

RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE (GFSR) – AVRIL 2013

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

CHAPITRE 1. LES RISQUES PERDENT DE LEUR ACUITÉ ET DES MESURES S'IMPOSENT POUR PÉRENNISER LA STABILITÉ FINANCIÈRE

La conjoncture financière mondiale et la situation des marchés se sont sensiblement améliorées durant les six derniers mois, ce qui a donné un coup de fouet supplémentaire à l'économie et permis un redressement notable des actifs à risque. Ces conditions favorables tiennent à l'effet conjugué d'une plus grande volonté politique, d'une nouvelle relance monétaire et du maintien des apports de liquidités. Globalement ces mesures ont permis de réduire les risques extrêmes, de promouvoir un regain de confiance et d'élargir les perspectives économiques. Cependant, comme la situation économique mondiale reste atone, pour améliorer durablement la situation financière il faudra nécessairement une action plus résolue des pouvoirs publics, propre à maîtriser les risques sous-jacents pour la stabilité et à promouvoir une reprise soutenue. Cette amélioration devra passer par une correction plus poussée des bilans dans le secteur financier et une réduction sans heurts des surendettements publics et privés. L'absence de progrès sur ces dossiers à moyen terme pourrait de nouveau attiser les risques. La crise financière mondiale pourrait s'engager sur une phase plus chronique, marquée par une détérioration des conditions financières et des épisodes récurrents d'instabilité.

Crise de la zone euro : les risques ont perdu de leur acuité mais il reste beaucoup à faire

Les risques considérables pesant à court terme sur la stabilité de la zone euro ont été sensiblement réduits. Les conditions de financement obligataire des États, des banques et des entreprises se sont améliorées. Malgré ces progrès notables, nombreuses sont les banques de la

périphérie de la zone euro qui continuent de se heurter à des coûts de financement élevés et à une détérioration de la qualité des actifs et d'enregistrer de maigres bénéfices. Les circuits du crédit accusent toujours des faiblesses dans plusieurs pays, car la correction des bilans est inégale et une fragmentation subsiste entre le cœur et la périphérie de la zone euro. Les entreprises de la périphérie sont directement touchées par la faiblesse des bilans bancaires, les vents contraires conjoncturels et, dans bien des cas, par leur propre surendettement. Il ressort de l'analyse présentée dans le rapport que le surendettement des entreprises de la périphérie cotées en bourse est considérable — pouvant représenter jusqu'à un cinquième de l'encours de la dette. Pour limiter l'ampleur de l'inversion nécessaire du levier financier dans le secteur des entreprises, il est essentiel de continuer à réduire la fragmentation et à réduire les coûts de financement et de poursuivre la mise en œuvre des plans de restructuration propres à relever la productivité. Pour alléger la dette il pourrait en outre être nécessaire de combiner des cessions d'actifs et une réduction des dividendes ou des investissements.

Problématique du secteur bancaire : inversion du levier financier, modèle d'entreprise et impératif de solidité

Dans les pays avancés, les banques ont pris d'importantes mesures pour restructurer leur bilan, mais les progrès sont inégaux car les systèmes se trouvent à des stades différents du travail de correction. Le processus est globalement achevé aux États-Unis, mais en Europe certaines banques doivent redoubler d'efforts. Les banques de la périphérie de la zone euro sont notamment aux prises avec de grandes difficultés qui compliquent leur accompagnement de la reprise économique. Les tensions sont moindres sur les bilans des autres banques européennes, mais le processus de maîtrise des risques et d'inversion du levier financier n'en est pas pour

autant achevé. Dans les pays émergents, le principal défi consiste à poursuivre le travail d'accompagnement de la croissance tout en se protégeant contre une montée des facteurs de vulnérabilité locaux. L'évolution des marchés et le nouvel environnement réglementaire poussent également les banques, à l'échelle mondiale, à redéfinir leur modèle d'entreprise pour réduire leur voilure, simplifier leurs métiers et se centrer davantage sur les marchés nationaux.

Les risques grandissants d'une politique monétaire accommodante

Le recours à des politiques monétaires non conventionnelles dans les pays avancés continue d'apporter un soutien essentiel à la demande globale. Ces politiques poussent les investisseurs privés à redéployer en profondeur leurs portefeuilles vers des actifs plus risqués, ainsi que cela était prévu. Cependant, si la période de relance monétaire exceptionnelle venait à être prolongée, le redéploiement des portefeuilles et l'appétit pour le risque pourraient avoir de graves effets pervers. Certes, les politiques non conventionnelles affichent aujourd'hui un bilan très favorable, mais ces effets secondaires doivent être suivis de près et maîtrisés. Il faut ainsi notamment s'intéresser aux éventuelles valorisations erronées du risque de crédit, aux placements plus risqués des fonds de retraite et compagnies d'assurance moins solides, et à une éventuelle montée du risque de liquidité, notamment dans les pays où la reprise est plus avancée. Le levier financier des entreprises s'accroît aux États-Unis et sa progression se situe aux alentours du premier tiers du cycle normal. Parmi les autres effets secondaires, il convient de citer les flux de capitaux excessifs vers les économies émergentes, où les entreprises — qui aujourd'hui présentent globalement une situation financière saine — s'endettent davantage et augmentent leurs positions en devises en raison des faibles coûts d'emprunt. De manière plus générale, les conditions favorables de financement dans les pays émergents pourraient faire

oublier les risques grandissants pour la stabilité financière intérieure. La valorisation des actifs n'a pas encore atteint des niveaux extrêmes (hormis sur quelques places plus fébriles), mais toutes les catégories d'actifs présentent une plus grande sensibilité à la montée des taux d'intérêt mondiaux et à une plus grande volatilité des marchés, y compris dans les économies émergentes. Une période prolongée de politique monétaire accommodante aura pour effet d'exacerber les facteurs de vulnérabilité et la sensibilité à une augmentation des taux d'intérêt.

Insuffler une nouvelle vigueur à la réforme réglementaire

Certes, beaucoup a été fait pour améliorer la réglementation du secteur financier au plan national et international, mais le processus de réforme reste inachevé. Les secteurs bancaires sont toujours en phase de correction, et le processus de réforme s'est, à juste titre, modéré pour ne pas gêner les banques dans le financement de l'économie, à l'heure où elles reconstituent leurs forces. Le rythme des réformes s'explique également par les difficultés à s'entendre sur la démarche à suivre sur les grands dossiers en raison des inquiétudes suscitées par les banques accusant plus de problèmes structurels.

Outre qu'ils constituent une source de vulnérabilité persistante, les retards dans l'exécution des réformes suscitent également des incertitudes de nature réglementaire qui risquent de dissuader les banques de prêter. Comme il est impératif d'agir au plan politique, ils engendrent dans divers pays une multiplicité d'initiatives non concertées visant à brider l'activité bancaire. Ces initiatives pourraient aller à l'encontre des efforts déployés pour harmoniser un niveau minimum de normes mondiales et limiter, au lieu d'accroître, l'efficacité du travail de réforme du G20.

Les responsables politiques doivent donc adopter des mesures résolues pour restructurer les banques en difficultés et encourager la constitution de nouveaux fonds propres et volants de liquidités dans le cadre de la mise en application du dispositif de Bâle III, en agissant de manière cohérente sur le plan international. Il demeure essentiel d'améliorer l'information financière des banques pour promouvoir une plus grande transparence et une valorisation prudente et systématique des actifs pondérés par les risques. De meilleures exigences d'information contribueront à améliorer la discipline du marché et à rétablir la confiance dans les établissements bancaires. Il convient aussi de mettre en place des régimes efficaces de résolution bancaire pour permettre la dissolution ordonnée des banques non viables, et notamment de conclure des accords internationaux performants pour dissoudre les établissements transfrontaliers en difficultés. Enfin, il faut poursuivre le travail sur la problématique des établissements «trop importants pour faire faillite», la réforme des dérivés de gré à gré, la convergence des normes comptables et la réglementation des banques parallèles.

Il est aujourd'hui nécessaire de réaffirmer, à l'échelle nationale et internationale, la volonté politique de mener à terme les réformes. Cet engagement est vital pour dissiper dans toute la mesure du possible l'incertitude et l'arbitrage réglementaire, et pour réduire la fragmentation financière. Faute d'un travail de coopération urgent à l'échelle internationale et d'une restructuration exhaustive des banques, les bilans des établissements en difficultés continueront de peser sur la reprise et menaceront la stabilité mondiale.

Des politiques pour assurer la reprise et la stabilité financière

D'autres mesures s'imposent pour corriger la faiblesse des bilans dans les secteurs public et privé, améliorer le flux du crédit à l'appui de la reprise, et renforcer le système financier mondial. Ces mesures doivent continuer de s'appuyer sur des politiques monétaires accommodantes.

Dans la *zone euro*, les priorités sont la remise en état des bilans bancaires et le renforcement du dispositif de supervision financière au sein de l'Union européenne.

- Il faut renforcer le bilan et le modèle d'entreprise des banques afin de rehausser la confiance des investisseurs, de réduire la fragmentation et d'améliorer l'offre de crédit aux petites et moyennes entreprises solvables. Une meilleure information financière des banques et des revues sélectives de la qualité des actifs contribueront à rétablir la confiance dans les bilans et à améliorer la discipline du marché.
- Pour asseoir la stabilité financière dans la zone euro et renforcer la gestion des crises, il est essentiel d'avancer de manière rapide et soutenue vers un mécanisme de supervision unique (MSU) effectif et de mener à terme l'union bancaire. Un mécanisme de résolution unique devrait devenir opérationnel presque en même temps que le MSU. Cela devrait aller de pair avec un accord sur une feuille de route assortie d'échéances pour la mise en place d'une instance de résolution unique et d'un dispositif commun de garantie des dépôts, s'appuyant sur des ressources communes. Les propositions visant à harmoniser les exigences de fonds propres, les résolutions, les dispositifs de garantie des dépôts et les cadres de supervision des assurances au niveau de l'UE doivent être rapidement mises en œuvre. Il importe également d'établir les modalités de recapitalisation directe des banques au moyen du Mécanisme européen de stabilité et les dispositions de gouvernance y afférentes.

- La situation de Chypre montre combien il est urgent de parachever les réformes dans l'ensemble de la zone euro, de manière à inverser la fragmentation financière et renforcer davantage la résilience des marchés.

À l'échelle mondiale, il faut être vigilant pour que les politiques monétaires accommodantes et la persistance des faibles taux d'intérêt ne donnent pas lieu à de nouveaux excès de crédit. Cela est d'autant plus important dans le cas des États-Unis. Il faut durcir la supervision financière pour limiter l'ampleur de ces excès; et la réglementation devra jouer un rôle plus dynamique dans ce cycle aux niveaux macro et micro-prudentiels. Maîtriser un relèvement trop rapide du levier financier et promouvoir des normes de souscription prudentes demeureront des objectifs essentiels.

Les *pays émergents* doivent rester vigilants face aux risques issus d'une augmentation des flux de capitaux transfrontaliers et de l'aggravation des vulnérabilités financières intérieures.

Ces politiques auront globalement pour effet de consolider les acquis récents en matière de stabilité financière, de renforcer le système financier mondial et d'accompagner la constante amélioration des perspectives économiques.

CHAPITRE 2. CONTRATS SUR RISQUES DE DÉFAUT SOUVERAIN (SDCS)

Le débat sur l'utilité des marchés de CDS souverain (SDCS) s'est intensifié avec le dernier épisode de tensions souveraines dans la zone euro. Le chapitre 2 examine de plus près la question de savoir si les marchés des SCDS constituent de bons indicateurs du risque de crédit souverain et

offrent une bonne protection aux fonds de couverture; ou s'ils sont sujets à des excès spéculatifs et provoquent une augmentation des coûts de financement et sont source d'instabilité financière. Le chapitre signale que bon nombre de perceptions négatives n'ont pas de fondement. Les marchés des SDGS et des obligations souveraines sont similaires en ce sens qu'ils peuvent refléter les fondamentaux économiques et les facteurs à l'œuvre sur les marchés. Les marchés des SCDS tendent à relayer les nouvelles informations plus rapidement que les marchés des obligations souveraines en période de tensions, mais non par d'autres conjonctures. Ces marchés ne semblent cependant pas être plus enclins que les autres marchés financiers à une grande volatilité. Des excès ont pu être détectés sur certains marchés de SCDS de la zone euro durant les derniers épisodes de tensions, mais on peut difficilement affirmer que le creusement «excessif» des écarts de SCDS d'un pays donné aboutisse généralement à un renchérissement de ses coûts de financement. Il est difficile de répondre à la question de savoir si les marchés des SCDS, plus que les autres marchés, risquent d'être un vecteur de contagion car les États et les établissements financiers sont aujourd'hui plus interconnectés et donc les risques propres aux SCDS ne peuvent pas être aisément dissociés de ceux liés au système financier.

Les conclusions du chapitre n'apportent pas d'arguments en faveur de l'interdiction des SCDS à découvert entrée en vigueur dans l'Union européenne en novembre 2012. Les initiatives à la base des réformes liées aux dérivés de gré à gré — qui exigent une meilleure information financière, encouragent la compensation centrale et imposent des garanties appropriées — devraient contribuer à dissiper les inquiétudes quant aux effets de débordement et de contagion pouvant se manifester sur ces marchés de dérivés.

CHAPITRE 3. LES POLITIQUES MENÉES PAR LES BANQUES CENTRALES DEPUIS LA CRISE PRÉSENTENT-ELLES DES RISQUES POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE?

Le chapitre 3 revient sur la question de la politique monétaire non conventionnelle et sur les effets pervers qu'elle pourrait entraîner, pour les analyser plus en profondeur. Il étudie les politiques menées par quatre banques centrales (la Réserve fédérale des États-Unis, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon), caractérisées par une période prolongée de faibles taux directs réels et une série de mesures non conventionnelles, dont des formules de rachat d'actifs. Ces politiques (désignées «MP-plus» dans le chapitre) semblent avoir atténué les facteurs de vulnérabilité du secteur bancaire et contribué à la stabilité financière à court terme, conformément aux objectifs visés par les banques centrales. Jusqu'à présent, l'intervention des banques centrales sur des marchés d'actifs particuliers n'a pas eu d'incidence négative sur la liquidité des marchés. Les politiques «MP-plus» ont amélioré certains indicateurs de solidité bancaire, encore que les banques manifestent, semble-t-il, certaines hésitations à purger leur bilan. Si les risques bancaires liés à ces politiques semblent avoir été jusqu'à présent modestes, les responsables politiques doivent être vigilants et veiller à ce qu'ils ne se transmettent pas à d'autres secteurs du système financier —banques parallèles, fonds de pensions et compagnies d'assurance — en partie à cause des pressions réglementaires grandissantes qui s'exercent sur les banques. Ils doivent engager des politiques micro et macro-prudentielles ciblées pour maîtriser les nouvelles poches de vulnérabilités (définies au chapitre 1) qui risquent de s'agrandir plus les politiques «MP-plus» persisteront. La mise en œuvre mesurée de politiques macro-prudentielles, en fonction des besoins, permettrait aux banques centrales de maintenir le cap de ces politiques à l'appui de la stabilité des prix et de la croissance tout en protégeant la stabilité financière.