

RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE ***Avril 2015***

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

Les chocs macroéconomiques mettent de nouveau à l'épreuve les marchés mondiaux

Durant ces six derniers mois, les événements positifs et négatifs n'ont pas manqué sur le front macroéconomique et financier. Au final, les risques qu'ils font peser sur la stabilité financière se sont accentués.

Du côté positif, comme le signale l'édition d'avril 2015 des *Perspectives de l'économie mondiale*, en 2015 la croissance devrait légèrement dépasser celle de 2014, le redressement des pays avancés étant suffisant pour compenser le repli de la croissance des pays émergents et en développement. La chute des cours du pétrole et des autres matières premières et le tassement des taux d'intérêt résultant des politiques monétaires accommodantes devraient contribuer à accompagner la croissance jusqu'à la fin 2016. La zone euro et le Japon ont agi de manière résolue sur le plan monétaire pour contenir et inverser les tensions déflationnistes. L'assouplissement quantitatif permet de déployer un dispositif solide pour gérer les risques de déflation, et certains mécanismes de transmission essentiels sont déjà à l'œuvre. Les écarts de taux se sont rétrécis dans la zone euro, les cours boursiers se sont redressés et l'euro et le yen se sont sensiblement dépréciés, d'où un relèvement des anticipations inflationnistes.

Le dollar, quant à lui, s'est fortement apprécié, fruit de la divergence des politiques monétaires. Cette appréciation par rapport aux autres grandes devises a été plus forte durant les neuf derniers mois que durant toute autre période comparable depuis 1981. Les mouvements de taux de change réels qui s'en sont suivis ont été globalement conformes à la variation des perspectives de croissance et à l'effet du repli des cours du pétrole, et ils devraient contribuer à accompagner la reprise mondiale.

Toutefois, face à ce scénario de référence, les risques qui pèsent sur la stabilité financière s'accroissent et basculent. Si l'amélioration qui caractérise ce scénario est largement distribuée dans l'espace et dans le temps, les retombées négatives des chocs récents sont, elles, concentrées et elles touchent des secteurs et des économies qui accusaient déjà certaines vulnérabilités. Par ailleurs, la persistance de la prise de risques financiers et les changements structurels sur les marchés du crédit font basculer les risques pour la stabilité financière des pays avancés aux pays émergents, des banques classiques aux banques parallèles, et du champ de la solvabilité à celui de la liquidité du marché.

- La prise de risques financiers et la quête du rendement continuent de pousser la valorisation de certains actifs. La conjoncture de faibles taux d'intérêt pose également des difficultés aux investisseurs à long terme, et notamment aux compagnies d'assurance-vie européennes plus faibles.

- Les pays et entreprises exportateurs de pétrole et autres matières premières ont été durement touchés par la chute des prix des actifs et la montée des risques de crédit. Les entreprises du secteur de l'énergie et des matières premières dans les pays émergents, qui depuis 2007 ont émis plus d'un tiers de toutes les obligations d'entreprises non financières libellées en devises fortes ont été particulièrement mises à mal. La capacité de remboursement du secteur pétrolier et gazier donne des signes plus évidents de tensions en Afrique du Sud, en Argentine, au Brésil et au Nigéria en raison de la chute des cours du pétrole, et il en va de même des pays qui dépendent des recettes pétrolières, dont le Nigéria et le Venezuela.
- La dépréciation rapide des taux de change accentue les tensions qui pèsent sur les entreprises fortement endettées en devises et cela a provoqué de fortes sorties de capitaux dans plusieurs pays émergents. Cette situation pourrait accentuer les difficultés des pays émergents où les emprunts en devises et la part de la dette en monnaie locale détenue par des investisseurs étrangers ont augmenté.
- L'augmentation de la volatilité des principaux taux de change a été la plus forte depuis la crise financière mondiale. La diminution des liquidités sur les marchés des changes et les marchés obligataires, de même que l'évolution de la composition des investisseurs ont accentué les frictions dans les ajustements de portefeuille. Les tensions qui en résultent sur les marchés financiers mondiaux ont aggravé les risques de marché et de liquidité car les poussées soudaines de volatilité pourraient devenir plus courantes et plus intenses.

Les problèmes hérités des turbulences passées amplifient ces tensions, d'où une aggravation des risques pesant sur la stabilité financière.

La stabilité financière n'est pas fermement établie dans les pays avancés et les risques se sont intensifiés dans beaucoup de pays émergents

Dans beaucoup de pays avancés, les rendements obligataires à long terme se sont repliés en raison des craintes de désinflation et des perspectives de maintien des politiques monétaires accommodantes. Dans la zone euro, près d'un tiers des obligations souveraines à court et long terme présentent désormais des rendements négatifs, mais la persistance de faible taux d'intérêt mettra à rude épreuve un grand nombre d'établissements financiers. Les assureurs-vie européens de taille moyenne donnant des signes de faiblesse se heurtent à des risques graves et grandissants. Les tests de résistance réalisés par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles font apparaître que 24 % des assureurs risquent de ne pas pouvoir tenir leurs exigences de solvabilité dans un scénario de persistance des faibles taux d'intérêt. Le secteur compte un portefeuille de 4.400 milliards d'euros d'actifs dans l'Union européenne et présente une interconnexion forte et croissante avec le système financier dans son ensemble, d'où un risque de contagion.

L'endettement élevé du secteur privé continue de freiner la croissance et de compromettre la stabilité financière. Les politiques monétaires accommodantes des pays avancés ont contribué à réduire les ratios d'endettement en favorisant l'inflation et la croissance et en contribuant à l'appréciation des actifs. Cependant, d'après les hypothèses de croissance et d'inflation retenues dans le présent rapport, les niveaux d'endettement privé resteront élevés dans plusieurs pays avancés. Cette situation appelle une riposte complémentaire, afin de corriger les séquelles de la crise et de libérer le potentiel économique. En Espagne, en France, en Italie et au Portugal, la dette brute des entreprises devrait se maintenir aux alentours de 70 % du PIB, voire au-dessus, à l'horizon 2020, et la dette brute des ménages au Portugal et au Royaume-Uni devrait rester élevée par rapport à celle observée dans les autres pays avancés.

Il convient par ailleurs de signaler le risque évident de relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis. Deux scénarios sont envisageables pour la normalisation future de la politique monétaire dans ce pays : une sortie graduelle bien annoncée ou, en dépit de signaux clairs, un parcours accidenté avec une décompression plus rapide des primes de liquidité risquant de conduire à une augmentation accélérée des rendements et à une volatilité nettement plus forte. De fait, la compression des liquidités structurelles sur les marchés obligataires aux États-Unis et ailleurs a amplifié la réaction des prix des actifs aux chocs, d'où des risques de contagion plus élevés. Les progrès technologiques, le durcissement de la réglementation et l'évolution de la composition des investisseurs concourent à modifier la microstructure des marchés obligataires. Les épisodes d'illiquidité se transmettent désormais à d'autres catégories d'actifs et aux marchés émergents, comme cela a été observé sur le marché des bons du Trésor américains et sur les marchés des changes, dans ce dernier avec l'instabilité qui a suivi la suppression du taux plancher du franc suisse. Ces phénomènes mettent en évidence certaines des grandes vulnérabilités des marchés de capitaux et du système bancaire parallèle.

À l'heure où ils s'efforcent de corriger leurs propres difficultés internes, les pays émergents sont soumis à ces courants planétaires. Le repli des cours des produits de base et l'apaisement des tensions inflationnistes profitent certes à beaucoup de pays émergents, en leur accordant une marge de manœuvre monétaire pour combattre le ralentissement de la croissance. Toutefois, les pays exportateurs de pétrole ou d'autres matières premières accusant un endettement extérieur élevé se heurtent à des risques considérables. Si l'affermissement du dollar peut aider à renforcer la compétitivité des pays émergents de manière générale et, partant, à impulser leur croissance, les brusques variations des cours des matières premières et des taux de change de beaucoup de ces pays durant ces six derniers mois ont déjà eu de profondes répercussions sur la valeur de leurs entreprises. Beaucoup d'entre elles se sont lourdement endettées sur les marchés internationaux — l'appel à l'épargne en dollars s'étant substitué aux emprunts bancaires en monnaie nationale — et leur bilan pourrait en souffrir.

Par ailleurs, les retraits des secteurs saturés, les ajustements de la filière immobilière et le tassement des prix des actifs — notamment en Chine — pourraient avoir des retombées sur les marchés émergents de manière plus générale. L'impact que pourrait avoir sur la stabilité du système bancaire une détérioration brutale de la santé des entreprises dépend des positions d'endettement. En Chine, les engagements dans le secteur immobilier (hors crédits

hypothécaires) représentent près de 20 % du PIB, et les tensions financières des entreprises immobilières pourraient avec des répercussions internationales directes, compte tenu de l'augmentation sensible des émissions obligataires internationales depuis 2010. Dans 11 des 21 pays émergents examinés dans le présent rapport, plus de la moitié des prêts bancaires sont des prêts aux entreprises, d'où une plus grande vulnérabilité du secteur bancaire aux déboires des entreprises, notamment au Nigéria, au Pérou, en Turquie et en Ukraine.

Dans un scénario baissier, une poursuite rapide de l'appréciation du dollar, une montée soudaine des taux d'intérêt aux États-Unis et une aggravation des risques géopolitiques pourraient alourdir davantage les tensions sur les marchés des changes et les marchés des actifs des pays émergents. Après une période prolongée d'entrées de capitaux, les investisseurs étrangers pourraient se délester brutalement de leurs créances en monnaie locale et, par-là même, aggraver les turbulences et compromettre le refinancement. Les marchés semblent aussi manifester une certaine insouciance face aux risques géopolitiques et politiques. Comme le signale l'édition d'avril 2015 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les événements en Russie et en Ukraine, au Moyen-Orient et dans certaines régions d'Afrique pourraient attiser les tensions et perturber fortement le commerce mondial et les transactions financières. Les liens financiers directs entre la Russie et le reste du monde sont limités, mais les connexions indirectes avec les pays voisins pourraient aggraver les risques financiers. Le renforcement des dispositifs institutionnels dans la zone euro a atténué la menace de contagion de la situation grecque, mais il subsiste des risques et des vulnérabilités.

Plusieurs actions s'imposent pour affermir l'assise des politiques engagées et consolider la stabilité

Le présent rapport évalue les ripostes des banques centrales dans les pays avancés et émergents. Il ressort notamment de cette évaluation que, au-delà des politiques monétaires, d'autres mesures s'imposent pour bien affermir la sortie de la crise. Ces mesures doivent permettre d'en gérer les séquelles et faciliter une prise de risques économiques viable tout en maîtrisant les excès financiers sur les marchés mondiaux.

Pour tirer le meilleur parti de l'assouplissement quantitatif dans la **zone euro**, l'action de la banque centrale doit être complétée par des initiatives propres à assainir les bilans du secteur privé, dégager les circuits du crédit, renforcer les établissements non bancaires et promouvoir les réformes structurelles. De manière plus précise,

- Pour dégager les circuits du crédit il faut corriger le problème des créances improductives à la faveur d'une action résolue. Malgré la plus grande résilience des banques suite à l'Évaluation complète réalisée par la BCE et à la mise en place du Mécanisme de surveillance unique, la qualité des actifs continue de se détériorer, certes à un rythme plus lent, et les créances improductives dépassent maintenant 900 milliards d'euros. Il convient d'encourager les banques à mettre au point et à utiliser des capacités internes et externes spécialisées pour faire face au stock des actifs improductifs, gérer de manière active leur provisionnement et procéder à leur radiation. En outre un travail s'impose pour accroître l'efficacité des dispositifs juridiques régissant les faillites des entreprises et des individus. Sans mesures

correctives, la capacité de prêt des banques pourrait se limiter à un faible niveau de 1 à 3 % par an.

- Les problèmes des assureurs-vie doivent également être corrigés sans tarder. Les instances réglementaires doivent réévaluer la viabilité des produits garantis et aligner les garanties de rendement minimum offertes aux assurés sur les tendances séculaires des primes d'assurance. Les instances de réglementation et de supervision doivent agir rapidement pour atténuer les retombées négatives des problèmes que pourraient rencontrer certains assureurs. L'adoption d'un dispositif de protection plus harmonisé serait de nature à accroître la résilience du secteur.
- Il faut diversifier les sources de financement pour recourir moins aux banques et davantage aux marchés de capitaux. Bien que le recours aux marchés de capitaux ait augmenté, ceux-ci ne représentent qu'environ 36 % du système. En donnant plus de profondeur et d'envergure aux marchés de capitaux, l'accès à la finance serait plus aisé, notamment pour les entreprises plus petites, et les marchés financiers plus efficaces. Dans la zone euro, pour promouvoir le recours aux marchés de capitaux, il est nécessaire d'harmoniser le droit des sociétés, le gouvernement d'entreprise, les régimes d'insolvabilité et la fiscalité, conformément à la proposition d'union des marchés de capitaux formulée par la Commission européenne.

Au **Japon**, l'efficacité de l'assouplissement quantitatif est tributaire des politiques d'accompagnement. Il est essentiel de mettre résolument en œuvre les deuxième et troisième flèches (réformes budgétaires et structurelles). Si ces réformes ne sont pas complètement exécutées, le travail destiné à extirper l'économie de la déflation aura moins de chances de réussir. La Banque du Japon devrait envisager de renforcer les effets de rééquilibrage de portefeuille de ses achats d'actifs en augmentant la part des actifs privés dans les acquisitions et en ouvrant le programme aux obligations d'État à échéances plus longues, selon les besoins, de manière à atteindre la cible d'inflation de 2 %. Pour stimuler davantage le crédit bancaire au secteur privé, les autorités devraient élargir les mécanismes de prêt spéciaux, amorcer le marché de la titrisation pour les prêts aux PME et les crédits hypothécaires, et renforcer le provisionnement du capital risque, y compris en encourageant davantage les prêts basés sur les actifs et en levant les barrières à l'entrée et à la sortie pour les PME.

Aux **États-Unis**, l'impact de la dynamique des marchés mondiaux exige un dosage approprié des différentes politiques, en maintenant notamment une communication claire des initiatives de politique monétaire. L'ajustement des marchés aura plus de chances d'être graduel si les grandes variables économiques sont examinées et interprétées de manière approfondie, car la politique monétaire est désormais axée sur les données. Cela étant, les anticipations des marchés peuvent s'écarter des orientations de la Réserve fédérale, ce qui peut provoquer des tensions et accentuer les risques de marché et de liquidité.

Aux États-Unis et dans d'autres pays où le système financier non bancaire joue un rôle important, il conviendra de maîtriser les risques d'illiquidité et autres effets de débordement

en renforçant les structures des marchés afin de conforter la stabilité. Comme le note le chapitre 3, il importe de renforcer la supervision du secteur de la gestion des actifs, en améliorant la surveillance microprudentielle des risques et en adoptant une orientation macroprudentielle. Les politiques mises en œuvre doivent s’efforcer de corriger la discordance entre la liquidité promise aux détenteurs de parts de fonds de placement par conjoncture favorable et le coût de l’illiquidité lorsqu’il faut répondre aux demandes de rachat en période de tensions. Plusieurs initiatives peuvent contribuer à atteindre cet objectif en réduisant les incitations pouvant pousser les investisseurs à se délester massivement de leurs parts (en alignant les clauses de rachat sur la liquidité sous-jacente des actifs), en renforçant l’exactitude des valeurs nettes d’inventaire, en augmentant les volants de liquidité des fonds de placement, et en améliorant la liquidité et la transparence des marchés secondaires, notamment dans le cas des marchés obligataires à long terme. Des incitations doivent également être fournies aux intervenants sur les marchés des obligations souveraines et des changes pour entretenir la liquidité des marchés secondaires. Les autorités doivent passer en revue les coupe-circuit existants afin d’améliorer leur fonctionnement. Il importe de renforcer la gestion et la maîtrise des risques : les superviseurs doivent fournir des orientations coordonnées aux sociétés de courtage pour leur permettre d’établir des limites cohérentes et appropriées aux investisseurs. Les organes de réglementation et les autorités monétaires devraient examiner la corrélation entre les catégories d’actifs lorsqu’ils évaluent les risques systémiques sur les marchés financiers.

Les marchés émergents devraient s’efforcer d’amortir l’impact des vents contraires qui soufflent sur les marchés mondiaux et de préserver la résilience de leur système financier en renforçant la surveillance des secteurs vulnérables, notamment dans les domaines suivants :

- En Chine, la priorité globale doit être d’assurer une correction ordonnée des excès, en réduisant les poches du système bancaire parallèle présentant le plus de risques. Par ailleurs pour que l’inversion du levier financier se produise sans heurts, il faut mener de vastes politiques propices à un ralentissement progressif de la croissance du crédit et, le cas échéant, enclencher des mécanismes pour assurer une restructuration ordonnée de la dette des entreprises, voire la liquidation de celles qui ne sont pas viables.
- Dans les pays émergents de manière générale, vu la grande part de dette libellée en devises, les mesures microprudentielles et macroprudentielles ont un grand rôle à jouer pour limiter les risques découlant des chocs. Les organes de réglementation doivent réaliser des tests de résistance bancaire tenant compte des risques liés aux marchés des change et des matières premières, et suivre de plus près et de manière plus régulière le levier financier des entreprises et leurs engagements en devises, y compris les positions en produits dérivés.
- Pour assurer le bon fonctionnement des marchés, les autorités doivent se préparer aux chutes de liquidité sur les marchés obligataires en monnaie nationale. Les pays pourraient éventuellement utiliser les soldes de trésorerie en cas de besoin ou réduire l’offre d’obligations à long terme pour contribuer à maîtriser tout creusement des

écarts de taux. Les contrats de swap bilatéraux et multilatéraux permettent de fournir des financements en devises en périodes difficiles et, partant, peuvent contribuer à doper la confiance et à réduire les excès de volatilité sur les marchés des changes. Les ressources multilatérales, comme les mécanismes du FMI, peuvent aussi accorder une marge de manœuvre supplémentaire.

Les réformes de la réglementation financière à l'échelle internationale ont renforcé les dispositifs de réglementation et elles contribuent à rendre les établissements et le système financier mondial plus robustes. Les organismes internationaux de normalisation et les instances nationales de réglementation doivent désormais donner plus de clarté aux normes — et donc plus de certitude aux banques adaptant leur modèle de fonctionnement — en apportant la dernière main au calibrage des exigences récemment établies, dont le ratio de levier, le ratio de liquidité à long terme (NSFR) et les exigences de fonds propres pour parer aux pertes (TLAC). Il est en outre impératif de mettre rapidement en place une réglementation qui permette de transformer le secteur bancaire parallèle en pourvoyeur stable de financement par le biais des marchés.

Par ailleurs, il importe de renforcer les politiques microprudentielles et macroprudentielles applicables aux établissements non bancaires. Il pourrait être nécessaire de réévaluer les dispositifs réglementaires existants pour permettre aux autorités de mieux appréhender les poches du secteur financier recevant une réglementation moins rapprochée et pouvant perturber le système bancaire et l'économie de manière plus générale, et d'agir éventuellement face aux vulnérabilités détectées.

L'évolution des modèles bancaires internationaux réduit les risques pour les systèmes financiers des pays d'accueil

Sous un jour plus positif, le chapitre 2, relatif à l'évolution des activités bancaires depuis la crise financière mondiale, constate que les changements qui se sont produits vont vraisemblablement donner plus de stabilité aux crédits bancaires dans les pays d'accueil. Il constate en outre qu'une plus grande coopération internationale s'impose pour faire face aux chocs régionaux ou mondiaux et tirer le meilleur parti des activités bancaires transfrontalières tout en en atténuant les risques.

Les banques internationales, et notamment les établissements européens, ont réduit leurs crédits transfrontaliers, tandis que les crédits locaux consentis par les succursales ou filiales de banques étrangères ont maintenu leur dynamique. Les banques locales ou régionales sont intervenues pour compenser, au moins partiellement, la diminution des engagements des banques de la zone euro dans certaines régions. De ce fait, les liens intra-régionaux se sont renforcés, notamment en Asie. Les changements de réglementation et la fragilité des bilans bancaires ont, par le passé, fortement contribué à la réduction des crédits transfrontaliers et les politiques monétaires accommodantes ont sans doute ralenti ce repli.

Le basculement relatif des crédits transfrontaliers aux crédits locaux d'établissements affiliés est de nature à améliorer la stabilité financière dans les pays d'accueil. Les flux de crédits transfrontaliers sont plus sensibles aux chocs mondiaux que les prêts locaux et les flux internationaux d'investissement de portefeuille. Ils tendent par ailleurs à amplifier les effets

des chocs intérieurs sur le crédit. En revanche, le crédit des filiales étrangères est plus résilient que celui des banques nationales en période de crise intérieure lorsque la maison mère est bien capitalisée et qu'elle dépend moins des sources de financement hors dépôts. Cependant, les restrictions au crédit transfrontalier peuvent remettre en question certains autres avantages qui sortent du cadre de la présente étude.

La supervision des gestionnaires d'actifs doit être à la mesure des risques qu'ils présentent pour le système financier

Le chapitre 3 signale que le secteur de la gestion des actifs doit renforcer son dispositif de supervision dans deux grands domaines : amélioration de la surveillance microprudentielle des risques et adoption d'une orientation macroprudentielle. Les sociétés de gestion d'actifs peuvent fournir des crédits à l'économie réelle, même lorsque les banques sont en difficultés, et du point de vue de la stabilité financière elles présentent certains avantages par rapport aux banques. Cependant, la croissance du secteur et les transformations structurelles des systèmes financiers ont accentué les craintes au regard de la stabilité. Si les risques émanant des fonds du marché monétaire et des fonds de couverture à effet de levier sont déjà largement connus, les avis sont partagés quant aux produits de placement «classiques» à moindre effet de levier.

Même les produits «classiques» peuvent présenter des risques pour la stabilité financière, lesquels peuvent être transmis par deux types de mécanismes : 1) les problèmes d'incitation entre investisseurs et gestionnaires de portefeuille (pouvant, entre autres choses, pousser au mimétisme), et 2) les risques de ruée en présence d'asymétries de liquidité. Les analyses empiriques mettent en évidence beaucoup de ces mécanismes, encore que leur importance varie d'un marché à l'autre. Sans trancher définitivement la question de savoir s'il conviendrait de considérer certaines sociétés de gestion d'actifs comme présentant une importance systémique, l'analyse signale que la vocation de placement d'un fonds est relativement plus importante que sa taille au regard de la contribution au risque systémique.

Il ressort de ces constats que les instances de réglementation boursière devraient passer à un mode de supervision plus volontariste, s'appuyant sur les normes internationales en la matière et des statistiques et indicateurs de risques améliorés. Il convient de réexaminer le rôle et l'efficacité des outils de gestion des risques existants, y compris les exigences de liquidité, les commissions et les règles de détermination des prix des parts, en tenant compte de la contribution du secteur au risque systémique et de la diversité des produits.