

Rapport sur la stabilité financière dans le monde

avril 2009

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

Le système financier mondial reste soumis à très rude épreuve, à l'heure où la crise s'étend aux ménages, aux entreprises et aux banques, tant dans les pays avancés que dans les pays émergents. Le ralentissement de l'activité économique pèse encore plus lourdement sur les bilans des banques, dont les actifs continuent de se dévaloriser, compromettant ainsi leurs ratios de fonds propres et l'ouverture de nouveaux crédits. La croissance du crédit marque le pas, ou devient même négative, ce qui freine davantage l'activité économique. De vastes opérations d'ajustement du secteur privé et de relance par l'État ont déjà été engagées et contribuent à donner les premiers signes de stabilisation. Il faudra malgré tout d'autres mesures énergiques et efficaces et une plus grande coopération internationale pour entretenir ce redressement, rétablir la confiance du public dans les institutions financières et normaliser les marchés. La tâche prioritaire consiste à enrayer la spirale baissière des interactions entre le système financier et l'économie mondiale. Un travail prometteur a déjà été engagé pour repenser le système financier mondial et offrir une assise plus stable et plus adaptable à une croissance économique soutenue.

Pour remettre le secteur financier d'aplomb, il faut adopter des politiques propres à dissiper les tensions sur les marchés de financement des banques et des entreprises, à assainir le bilan des banques, à rétablir les flux de capitaux internationaux (notamment vers les pays émergents), et à maîtriser les effets pervers des mesures adoptées pour combattre la crise. Autant d'objectifs qui exigeront une farouche détermination politique dans une conjoncture éprouvante, ainsi qu'une coopération internationale plus énergique. À en juger d'après l'issue du sommet du G-20 du début du mois d'avril, cette volonté et cette détermination internationales à s'attaquer aux problèmes soulevés par la crise gagnent en intensité.

Si les bilans des banques ne sont pas assainis en profondeur, pour en purger les actifs compromis, et parallèlement restructurés, voire recapitalisés, les problèmes bancaires risquent de continuer à freiner l'activité économique. D'après nos meilleures estimations, certes fondées sur une série d'hypothèses, la dépréciation des actifs d'origine américaine depuis le début de la crise jusqu'en 2010, tous détenteurs confondus, passerait de 2.200 milliards de dollars (édition de janvier 2009 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde - Actualité des marchés financiers) à 2.700 milliards de dollars, principalement du fait de la dégradation du scénario de référence de croissance économique. Dans la présente édition, les estimations de dévalorisation s'étendent aux actifs provenant d'autres marchés matures, et si les données qui sous-tendent ces scénarios présentent une plus grande incertitude, il en ressort toutefois que les pertes de valeur pourraient atteindre près de 4.000 milliards de dollars, montant qui pour deux tiers concernerait les banques.

Ces derniers mois les marchés interbancaires ont connu certaines améliorations, mais les financements demeurent tendus et les banques ont moins accès aux financements à plus long terme à mesure que les crédits arrivent à terme. Dans de nombreux pays les banques peuvent désormais émettre des obligations à plus long terme garanties par l'État, mais leurs écarts de financement demeurent considérables. Beaucoup d'entreprises ne peuvent donc plus

se pourvoir en fonds de roulement auprès des banques et certaines d'entre elles ont du mal à s'endetter à plus long terme, hormis à des taux plus élevés.

De nombreuses institutions financières non bancaires ont été frappées de plein fouet par la crise en raison de la forte dévalorisation de leurs actifs. Les caisses de retraite ont été durement touchées. Leurs actifs se sont rapidement dépréciés et leurs déficits de financement se sont simultanément creusés du fait des rendements plus faibles des obligations d'État que beaucoup d'entre elles utilisent pour calculer leurs engagements. Les compagnies d'assurance-vie ont essuyé des pertes sur fonds propres et sur leurs portefeuilles d'obligations d'entreprises, ce qui dans certains cas a considérablement amoindri leurs excédents de fonds propres réglementaires. Ces institutions ont sans doute, pour la plupart, géré leurs risques avec prudence, mais certaines ont pris plus d'engagements sans apprécier pleinement les tensions qui pourraient se manifester à l'avenir.

Le désengagement des marchés étrangers s'opère désormais à un rythme plus rapide que celui de l'inversion de l'effet de levier, la forte compression des financements transfrontaliers ayant pour effet d'exacerber la crise dans plusieurs pays émergents. En effet, le retrait des banques et investisseurs étrangers ainsi que l'effondrement des marchés à l'exportation provoquent sur les financements des pays émergents un effet de contraction qu'il est urgent de contrecarrer. Les besoins de refinancement des pays émergents sont considérables, de l'ordre de 1.600 milliards de dollars en 2009 selon les estimations, le gros provenant des entreprises, y compris les institutions financières. Bien qu'il soit manifestement difficile d'émettre des prévisions, d'après les estimations actuelles les flux nets de capitaux privés vers les pays émergents seront négatifs en 2009, et il est peu probable que les entrées de capitaux reviennent à l'avenir aux niveaux antérieurs à la crise. Les pays émergents qui dépendaient de ce type de flux commencent à s'affaiblir, et il est donc d'autant plus important de mobiliser des appuis officiels compensatoires.

Malgré des initiatives officielles sans précédent pour couper court à la spirale baissière dans les pays avancés — avec notamment d'énormes concours budgétaires et un large éventail de lignes de liquidités — d'autres mesures énergiques seront nécessaires pour contribuer à rétablir la confiance et dissiper, sur les marchés financiers, les incertitudes qui menacent les perspectives d'une reprise économique. Cela dit, le transfert de risques financiers du secteur privé au secteur public soulève des problèmes. Les préoccupations persistent quant aux effets pervers que pourraient avoir les mesures adoptées et l'on craint par ailleurs que les coûts à court terme des plans de relance, y compris ceux des vastes programmes d'appui bancaire, ne se conjuguent aux tensions à plus long terme d'une population vieillissante pour accroître davantage le fardeau de la dette dans certains pays avancés. Enfin, la préférence nationale tend à s'affirmer et les pouvoirs publics encouragent les banques à prêter localement et les consommateurs à privilégier la production nationale.

Ces risques, qui sont analysés au chapitre 1, conformément l'une des problématiques les plus complexes pour le secteur public depuis un demi-siècle. Nous énonçons ci-après les mesures, à nos yeux essentielles, pour enrayer la spirale baissière des interactions entre le secteur financier et l'économie réelle.

Recommandations immédiates

Même si des mesures sont prises sans tarder et exécutées à bon escient, l'inversion de l'effet de levier sera un processus lent et délicat et la reprise économique s'inscrira vraisemblablement dans la durée. L'inversion du levier financier et la contraction de l'activité devraient, à court terme, freiner la croissance du crédit aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro, voire la rendre négative, et il faudrait vraisemblablement attendre plusieurs années pour observer une reprise.

Ces perspectives peu favorables appellent une mise en œuvre résolue des politiques déjà établies et, le cas échéant, une plus grande détermination dans la définition de nouvelles orientations. Le soutien politique à ce type de mesures semble cependant s'essouffler, l'opinion publique étant découragée par certaines utilisations des fonds publics qu'elle juge abusive et dont la presse se fait l'écho. Il existe un risque réel que les gouvernements rechignent à mobiliser suffisamment de ressources pour résoudre le problème. Qui plus est, l'incertitude liée aux réactions politiques peut avoir un effet dissuasif sur le secteur privé dans la recherche constructive d'une solution ordonnée aux tensions financières. Autrement dit, pour rétablir la confiance il faudra impérativement que les ripostes soient claires, cohérentes et fiables. L'expérience des crises passées montre qu'il faut plusieurs années pour remettre le système bancaire d'aplomb et revenir à un fonctionnement normal, et que les récessions tendent à être plus profondes et plus longues lorsqu'elles vont de pair avec une crise financière (voir chapitre 3 de l'édition d'avril 2009 des *Perspectives de l'économie mondiale*). Il ressort de cette même expérience que lorsque les politiques ne sont pas claires, qu'elles ne sont pas exécutées avec conviction et rapidité, ou qu'elles ne s'attaquent pas aux problèmes sous-jacents, la reprise est plus laborieuse et ses coûts — tant pour le contribuable que pour l'économie — sont plus lourds.

Vu l'envergure mondiale de cette crise, les politiques menées au plan national seront d'autant plus performantes qu'elles seront coordonnées entre les pays touchés. La coordination et la collaboration doivent mettre à profit l'effet d'entraînement positif du récent sommet du G-20, et il importe notamment de veiller à ce que les politiques financières nationales n'aient pas d'effets pervers par-delà les frontières. C'est ainsi que face aux problèmes bancaires, et notamment aux actifs compromis, une démarche plus systématique et performante, fondée sur la coordination internationale, a plus de chances de nourrir la confiance et d'éviter les arbitrages réglementaires et les concurrences pernicieuses.

À court terme, les trois priorités énoncées dans les précédentes éditions du rapport et expressément reconnues dans le communiqué de février 2009 du G-7 demeurent à l'ordre du jour : i) faire en sorte que le système bancaire ait accès aux liquidités ; ii) recenser et traiter les actifs dévalorisés ; et iii) recapitaliser les institutions faibles mais viables et prendre rapidement en charge les banques non viables. En règle générale, la première relève des banques centrales tandis que les deux autres font appel aux superviseurs et aux gouvernements. Des progrès ont été réalisés sur le premier dossier mais les initiatives adoptées sur les deux autres paraissent plus fragmentaires et semblent avoir été prises en réaction aux circonstances. Les autorités de plusieurs pays, à en juger d'après leurs récentes déclarations, reconnaissent qu'il est nécessaire de s'attaquer aux actifs compromis et d'évaluer la capacité d'adaptation des banques à une détérioration encore plus grave de l'économie mondiale, afin d'apprécier les besoins de recapitalisation. C'est là un constat encourageant et, à mesure qu'ils seront communiqués, les détails contribueront certainement à dissiper les incertitudes et le scepticisme de l'opinion publique. Les enseignements des crises

passées invitent les autorités à adopter des mesures plus énergiques et plus efficaces pour corriger les faiblesses du secteur financier.

Évaluer sans tarder la viabilité des banques et leur recapitalisation

Il convient de réévaluer la viabilité à long terme des institutions afin d'apprécier leurs besoins en capital, en tenant compte de façon réaliste des pertes encourues jusqu'à présent et des risques de dévalorisations futures. Afin d'appréhender l'ordre de grandeur de l'ensemble des besoins en capital des systèmes bancaires occidentaux, nous avons réalisé, à titre illustratif, deux séries de calculs qui tiennent compte des dévalorisations et du chiffre d'affaires que ces banques pourraient enregistrer en 2009–10. Nos calculs s'appuient sur plusieurs hypothèses, parfois incertaines, aussi les besoins en capital doivent-ils être perçus comme une indication de la gravité du problème. Les premiers calculs posent l'hypothèse que l'effet de levier, exprimé sous la forme du ratio fonds propres ordinaires sur actifs corporels, revient aux niveaux d'avant la crise (4 %). Même pour atteindre ce niveau, quelque 275 milliards de dollars de capitaux devraient être injectés dans les banques américaines, environ 375 milliards de dollars dans les banques de la zone euro, près de 125 milliards de dollars dans les établissements britanniques et environ 100 milliards de dollars dans les banques des autres économies matures d'Europe. Les deuxièmes calculs illustratifs supposent un retour aux niveaux de levier du milieu des années 1990 (ratio de 6 %). Il s'agit là d'un niveau plus rigoureux qui exigerait des injections de capital plus importantes, de l'ordre de 500 milliards de dollars aux États-Unis, 725 milliards de dollars dans la zone euro, 250 milliards de dollars au Royaume-Uni et 225 milliards de dollars dans les autres économies matures d'Europe. Il ressort de ces estimations approximatives, fondées sur nos scénarios, que des injections de capital s'imposent non seulement pour compenser les pertes, mais aussi pour répondre aux exigences grandissantes des marchés du point de vue des ratios de fonds propres et des leviers financiers, vu l'incertitude qui pèse sur la valorisation des actifs et la qualité des fonds propres. Sans émettre de jugement sur la pertinence de l'utilisation du ratio fonds propres ordinaires sur actifs corporels, il importe de noter que ces montants diminuent dans la mesure où les actions préférentielles sont converties en actions ordinaires (ce qui a pour effet d'accroître les fonds propres capables d'absorber les pertes) et que l'État garantit les banques contre d'autres pertes provoquées par certains des actifs compromis de leur bilan. Aux États-Unis, par exemple, le montant des actions préférentielles émises durant ces dernières années est particulièrement important et en cas de conversion en actions ordinaires il pourrait contribuer à relever le ratio. Dans plusieurs pays les autorités ont convenu de prendre en charge une grande part des pertes futures sur certaines catégories d'actifs bancaires.

Pour réduire cette incertitude et stabiliser le système bancaire trois conditions s'imposent :

- Un rôle plus actif des instances de supervision dans la détermination de la viabilité des institutions et des mesures correctives appropriées, y compris en définissant les besoins en capital à partir des dévalorisations escomptées durant les deux années à venir.
- Une information transparente et complète sur les éléments compromis des bilans bancaires, soumise au contrôle des superviseurs à partir d'un ensemble de critères bien établis.

- Une indication claire des superviseurs quant au type de fonds propres requis — fonds propres ordinaires ou fonds propres de base (*Tier 1*) — et aux délais consentis pour atteindre les nouveaux ratios de fonds propres.

Les conditions applicables à tout apport de fonds publics doivent être strictes. Les superviseurs chargés d'évaluer la viabilité des établissements bancaires, outre qu'ils doivent apprécier les pertes de valeur et les fonds propres disponibles, doivent par ailleurs s'assurer de la solidité de leurs structures de financement, de leurs plans d'action et de leurs processus de gestion des risques, de la pertinence de leurs politiques de rémunération, et de la qualité de leur gestion. Les banques jugées viables mais manquant de fonds propres devraient pouvoir bénéficier d'une injection de fonds publics qui, de préférence, encouragent les apports de capitaux privés, pour remonter les ratios de fonds propres à des niveaux pouvant ramener la confiance, et faire l'objet d'une restructuration prudente. Tant que ces institutions bénéficient de fonds publics, leurs activités doivent être suivies de près et les versements de dividendes soumis à des restrictions. Les rémunérations et les éventuels remplacements de dirigeants doivent faire l'objet d'un examen minutieux. Les institutions financières jugées non viables doivent être prises en charge sans tarder. Cette prise en charge peut prendre la forme d'une fusion ou éventuellement d'une liquidation ordonnée pour autant que cela ne menace pas la stabilité financière globale.

La restructuration peut exiger une prise de contrôle provisoire par l'État.

L'impossibilité actuelle de mobiliser des fonds privés montre que la crise s'est aggravée au point d'exiger de l'État des mesures plus énergiques, quitte à injecter des capitaux sous la forme d'actions ordinaires, même si cela suppose une participation majoritaire au capital, voire un contrôle de l'institution. Une prise de contrôle temporaire par l'État peut donc être nécessaire, mais uniquement dans le but de restructurer l'institution, de sorte qu'elle puisse regagner le secteur privé dès que possible. Il faut surtout que les fonds propres ordinaires soient suffisants pour permettre à la banque de fonctionner de nouveau, car il s'agit là du type de capital que les marchés exigent pour parer à d'éventuelles dépréciations. Jusqu'à présent la plupart des injections de fonds publics ont pris la forme d'actions préférentielles qui entraînent un coût élevé risquant de limiter la capacité des banques à mobiliser d'autres types de capitaux privés. On pourrait envisager de convertir ces actions en actions ordinaires afin de réduire cette charge. Les incertitudes quant aux politiques futures ont également un effet dissuasif sur les capitaux privés ; pour contrer ces incertitudes il est nécessaire de transmettre des messages clairs. Dans une crise bancaire systémique, accorder un traitement préférentiel aux nouveaux obligataires aux dépens des anciens détenteurs risque d'avoir un effet déstabilisateur car nombreux de ces détenteurs sont des institutions financières, elles-mêmes en difficulté. Les autorités doivent être pleinement conscientes des conditions légales dans lesquelles leurs interventions pourraient être considérées comme une « opération de crédit » pouvant déclencher des livraisons de produits dérivés, de manière à éviter d'amplifier les effets systémiques sur d'autres marchés ou d'autres institutions.

La coopération et la cohésion au plan international sont importantes. Il est essentiel que les pays coordonnent les principes et les conditions applicables aux injections de capital afin d'éviter les arbitrages réglementaires et les concurrences pernicieuses. La coordination est certes difficile dans le climat politique actuel, mais il peut être dans l'intérêt des pouvoirs

publics de présenter leur action à lumière des initiatives prises ailleurs afin d’apporter plus de clarté.

Un traitement systématique des « actifs compromis » — structures de cantonnement et garanties

Comme les systèmes bancaires ne connaissent pas tous les mêmes problèmes et que l’ampleur des actifs dévalorisés varie d’un pays à l’autre, différentes démarches ont été adoptées. Il importe avant tout de choisir une stratégie appropriée, de faire en sorte qu’elle soit correctement financée et de la mettre en œuvre de manière claire. L’utilisation de méthodes différentes au plan international rend d’autant plus nécessaire la coordination des principes applicables à la valorisation des actifs et à la détermination des pertes à prendre en charge par le secteur public. Parmi les formules utilisées jusqu’à présent, le Royaume-Uni a privilégié le maintien des actifs au bilan des banques, mais en accordant des garanties qui limitent l’impact d’autres pertes futures. Il est une autre solution qui consiste à placer les actifs dévalorisés dans une structure de cantonnement distincte (*bad bank*), comme l’a fait la Suisse dans le cas d’UBS et comme l’Irlande envisage de le faire. Cette technique a l’avantage d’être relativement transparente, et si le gros des actifs compromis est transféré à cette structure, les banques se retrouvent avec un bilan assaini. Les États-Unis ont fourni des garanties contre les pertes que pouvaient subir certains actifs compromis ou vulnérables de Citibank et Bank of America, et proposé d’établir des partenariats public/privé pour racheter les actifs dévalorisés des banques. La proposition actuelle présente des éléments propres à encourager la participation du secteur privé, mais il reste à savoir si les banques trouveront suffisamment d’intérêt à vendre ces actifs. En règle générale plusieurs formules peuvent donner des résultats selon la situation particulière du pays considéré.

Par ailleurs, comme les questions de valorisation continuent d’être une source importante d’incertitude, les pouvoirs publics doivent définir des méthodes réalistes d’évaluation des instruments de crédit titrisés illiquides auxquels ils entendent apporter leur appui. Lorsque les actifs ne sont pas négociés de manière courante et que leurs prix de marché sont « bradés », le travail d’évaluation doit s’appuyer sur les conditions économiques escomptées afin de déterminer la valeur actuelle nette des flux de revenu futurs. Sans perdre de vue la complexité de certains de ces actifs, cette méthode de base devrait, de préférence, être adoptée d’un commun accord et appliquée de façon systématique à l’échelle internationale pour éviter les problèmes liés aux valorisations par trop positives, à l’arbitrage réglementaire et à une concurrence pernicieuse. Le Conseil de stabilité financière, de concert avec les organismes de normalisation, serait le mieux à même de promouvoir une démarche coordonnée.

Des liquidités suffisantes pour accompagner la restructuration bancaire

Les tensions demeurent élevées sur les marchés de financement bancaire et ceux-ci ne pourront se redresser que lorsque les risques de contrepartie auront diminué et que les banques et pourvoyeurs de liquidités de gros verront plus clairement comment déployer leurs ressources. Dans beaucoup de pays les autorités ont adopté des mesures pour protéger les déposants et elles garantissent divers types de dette bancaire, mais en l’absence de ce type d’appui de l’État il existe très peu de financements à plus long terme. Malgré tout, le financement de gros continue d’accuser un considérable déficit et il faudrait harmoniser

d'avantage les structures adoptées dans les différents pays afin d'apporter plus de clarté et de réduire les frictions. Autrement dit, dans l'immédiat les banques centrales devront continuer de fournir suffisamment de liquidités à court terme aux banques et l'État devra apporter des garanties à l'appui des engagements dans l'immédiat. Cela étant, il ne serait pas prématuré de songer à des stratégies de sortie qui, le moment venu, devraient en tout état de cause être appliquées graduellement. Ces stratégies devraient avoir pour objectif de redéfinir progressivement le coût de ces facilités et d'imposer des conditions plus rigoureuses à leur emploi, de manière à inciter les banques à revenir aux marchés privés.

* * *

Outre les trois priorités applicables aux secteurs bancaires des pays avancés, d'autres mesures doivent être adoptées dans l'immédiat pour enrayer la propagation de la crise aux pays émergents et maîtriser le risque de protectionnisme financier.

Veiller à ce que les pays émergents soient suffisamment protégés contre l'inversion du levier financier et l'aversion pour le risque des investisseurs des pays avancés.

Les problèmes dont souffrent les systèmes bancaires des pays avancés et la contraction de l'activité économique mondiale frappent désormais de plein fouet les pays émergents. D'après nos projections les sorties de flux de portefeuille devraient représenter environ 1 % du PIB des pays émergents durant les années à venir. En partant d'hypothèses raisonnables, les flux de capitaux vers les pays émergents pourraient se solder par des sorties nettes en 2009, les possibilités de reprise en 2010 et 2011 étant très limitées.

Comme dans les pays avancés, les banques centrales des pays émergents devront mettre suffisamment de liquidités à la disposition de leur système bancaire. Cela dit, dans bien des cas le marché interbancaire national n'est pas un gros pourvoyeur de financements, une grande partie du financement bancaire ayant été d'origine extérieure durant ces dernières années. Autrement dit, les banques centrales pourraient clairement être amenées à fournir des devises au moyen de swaps ou de ventes directes. Celles qui disposent d'importantes réserves de change peuvent y puiser, mais d'autres instruments, tels que les lignes de swap avec les banques centrales des pays avancés ou les facilités du FMI, pourraient également intervenir dans leur dispositif de défense. Le complément de ressources mis à la disposition du FMI à l'issue du sommet du G-20 peut aider les pays à amortir les retombées de la crise financière sur l'activité réelle et, surtout dans les pays en développement, les effets sur les pauvres. Qui plus est, les programmes du FMI peuvent parfois utilement contribuer à mobiliser d'autres sources de financement.

Le gros du risque de refinancement de la dette extérieure des pays émergents se concentre dans le secteur des entreprises, ce qui pourrait justifier l'appui direct de l'État en faveur de ces dernières. Certains pays ont décidé de leur accorder les garanties initialement réservées aux dettes bancaires, en attachant une attention toute particulière aux entreprises qui interviennent sur les marchés d'exportation. D'autres proposent diverses facilités de financement du commerce extérieur, afin de contribuer à préserver la fluidité des échanges et de limiter les retombées sur l'économie réelle. En tout état de cause, des plans d'intervention doivent être élaborés au cas où la conjoncture se détériorerait davantage au point d'exiger de vastes restructurations.

En Europe, vu les fortes relations d'interdépendance, il est essentiel que les pays avancés et les pays émergents travaillent de concert à des solutions communes. Le récent rapport du « Groupe de Larosière » offre un bon point de départ pour débattre de la coordination et de la collaboration au sein de l'Union européenne. Les craintes que suscitent le refinancement des dettes arrivant à échéance et la persistance du financement extérieur des déficits courants dans les pays émergents d'Europe appellent des mesures concrètes. Un travail conjoint s'impose par ailleurs pour surmonter les problèmes des systèmes bancaires — y compris la coordination des tests de résistance faisant intervenir les maisons mères et les filiales, une meilleure coopération entre le pays du siège et les pays d'accueil et l'échange d'informations — et se préparer à résoudre les tensions issues du service de la dette des entreprises et des ménages. Dans le cas des banques d'Europe occidentale qui ont de multiples filiales dans les pays émergents d'Europe, des échanges entre instances de supervision des pays concernés sur la démarche à adopter face à des difficultés communes profiteront vraisemblablement à toutes les parties.

Une coordination internationale pour prévenir l'égoïsme sacré

Les pressions en faveur des crédits nationaux peuvent aboutir à un protectionnisme financier. Lorsque les pays agissent de manière unilatérale pour appuyer leurs propres systèmes financiers, leur action peut avoir des effets pervers par-delà les frontières. Dans plusieurs pays les autorités ont annoncé que les banques bénéficiant de l'aide de l'État devaient maintenir (ou de préférence accroître) leurs prêts intérieurs. Cette démarche risque d'évincer les crédits extérieurs, à l'heure où les banques sentent de plus en plus la nécessité d'inverser l'effet de levier dans leur bilan, de mettre fin à leurs activités à l'étranger et de se défaire des actifs les plus compromis, autant d'actions qui nuisent aux pays émergents et, partant, à l'ensemble de l'économie mondiale. En revanche, les accords récemment conclus entre les maisons mères de banques implantées dans divers pays, pour continuer à pourvoir leurs filiales en crédits incitent à l'optimisme.

Cohésion et consolidation des politiques macroéconomiques

Afin d'asseoir une reprise économique soutenue, il est essentiel de stabiliser le système financier mondial. Comme le note l'édition d'avril 2009 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les politiques de secteur financier auront d'autant plus de chances d'être efficaces qu'elles s'appuieront sur des politiques budgétaire et monétaire appropriées.

Promouvoir une interdépendance fructueuse entre les politiques budgétaire et financière

Pour assurer une activité économique soutenue il faut renouer avec la croissance du crédit. Les plans de relance destinés à nourrir l'activité et à contenir la dévalorisation des actifs devraient améliorer la solvabilité des emprunteurs et les garanties qui sous-tendent les prêts, et conjointement avec les politiques financières engagées pour étayer les bilans bancaires ils devraient promouvoir une solide expansion du crédit. Par ailleurs, les fonds d'amorçage pour les partenariats public-privé dans les projets d'infrastructure pourraient alimenter la demande de prêts.

Dans les pays qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire, les marchés verront d'un bon œil les plans de relance, lesquels pourraient contribuer à rétablir le climat de

confiance. En revanche, là où les déficits sont déjà considérables ou les institutions décisionnelles très faibles, les marchés risquent d'être moins bien disposés. Dans les pays qui ont fourni un soutien explicite ou implicite, les marchés s'inquiètent d'ores et déjà des coûts budgétaires potentiels du soutien apporté aux systèmes bancaires, notamment lorsque le système financier est important par rapport à la taille de l'économie nationale. Des progrès ont certes été récemment accomplis, mais la poussée des rendements des titres d'État, les marges croissantes des contrats sur risque de défaut ou bien encore l'affaiblissement de certaines monnaies sont autant de manifestations de cette préoccupation. Les autorités doivent réduire leurs risques de refinancement en rallongeant la structure des échéances de la dette publique pour autant que la demande des investisseurs le permette.

À l'évidence, des politiques de relance s'imposent, mais il faut accorder une attention particulière à la viabilité budgétaire et aux conséquences qu'un plan de relance peut avoir pour les besoins en financement de l'État, compte tenu notamment des engagements conditionnels au compte de patrimoine des administrations publiques¹. Si les plans de relance tolèrent le non respect des objectifs budgétaires, ils doivent être accompagnés de cadres budgétaires crédibles à moyen terme afin de réduire les déficits et les niveaux d'endettement², faute de quoi la solvabilité de l'État peut être mise en doute.

Une action novatrice des banques centrales pour rouvrir le crédit et financer les marchés

Plusieurs pays ont rapidement réduit les taux directeurs nominaux comme première ligne de défense contre la récession, et certains s'approchent d'un taux zéro (ou l'ont d'ores et déjà atteint), tandis que les écarts sur les taux débiteurs aux ménages et aux entreprises continuent d'être importants. Dans certains cas des politiques atypiques ont été mises en œuvre pour ouvrir de nouveau les marchés du crédit et du financement, et d'autres pourraient être envisagées. L'efficacité des nouveaux outils est difficile à apprécier pour le moment, mais manifestement les mesures destinées à développer et à modifier la composition des bilans des banques centrales deviennent plus courantes. Comme les banques centrales font de plus en plus appel à ces outils, il convient de réfléchir davantage aux stratégies de sortie appropriées une fois que la situation s'améliorera. Il pourrait être dans l'intérêt de l'État de fournir des assurances à la fois sur l'intégrité du bilan de la banque centrale et sur son indépendance globale.

Pour plusieurs pays émergents, dans la conjoncture actuelle, la politique de taux d'intérêt est compliquée par la nécessité de tenir compte de ses répercussions sur les taux de change. Certains n'ont peut-être pas la possibilité de réduire les taux d'intérêt ou sont sans doute amenés à les relever pour prévenir les sorties de capitaux. Comme pour la politique budgétaire, les conditions propres à chaque pays détermineront l'utilisation qui peut être faite de la politique monétaire. Certains pays pourraient être en mesure de relâcher la pression sur le taux de change en fournissant des liquidités en devises.

¹Voir la section intitulée « Costs of Official Support, Potential Spillovers, and Policy Risks » au chapitre 1 et l'encadré 3.5 du chapitre 3.

²Voir le document du FMI intitulé « The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis », 6 mars 2009. Disponible à : <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf>.

Jeter les bases d'un système financier mondial plus robuste

Surmonter la crise actuelle est la priorité immédiate, mais les travaux se poursuivent pour parvenir à un système financier plus robuste à plus long terme. Une fois la crise dépassée il faudra, bien entendu, disposer d'un système plus solide et plus efficient, mais une perspective plus claire de l'orientation des politiques financières à plus long terme pourra également contribuer à dissiper les incertitudes et à renforcer la confiance des marchés dans le court terme. Si certaines des propositions énoncées ci-après peuvent sembler théoriques, leurs répercussions seront réelles. Pour être correctement mises en œuvre elles exigeront des changements importants de structure et de considérables moyens ; leur cohésion au plan international sera en outre déterminante³.

Il ne fait aucun doute que pour surmonter la crise il faudra modifier en profondeur les contours et le fonctionnement des marchés financiers, et que le système financier se caractérisera par des niveaux moins importants de levier, une diminution des asymétries de financement, de moindres risques de contrepartie, et des instruments plus transparents et plus simples qu'avant la crise. Le secteur privé assume une responsabilité primordiale pour contribuer à ce nouvel environnement, en améliorant la gestion des risques, y compris en suivant de près la gouvernance et les politiques de rémunération.

Puisque ni la discipline du marché ni le contrôle des pouvoirs publics n'ont suffi à bien évaluer ni à maîtriser l'accumulation des risques systémiques, une meilleure réglementation et supervision financière sera essentielle pour prévenir de futures crises. Il faudra notamment insister sur les moyens qui permettront de détecter et de diminuer les risques systémiques par une meilleure réglementation.

Outre qu'il serait vain de vouloir supprimer complètement les risques systémiques — sans compter que cela freinerait la croissance économique et briderait la créativité et l'innovation — la crise actuelle montre qu'il faut accorder une plus grande attention à la surveillance et à la réglementation dans une perspective systémique. Par ailleurs, un meilleur cadre macroprudentiel de politique monétaire aiderait à amortir les risques systémiques. S'il importe de mettre en place des réglementations qui soient incitatives pour les institutions privées, dans la mesure du possible, afin de renforcer la stabilité financière, force est de reconnaître que la stabilité du système dans son ensemble est un bien public dont l'importance sera sous-estimée par les institutions privées, d'où la nécessité d'une réglementation obligeant les entités d'importance systémique à mieux internaliser le coût sociétal global de l'instabilité. Pour ce faire, la stabilité financière doit faire partie du mandat des banques centrales, des régulateurs et des superviseurs. Il faudra mettre en place un dispositif clair d'évaluation et d'intervention face aux risques systémiques et préciser clairement quel régulateur systémique sera aux commandes.

Les risques systémiques doivent être mieux définis et mesurés pour pouvoir être maîtrisés. Les chapitres 2 et 3 apportent un éclairage sur diverses grilles de paramètres qui aident à identifier les institutions d'importance systémique à partir des liens directs et

³On trouvera des recommandations dans ce sens dans le document du FMI « Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management », 4 février 2009, disponible à : <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf>.

indirects. Dans certains cas les calculs peuvent être considérés comme un point de départ pour envisager un relèvement du seuil de capital obligatoire, de sorte que les institutions ne puissent pas aisément acquérir une dimension systémique qui obligerait les pouvoirs publics à intervenir le cas échéant (problème de la connexion excessive ou *too-connected-to-fail*). Même si leur emploi ne devient pas formel, les critères proposés pourraient servir de repères pour limiter l'ampleur des risques que prennent les différentes institutions. À l'évidence, ces méthodes devraient être examinées et appliquées avec soin pour éviter que les institutions ne trouvent d'autres moyens d'assumer des engagements rentables. Une analyse et des études plus approfondies seront nécessaires avant de pouvoir mettre en place une réglementation qui s'inspirerait de ces travaux.

S'agissant des réformes réglementaires, les priorités sont au nombre de cinq : étendre le périmètre de la réglementation pour couvrir les institutions et activités d'importance systémique, prévenir les leviers excessifs et réduire la procyclicalité, travailler sur la discipline du marché et les déficits d'information, améliorer la réglementation transnationale et transfonctionnelle, et renforcer la gestion des liquidités systémiques. Les principaux enseignements tirés dans ces domaines sont résumés ci-après.

Définir les institutions d'importance systémique et le périmètre de la régulation prudentielle

Comme le reconnaissait le communiqué du récent sommet du G-20, cette crise démontre que la réglementation doit couvrir toutes les institutions d'importance systémique. Par le passé seul un noyau de grandes banques était jugé d'importance systémique. La crise a montré que d'autres intermédiaires financiers non bancaires peuvent l'être et que leur effondrement peut avoir des effets déstabilisateurs. L'importance systémique ne dépend pas uniquement de la taille de l'institution, mais également de son degré d'intégration au système et de la vulnérabilité de ses activités à un levier excessif ou à une structure de financement risquée.

Pour mieux couvrir les risques systémiques les réglementations doivent pouvoir s'appliquer à un plus large éventail d'institutions et de marchés. Certes il n'est pas nécessaire de réglementer toutes les institutions financières, mais la réglementation prudentielle doit s'étendre à certains établissements dont on estimait par le passé qu'ils échappaient au noyau de base (par exemple, les banques d'investissement). En outre, certains métiers (tels les dérivés de crédit et les assurances) devront être soumis au contrôle des régulateurs quelle que soit leur structure légale.

Une approche à deux volets pourrait être préférable. Le premier, d'application plus vaste, exigerait des informations qui permettraient aux superviseurs de déterminer quelles sont les institutions d'importance systémique. Le second, d'application plus restreinte mais plus étendue qu'aujourd'hui, serait celui d'une réglementation prudentielle et une supervision plus rigoureuses, applicables à toutes les institutions d'importance systémique. Celles-ci feraient l'objet d'un contrôle plus rapproché mais d'autres institutions continueraient d'être supervisées du fait de leur participation aux mécanismes de paiement ou au système bancaire, ou dans le souci de protéger les investisseurs ou les consommateurs. Les chapitres 2 et 3 présentent des méthodes qui pourraient servir à apprécier l'intensité des liens entre institutions et, partant, le périmètre d'un volet intérieur. Ces méthodes seront approfondies à mesure que

le FMI avancera dans la définition pratique des institutions d'importance systémique conformément à la demande du G-20.

Prévenir un levier excessif et maîtriser la procyclicalité

De nouvelles approches réglementaires s'imposent pour éviter l'accumulation de risque systémique et le difficile processus d'inversion de levier qui s'en suit. Trouver des solutions pour limiter le levier financier et réduire les tendances procycliques inhérentes à l'activité économique et à la réglementation existante demeure une tâche ardue. La réglementation doit viser à renforcer une saine prise de décision basée sur les risques au sein des institutions financières ; tenter de dissuader les opérateurs de prendre des risques dans l'économie mondiale ne serait pas utile. La réglementation doit prévoir des incitations à l'appui de la stabilité systémique tout en ayant un effet dissuasif sur l'arbitrage réglementaire et le seul souci du court terme, mais cette plus grande rigueur doit être progressivement mise en place afin de ne pas exacerber les difficultés actuelles.

La réglementation applicable aux fonds propres et les normes comptables doivent prévoir des incitations et des repères qui permettent d'accumuler une marge de fonds propres complémentaire durant la phase ascendante du cycle, lorsque les risques tendent à s'intensifier et, en règle générale, à être sous-estimés. Cela permettrait de mieux tenir compte des risques sur l'ensemble du cycle et donc d'étoffer les fonds propres et les provisions pouvant ultérieurement servir à absorber les pertes en phase descendante. Dans l'idéal, cette constitution de fonds propres contracyclique ne serait pas discrétionnaire, sinon qu'elle devrait fonctionner comme stabilisateur automatique et être inscrite dans la réglementation. Cela ne limiterait pas la capacité des superviseurs à adopter des mesures complémentaires en cas de besoin. Un plafonnement des leviers basé sur un calcul simple pourrait être utile comme contrainte additionnelle d'un calcul plus robuste du capital pondéré en fonction des risques.

Les règles comptables et les pratiques de valorisation doivent être renforcées en tenant compte du plus large éventail d'informations disponibles sur l'évolution des risques tout au long du cycle. Les organismes de normalisation comptable et les autorités prudentielles doivent collaborer pour atteindre ces objectifs, en insistant notamment sur la possibilité d'augmenter les provisions pour pertes sur prêts durant les périodes d'expansion rapide du crédit, sur les méthodes de valorisation des réserves ou les ajustements lorsque la valorisation des actifs dans les portefeuilles de négociation est très incertaine, et sur l'analyse des autres moyens de maîtriser la dynamique adverse que peut générer la comptabilité basée sur la juste valeur.

Il faut par ailleurs diminuer la procyclicalité du risque de liquidité en prenant des mesures propres à améliorer les tampons de liquidités et la gestion des risques de financement. Durant les phases ascendantes il convient d'accorder une plus grande attention à la structure des échéances des financements et à la fiabilité des sources de financement, qui peuvent se révéler vulnérables durant les phases descendantes.

Discipline du marché et déficits d'information

Il importe de combler les déficits d'information que la crise a mis en évidence. Dans bien des cas l'information nécessaire pour détecter les risques systémiques n'est pas recueillie ou n'est pas analysée dans la perspective de ces risques, notamment dans le cas des données

nécessaires à l'examen des liens systémiques, car cela exige des informations sur les engagements réciproques qui lient les diverses institutions. Outre les difficultés qu'il peut y avoir à rassembler ces données et à mesurer officiellement les engagements, il existe des obstacles juridiques au recueil de données de différents types d'institutions au sein d'un même pays et au plan international. Pour commencer à progresser sensiblement en la matière, l'information et les définitions doivent être harmonisées et il faut procéder à un plus grand partage d'informations entre juridictions.

Il faut disposer de meilleures informations sur les engagements hors-bilan, les produits structurés complexes, les dérivés, le levier financier, et les engagements transfrontaliers et de contrepartie, afin de compléter les indicateurs existants utilisés dans les dispositifs d'alerte avancée. Les pratiques d'information doivent être renforcées pour les institutions d'importance systémique, en couvrant notamment les méthodes de valorisation et les pratiques de gestion des risques, un ensemble remanié d'indicateurs de solidité financière, et une évaluation plus effective du risque systémique par les dirigeants. Ces éléments sont renforcés par l'analyse des chapitres 2 et 3. Enfin, une plus grande disponibilité d'informations publiques fiables aidera les investisseurs à s'acquitter de la diligence voulue et ainsi prévenir l'une des principales causes de la crise actuelle.

Une réglementation renforcée entre pays et entre fonctions

Le renforcement de la réglementation transfrontalière et transfonctionnelle devra passer par une amélioration des dispositifs institutionnels et légaux. Il faudra réduire les disparités superflues, s'attaquer aux obstacles à la supervision des entités d'importance régionale ou mondiale, en harmonisant les mesures correctives avancées, et développer les cadres juridiques de prise en charge des banques en difficultés et les pratiques de supervision des entités transnationales. Le collège de régulateurs chargé de superviser une entité devra désigner un régulateur principal, en principe celui du pays d'origine, afin d'assurer un contrôle adéquat. Les pays d'origine devront veiller à renforcer la coopération avec les pays d'accueil pour faire en sorte que les liens de communication soient opérationnels lorsqu'une réaction rapide s'impose. L'élaboration des plans d'intervention doit mobiliser toutes les parties concernées.

Une meilleure gestion des liquidités systémiques

S'agissant de la gestion des liquidités systémiques, les banques centrales peuvent tirer certains enseignements de la crise au regard de la flexibilité de leur cadre opérationnel, des infrastructures qui sous-tendent les marchés monétaires et de la nécessité de meilleurs mécanismes pour fournir des liquidités à l'échelle transnationale.

Pour maîtriser les liens systémiques et les risques de contagions il est également possible de mettre en place des structures de compensation des transactions qui permettent d'amortir les risques de contrepartie en servant elles-mêmes de contrepartie de chaque transaction. Il convient de saluer les récentes tentatives de fourniture de certains de ces services au marché des contrats sur risque de défaut. Cependant, en ouvrant le mécanisme à un grand nombre d'institutions on risque de compromettre la diminution des risques de contrepartie, dont le besoin se fait fortement sentir, en tronçonnant les volumes et en réduisant les possibilités de compensation. Un environnement de concurrence pourrait aboutir à des mesures de réduction des coûts pouvant compromettre les systèmes de gestion des risques.

Autrement dit, si l'on permet l'établissement de plusieurs chambres de compensation, il faut les soumettre à un contrôle rigoureux en appliquant des normes internationalement reconnues, en veillant à ce que les compensations et les règlements puissent s'exécuter à l'échelle internationale et dans une multiplicité de devises. L'encadré 2.4 décrit les principes qui sous-tendent ces dispositifs.

* * *

Plusieurs de ces recommandations ont déjà été examinées au sein d'instances internationales et sont à la base des orientations nouvelles ou révisées applicables à la réglementation et à la supervision. Le Conseil de stabilité financière, par le biais de son principal groupe de travail, a mis sur pied plusieurs sous-groupes chargés de définir des orientations dans plusieurs domaines, dont certains sont ici abordés. Le Comité de Bâle a entrepris d'examiner des changements au dispositif de Bâle II et à son cadre de gestion des risques de liquidité. L'*International Accounting Standards Board* et le *Financial Accounting Standards Board* ont tous deux émis des directives sur la valorisation des actifs illiquides et apporté d'autres changements à leurs directives et normes comptables au vu de la crise et de ses causes. D'autres organisations internationales ont entrepris de revoir leurs directives et les pratiques recommandées. Pour sa part le FMI va remanier ses programmes d'évaluation du secteur financier et améliorer sa surveillance multilatérale et bilatérale. L'initiative conjointe d'alerte avancée menée par le FMI en coopération avec le Conseil de stabilité financière, permettra de renforcer la coopération mondiale dans l'évaluation des risques afin d'émettre des recommandations de politique générale plus fermes propres à prévenir l'accumulation de risques systémiques.