérabilités budgétaires et bancaires. Des réformes réglementaires continuent d'être nécessaires à l'échelle mondiale pour assainir davantage les bases du secteur financier. Par ailleurs, les politiques accommodantes des économies avancées et les fondamentaux relativement favorables de certains pays émergents alimentent les flux de capitaux. Les pays émergents devront donc être particulièrement attentifs aux signes révélateurs de bulles d'actifs ou d'excès de crédit.

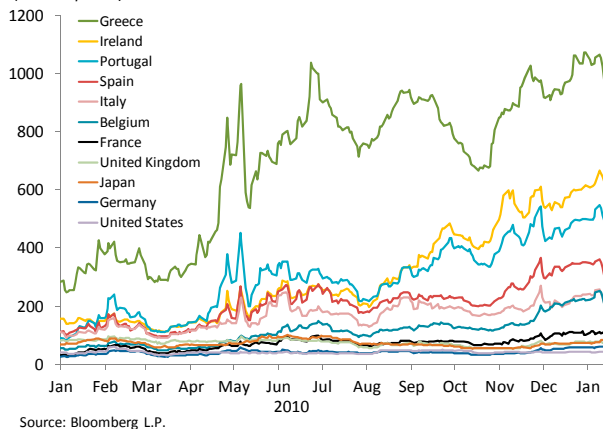
La croissance économique mondiale a certes enregistré une relative accélération (voir *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale*) mais la stabilité financière mondiale n'est toujours pas acquise. L'existence d'une reprise à deux vitesses — beaucoup plus lente dans les pays avancés que dans le reste du monde — exige encore l'attention des pouvoirs publics. Les maigres perspectives de croissance des économies avancées et la faiblesse persistante de leurs soldes budgétaires rendent les marchés d'autant plus sensibles aux risques liés à la viabilité de la dette. Les liens évidents entre les faiblesses bilancielle des secteurs public et bancaire ont entraîné sur les marchés de financement de la zone euro un regain de tensions qui tendent à se propager. En outre, les politiques monétaires accommodantes des pays avancés et les fondamentaux relativement

favorables des pays émergents alimentent les flux de capitaux vers ces derniers. Il s'ensuit des pressions à la hausse sur les marchés d'actifs des pays récepteurs, et un risque latent plus élevé d'inversion de ces flux, d'où la tâche particulièrement délicate consistant à absorber au mieux ces entrées de capitaux.

Cela étant, en ce début de 2011 les marchés financiers ont jusqu'à présent évolué favorablement, grâce à une meilleure conjoncture économique, à d'amples liquidités et à un regain d'appétit pour le risque. Les marchés des actions des pays avancés et émergents s'inscrivent en hausse depuis l'édition d'octobre du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* (GFSR). Les prix des produits de base ont décollé, la progression ayant été particulièrement rapide pour le

pétrole, les aliments, les métaux et les matières premières. Cependant cette évolution positive n'a manifestement pas concerné les secteurs public et bancaire de nombreux pays avancés (graphique 1). De fait, dans plusieurs cas les écarts des contrats sur risques de défaut (CDS) souverains dépassent désormais ceux observés dans les grands pays émergents. Les banques de ces pays avancés présentent également des écarts de CDS élevés.

Figure 1. Sovereign Credit Default Swap Spreads
(In basis points)



L'interaction entre les risques souverains et bancaires s'intensifie

Malgré l'amélioration des marchés depuis l'édition d'octobre 2010 du GFSR, les risques souverains dans la zone euro se sont globalement intensifiés et se sont étendus à un plus grand nombre de pays. Les écarts de taux des obligations d'État ont atteint dans certains cas des niveaux nettement supérieurs à ceux constatés lors des perturbations de mai dernier. Les tensions en Irlande ont été particulièrement fortes et ont débouché sur un programme de l'UE, de la BCE et du FMI. Les corrélations entre les rendements moyens des titres d'État de la Grèce et de l'Irlande et les rendements du Portugal sont restées élevées, mais elles se sont considérablement accrues durant ces derniers

mois avec les rendements de l'Espagne et, dans une moindre mesure, de l'Italie, au moment où les tensions se propagent (graphique 2).

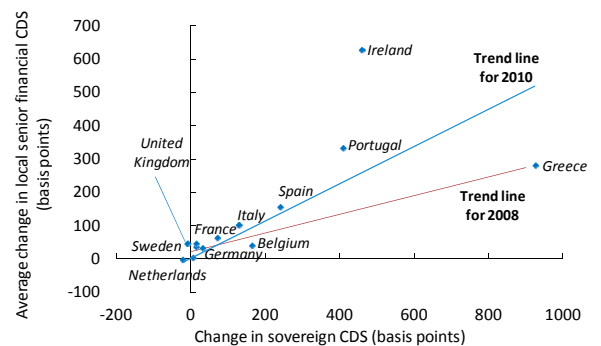
Figure 2. Ten-Year Government Bond Correlation with Average of Greece and Ireland
(3-month correlation coefficient)



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff calculations.

Bien qu'elle se limite encore à la zone euro, l'interaction pernicieuse entre les risques souverains et bancaires s'est accentuée dans plusieurs pays et provoqué des perturbations sur certains marchés de financement. Le graphique 3 montre que les écarts de CDS des établissements financiers ont augmenté dans les pays où les tensions sur les titres d'État sont les plus prononcées, et cette relation est encore plus positive qu'en 2008.

Figure 3. Sovereign and Bank Credit Default Swap Spreads¹



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

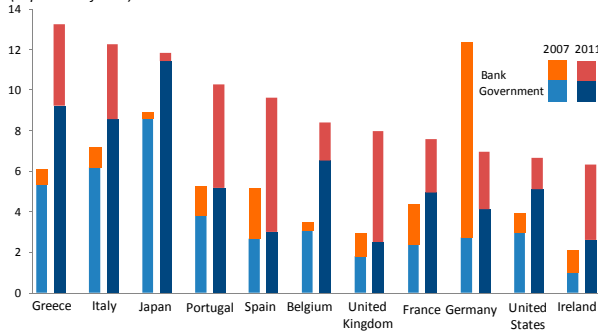
¹January 2010 to December 2010. Data points not labeled are for Austria, Denmark, and Norway.

Dans certains pays les banques plus modestes et à vocation plus nationale ont eu des difficultés grandissantes à accéder aux financements de gros privés. Beaucoup

d'établissements qui sont restés présents sur ces marchés n'ont pu emprunter qu'à des coûts plus élevés et à des échéances très courtes.

Nombreux sont les pays qui connaîtront des besoins de financement considérables en 2011, au même titre que leurs principaux établissements bancaires, les ratios de dette publique et bancaire rapportés au PIB ayant augmenté sensiblement durant ces dernières années (voir mise à jour du Moniteur des finances publiques et graphique 4). Sous l'effet conjugué des tensions de financement et de la persistance des vulnérabilités bancaires les systèmes financiers restent fragiles et profondément vulnérables à une perte de confiance des investisseurs.

Figure 4. Government and Bank Bonds Due
(In percent of GDP)

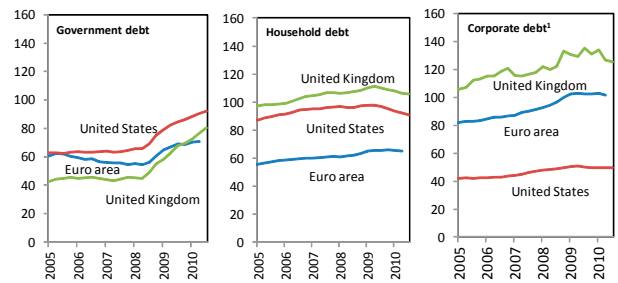


Sources: Dealogic; IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.
Note: The first stacked bar for each country is for bonds that were due in 2007 and the second stacked bar is for bonds due in 2011. In order to compare current funding needs with the past the dataset only includes a subset of total bonds due and so does not reflect total funding needs. The chart also does not include interest payments.

L'inversion du levier financier marque le pas

Dans plusieurs pays avancés l'accumulation de dette brute du secteur privé, pour l'essentiel, ne s'est que partiellement inversée, voire pas du tout (graphique 5).

Figure 5. Debt to GDP, by Sector



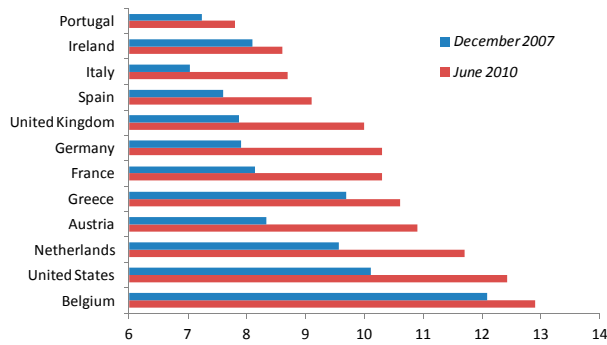
Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.

¹Corporate debt refers to non-financial corporate loans and bonds issued.

Les ratios d'endettement privé par rapport au PIB devraient progressivement diminuer à mesure que l'activité économique se redressera, mais les niveaux d'endettement actuellement élevés et la tendance qu'ont les pertes sur prêts à suivre la reprise avec un décalage pourraient encore menacer le système bancaire.

Dans la plupart des pays les systèmes bancaires ont réduit leurs vulnérabilités en augmentant leurs ratios de fonds propres durs (graphique 6), mais ils ont eu plus de mal à améliorer la structure de leurs financements. En outre, certains systèmes bancaires de la zone euro sont particulièrement sensibles à une détérioration de la qualité de leurs portefeuilles d'obligations d'État. Même pour les pays qui semblent mieux placés sur ces deux axes les risques subsistent. Aux États-Unis les créances improductives liées à l'immobilier commercial et résidentiel continuent de poser des risques baissiers pour les bilans bancaires, et le ratio dette publique/PIB demeure élevé.

Figure 6. Banking System Tier 1 Capital Ratios
(In percent)



Sources: EU Consolidated Banking Data; and Federal Deposit Insurance Corporation.

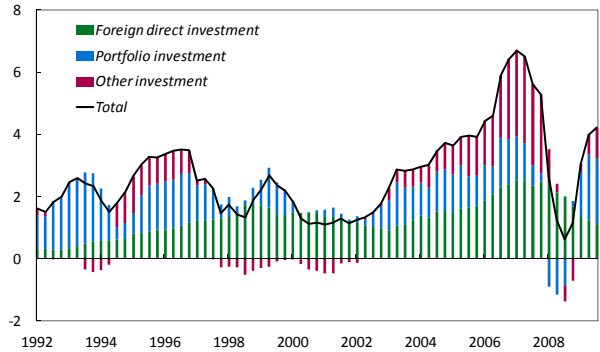
Les niveaux toujours élevés d'endettement privé dans certains pays risquent d'avoir un effet dissuasif sur la demande de crédit du secteur privé et sur l'offre du secteur bancaire, et donc de peser sur la reprise économique. Si les politiques monétaires accommodantes sont de nature à promouvoir la reprise, le faible niveau des taux d'intérêt et le recours à l'assouplissement quantitatif pourraient cependant avoir des effets pervers sur la stabilité financière, notamment en encourageant des investissements plus risqués. La modicité des taux soulève également des difficultés pour les placements à taux fixes, comme ceux des fonds de pension ou des compagnies d'assurance, qui comptent sur des actifs à rendement plus élevé pour couvrir leurs engagements fixes à long terme.

Reprise des flux de capitaux vers les économies émergentes

Le renforcement des fondamentaux économiques dans plusieurs grands marchés émergents et le faible niveau des taux d'intérêt dans les pays avancés ont alimenté un rebond des flux de capitaux après la chute qui s'était produite au plus fort de la crise financière. Les flux nets vers les pays émergents représentent désormais globalement près de 4 % du PIB

(graphique 7). À titre de comparaison, avant la crise ils dépassaient 6 % du PIB. Ces entrées de capitaux sont allées de pair avec une forte montée des émissions d'actions et d'obligations, ce qui pourrait atténuer certains des effets sur les prix de ces actifs.

Figure 7. Capital Flows to Emerging Markets
(Net liabilities, percent of aggregate GDP, 4-quarter moving average)



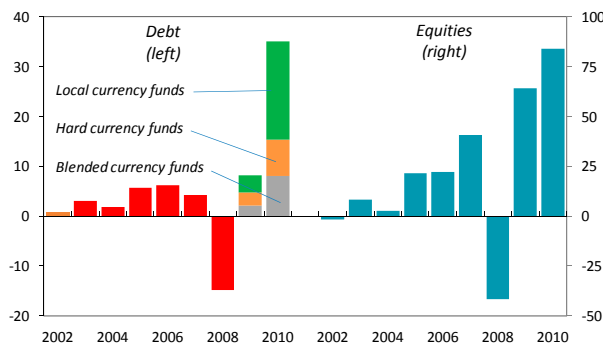
Sources: IMF, International Financial Statistics; Haver Analytics; and IMF staff estimates.

Ces flux de capitaux obéissent sans doute, en partie, à des facteurs structurels qui influent sur les décisions de répartition des actifs des investisseurs institutionnels, lesquels voient maintenant les marchés émergents sous un jour plus favorable. Cependant ces flux sont aussi alimentés par des opérations de portage qui misent sur les différentiels de taux d'intérêt et l'espoir d'une appréciation des taux de change. Ce type de démarche coïncide souvent avec des politiques destinées à limiter temporairement l'appréciation de la monnaie. Vu les taux d'intérêt à terme, le différentiel actuel entre les taux directeurs des pays émergents et ceux des pays avancés est appelé à se creuser, ce qui encouragera encore plus les opérations de portage. Il ne faut donc pas perdre de vue la vulnérabilité à une inversion des flux que pourraient provoquer, par exemple, une montée inattendue des taux d'intérêt dans les pays avancés, un changement des perspectives de croissance des marchés

émergents, ou bien encore une plus grande aversion pour le risque.

En règle générale les entrées de capitaux profitent aux pays récepteurs, mais des afflux persistants peuvent mettre à rude épreuve la capacité d'absorption des systèmes financiers locaux. Les flux de détail vers les fonds de placement en actions ou en obligations ont été intenses, particulièrement les placements en actions, et ils pourraient contribuer à la formation de bulles d'actifs si l'offre locale était limitée (graphique 8).

Figure 8. Annual Retail Flows to Emerging Market Debt and Equity Mutual Funds
(In billions of U.S. dollars)



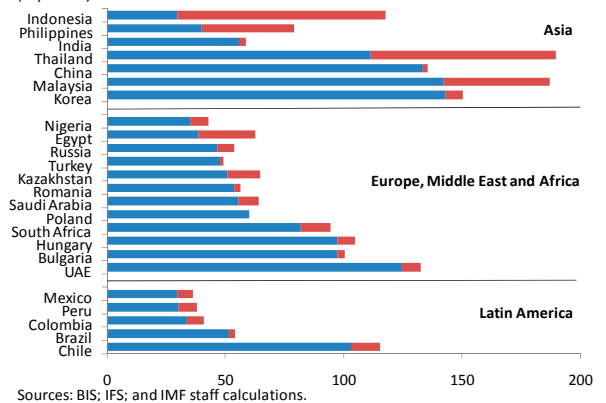
Sources: EPFR; and IMF staff estimates.

Bien que d'après la plupart des critères de valorisation des actions les chiffres actuels se maintiennent dans des fourchettes historiques, certains «pôles de fébrilité» semblent se déclarer au Chili, en Colombie et au Mexique, et dans une moindre mesure en RAS de Hong Kong, en Inde et au Pérou.

Les entrées de capitaux peuvent également provoquer une montée rapide de l'endettement privé dans les pays récepteurs. Comme le montre le graphique 9, dans certains pays d'Asie et d'Amérique latine la dette privée des entreprises non financières approche les ratios

maxima atteints entre 1996 et 2010 (Brésil, Chili, Chine, Corée et Inde, par exemple)¹. Bien que dans certains pays cette évolution traduise sans doute un développement des circuits financiers et soit un signe salubre de la croissance du marché, dans d'autres elle pourrait être le symptôme d'une recrudescence des risques et il importe alors que les autorités nationales soient vigilantes.

Figure 9. Non-Financial Private Sector Debt to GDP
(In percent)



Sources: BIS; IFS; and IMF staff calculations.

L'essor des flux de capitaux se traduit par un autre symptôme : les entités moins bien notées sont mieux à même de faire appel au marché pour émettre des obligations, d'où une diminution de la qualité moyenne des actifs détenus par les investisseurs. Durant ces deux dernières années la part des émetteurs moins bien notés a augmenté.

Actions prioritaires

Des politiques doivent être mises en œuvre pour opérer les restructurations et les corrections de bilan nécessaires — tant au

¹ La dette privée comprend le crédit bancaire intérieur et transfrontalier et la dette intérieure et extérieure des entreprises.

niveau bancaire qu'au niveau public — et faire avancer les réformes réglementaires.

Le temps gagné grâce aux mesures d'appui exceptionnelles de ces dernières années commence à s'épuiser. Les taux directeurs proches de zéro auront vraisemblablement un effet décroissant à terme. Les politiques de relance budgétaire et les autres mesures de soutien en faveur du secteur financier deviennent de moins en moins acceptables politiquement. Certes la relance budgétaire et monétaire peut être bénéfiques à court terme, mais elle ne saurait se substituer aux solutions structurelles qu'appellent les problèmes de longue date. Ces solutions s'imposent pour mener une démarche globale et exhaustive face au risque souverain et aux fragilités financières.

Briser les interactions négatives entre les secteurs souverain et financier

Il convient d'attaquer la racine du problème dont souffrent beaucoup des pays touchés par la crise : l'interaction pernicieuse entre les risques des secteurs souverain et financier. Cela concerne notamment la zone euro où, malgré l'adoption d'instruments pour l'ensemble des pays, l'absence d'une stratégie suffisamment vaste et cohérente de correction des comptes budgétaires et du système financier continue de préoccuper les marchés.

Tous les pays excessivement endettés — dans la zone euro et ailleurs — doivent avancer davantage dans leurs stratégies de rééquilibrage budgétaire de façon ambitieuse et crédible dans une perspective à moyen terme, et améliorer la gestion de leur dette publique en s'appuyant sur

les principes de Stockholm². De manière plus précise, les pays aux prises avec des difficultés de financement doivent continuer à convaincre les marchés qu'ils peuvent et qu'ils veulent s'affranchir des refinancements et rallonger les échéances de leur dette. Cela fera nécessairement intervenir d'autres politiques, et notamment des mesures structurelles destinées à étayer la croissance potentielle. Plusieurs pays de la zone euro s'orientent résolument sur cette voie, mais il reste à maintenir le cap de façon systématique. Aux États-Unis tout retard dans l'adoption d'une stratégie crédible de rééquilibrage budgétaire à moyen terme finirait par pousser les taux d'intérêt à la hausse, ce qui aurait des retombées négatives sur les coûts d'emprunt ailleurs dans le monde. Plus la stabilisation budgétaire marquera le pas, et plus les rendements des bons du Trésor pourraient monter en flèche, au risque de perturber les marchés financiers et l'économie mondiale. Le Japon, autre pays présentant un niveau d'endettement élevé, doit également s'employer à le réduire et à préserver la viabilité de ses finances publiques dans un contexte de vieillissement démographique.

Il faut par ailleurs corriger le système financier, c'est-à-dire renforcer le secteur bancaire au moyen d'actions bien ciblées, écarter les risques extrêmes et mettre en place un meilleur système réglementaire.

Au sein de l'Union européenne, les mesures énoncées ci-dessous sont nécessaires pour réduire les incertitudes et contribuer à rétablir la confiance des marchés.

²Pour une description complète des principes, voir www.imf.org/external/np/mcm/Stockholm/principles.htm .

- Les banques doivent être soumises à d'autres tests de résistance crédibles et rigoureux auxquels il faudra donner suite avec des plans assortis d'échéances précises pour la recapitalisation et la restructuration des établissements viables sous-capitalisés et la fermeture des banques non viables.
- Il faut accroître la taille effective du Mécanisme européen de stabilisation financière et le doter d'un mandat plus adaptable. Pour les pays où le système bancaire représente une grande part de l'économie, il est d'autant plus essentiel d'assurer un accès à des fonds suffisants en allant au-delà des dispositifs nationaux lorsque cela est nécessaire.
- Il faut déployer et renforcer des mécanismes résolution à l'échelle de la zone euro selon les besoins. La mise en place d'un cadre de résolution bancaire paneuropéen avec un dispositif d'intervention budgétaire à l'échelle de l'UE contribuerait à dissocier les risques bancaires et souverains.
- La Banque centrale européenne devra continuer à fournir des liquidités aux banques qui en ont besoin et maintenir son Programme pour le marché de titres, tout en reconnaissant qu'il s'agit de mesures temporaires qui ne sauraient corriger les problèmes sous-jacents.

Aux États-Unis un travail s'impose pour surmonter les vents contraires qui continuent de souffler sur des marchés immobiliers toujours en berne.

- Il importe de trouver les moyens d'atténuer les liens macro-financiers négatifs issus du vaste «inventaire

caché» de logements en vente (c'est-à-dire les biens déjà saisis ou devant l'être) qui risque de pousser à la baisse les prix immobiliers pendant un certain temps et d'exacerber les problèmes liés aux logements dont la valeur effective ne couvre pas la valeur hypothéquée. Des mesures s'imposent également pour insuffler une nouvelle vigueur aux marchés de titrisation, tout en veillant à ce que les produits de crédit structurés soient conformes à la stabilité systémique.

- Comme le soulignaient les conclusions de la récente évaluation au titre du Programme d'évaluation du secteur financier, il faut revoir en profondeur le système de financement immobilier des États-Unis, et notamment le rôle des entreprises qui interviennent sur le marché hypothécaire avec l'appui de l'État. Celles-ci pourraient être privatisées ou converties en entreprises d'intérêt public dotées d'une garantie explicite (ou explicitement financées). Les autorités ne devraient pas retarder le travail nécessaire à la création d'un plan d'action pour l'avenir.

Dans beaucoup de pays avancés il est nécessaire de restructurer les bilans et les opérations bancaires pour préserver la viabilité à long terme des établissements financiers et, partant, réduire les tensions implicites sur les comptes de l'État. Dans certains systèmes bancaires les problèmes sont moins cycliques et davantage structurels, à savoir qu'ils relèvent d'une faible rentabilité chronique et de la perte de vitesse de certaines activités. Si des solutions durables ne sont pas possibles, il faudra des outils efficaces de résolution capables de préserver la stabilité financière

d'un système mondial de plus en plus interdépendant et complexe, en veillant par ailleurs à ce qu'en dernière instance les pertes soient prises en charge par les créanciers et non par les contribuables. Les gouvernements doivent examiner de près les moyens qui, grâce à de meilleures structures de capital et éventuellement à des restrictions de l'ampleur et des risques des activités, permettront de faire en sorte que les grands établissements financiers ne menacent pas autant la stabilité globale du système et les bilans des États.

Le travail de réforme réglementaire doit continuer

À l'échelle mondiale le travail de réglementation financière a avancé mais il commence à accuser le coup et à se heurter à la complexité pure et simple des problèmes en présence. Des progrès ont été accomplis dans la réglementation bancaire micro-prudentielle pour veiller à la solidité des différents établissements, mais de grosses lacunes subsistent. Les initiatives macro-prudentielles destinées à préserver la stabilité du système financier dans son ensemble en sont toujours à leurs balbutiements dans la plupart des pays, et il est à craindre que les vulnérabilités systémiques ne s'accroissent de nouveau avant que des progrès ne soient accomplis qui permettent de les prévenir. Les systèmes financiers devront s'adapter aux nouvelles réformes, en particulier à mesure que la reprise s'affermira et que les taux d'intérêt se relèveront. Cela sera d'autant plus difficile dans les pays, comme le Japon, où les taux d'intérêt ont été bas et les dettes se sont accumulées sur une longue période.

De nouvelles entités sont créées pour améliorer la supervision systémique. Elles doivent s'atteler sans tarder à recueillir et analyser des données et recommander des orientations,

notamment dans la conjoncture actuelle de faibles taux d'intérêt qui pourrait fort bien se prêter à de nouvelles vulnérabilités financières. Le nouveau Conseil européen du risque systémique est devenu opérationnel ce mois-ci et les marchés seront très attentifs à toute alerte de risque ou recommandation explicite. Le nouveau Conseil de supervision financière des États-Unis, qui a commencé à siéger régulièrement, doit démontrer que les mesures de stabilité financière et la structure de réglementation y afférente ont été renforcées à partir des enseignements tirés de la crise.

Des directives sont entrain d'être élaborées pour identifier les établissements financiers d'importance systémique et mesurer leur contribution au risque systémique. Reste cependant à savoir comment atténuer les risques qu'ils posent au système financier. Subsiste notamment la question difficile du traitement des établissements non bancaires et des marchés d'importance systémique. En outre, il reste à définir des méthodes pour améliorer la qualité de la supervision et à produire un dispositif transnational de résolution pleinement fonctionnel.

Face aux entrées de capitaux

La nécessité d'une action macro-prudentielle concerne également les économies émergentes présentant des contraintes d'absorption face aux entrées de capitaux. Cette action doit compléter les politiques macroéconomiques classiques et ne s'y substitue pas. Jusqu'à présent, les signes de bulles spéculatives et de boom du crédit se limitent à quelques pays dans certains secteurs, mais les entrées de fonds propres et les opérations de portage sont, de manière générale, particulièrement dynamiques et ces flux doivent être examinés

de près, en particulier en présence de leviers financiers.

Les dirigeants devront être particulièrement attentifs et être prêts à agir rapidement lorsque s'accumuleront les tensions provoquées par les flux de capitaux car les politiques engagées mettront un certain temps à produire des résultats. Les pays qui reçoivent des flux importants et mènent des politiques procycliques doivent passer à une orientation neutre. Ceux dont le taux de change est sous-évalué devraient laisser jouer ce mécanisme de prix pour contribuer à dissiper les tensions provoquées par les flux. En revanche, si l'appréciation n'est pas envisageable il faudra actionner d'autres leviers, tel que celui de la politique monétaire ou budgétaire. Les ripostes macroéconomiques devront cependant sans doute être complétées par une intensification des mesures prudentielles (par ex., ratios prêt/valeur plus élevés, restrictions à la composition des financements) et, dans certains cas, par des contrôles de capitaux.

* * *

Bien que dans l'ensemble des progrès aient été accomplis et que la plupart des secteurs financiers aient commencé à se redresser, des risques continuent de peser sur la stabilité financière mondiale. Les problèmes en Grèce et aujourd'hui en Irlande suscitent de nouveau des doutes quant à la viabilité de la dette souveraine et à la santé du secteur bancaire dans d'autres pays de la zone euro, voire en dehors de la zone. L'actuelle interaction pernicieuse entre les risques liés à la stabilité du système financier et à la viabilité de la dette publique doit être traitée dans sa globalité, de manière à briser les retombées qui pourraient se propager par-delà les plus petits pays de la zone euro. Il demeure primordial de poursuivre la mise en

œuvre des réformes réglementaires, tant pour les institutions que pour les marchés, faute de quoi, sans autres progrès, la stabilité financière mondiale et la croissance durable ne parviendront pas à se matérialiser.