

RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE - AVRIL 2016

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

13 avril 2016

Les risques qui pèsent sur la stabilité financière mondiale se sont intensifiés depuis l'édition d'octobre 2015 du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*. Dans les pays avancés, les perspectives se sont détériorées en raison d'une montée des incertitudes et des revers essuyés sur le plan de la croissance et de la confiance. À ces tensions se sont ajoutées les perturbations qu'ont connues les marchés des actifs. Le repli des cours du pétrole et des autres matières premières a entretenu un niveau élevé de risques dans les pays émergents, tandis que l'incertitude grandissante à l'égard de la transition de la croissance chinoise a propagé ses effets à l'ensemble des marchés mondiaux. Cette conjoncture a provoqué un durcissement des conditions financières, réduit l'appétit pour le risque, aggravé les risques de crédit et enrayé la correction des bilans au détriment de la stabilité financière.

Lors des turbulences de janvier et février, les prix se sont effondrés sur de nombreux marchés, poussant les valeurs des actifs en dessous des niveaux compatibles avec des fondamentaux macroéconomiques révélateurs d'un redressement lent mais constant de la trajectoire de croissance (voir l'édition d'avril 2016 des *Perspectives de l'économie mondiale*). Le regain de volatilité des marchés et d'aversion pour le risque a sans doute été le signe d'une montée des risques économiques, financiers et politiques et d'une perte de confiance dans les politiques mises en œuvre. Le redressement des prix des actifs depuis février a permis de récupérer [une grande partie] de ces pertes et de réduire la volatilité. Les marchés ont bien accueilli la remontée des cours du pétrole et des matières premières, l'embellie des données sur l'économie américaine et les mesures d'accompagnement des banques centrales. Mais les turbulences ont eu pour effet net de secouer la confiance, ce qui a porté atteinte à la stabilité financière.

Le présent rapport aboutit à la conclusion que des mesures additionnelles s'imposent pour parvenir à une action plus puissante et équilibrée capable d'améliorer les perspectives de croissance et d'inflation et d'assurer la stabilité financière. Sans ces mesures, les turbulences risquent de s'emparer de nouveau des marchés. Dans cette conjoncture, la montée des primes de risque pourrait durcir davantage les conditions financières et créer un cercle vicieux de crise de confiance, d'affaiblissement de la croissance, de repli de l'inflation et d'alourdissement de la dette. Les perturbations des marchés mondiaux des actifs pourraient accroître le risque d'un ralentissement plus grave et persistant marqué par une stagnation économique et financière. Dans un contexte de stagnation financière les établissements financiers chargés de drainer les capitaux et de mobiliser l'épargne

pourraient se heurter à des contraintes bilancielle persistantes. La solidité financière pourrait être érodée au point de compromettre la croissance économique et la stabilité financière à moyen terme. Dans ce type de situation la production mondiale pourrait chuter de 3,9 % par rapport au scénario de référence d'ici 2021.

Les dirigeants doivent mettre à profit le redressement économique actuel et ouvrir des perspectives plus solides de croissance et de stabilité financière en s'attaquant à un triple défi mondial : les séquelles de la crise dans les pays avancés, l'aggravation des vulnérabilités dans les pays émergents et la montée des risques de liquidité sur les marchés d'importance systémique. Les progrès sur cette voie permettront d'avancer de manière résolue vers un système financier solide et sain et vers une reprise durable. Dans ce type de situation, la production mondiale pourrait gagner 1,7 % par rapport au scénario de référence d'ici 2018.

Les pays avancés doivent s'attaquer aux séquelles de la crise. Durant ces dernières années les banques de ces pays ont gagné en sécurité, elles ont renforcé leurs fonds propres et leurs marges de liquidités et elles ont progressé dans la correction de leurs bilans. En dépit de ces avancées, elles ont subi les tensions des marchés au début de l'année, conséquences des doutes quant à la rentabilité de leurs modèles de gestion dans une conjoncture économique faible. Près de 15 % des banques des pays avancés (en termes d'actifs) risqueraient d'avoir de sérieuses difficultés à préserver leur rentabilité sans réformes. Dans la zone euro, les tensions des marchés ont également mis en évidence des séquelles présentes de longue date, signe qu'une solution plus globale des problèmes bancaires européens ne saurait être davantage différée. Il est urgent de s'attaquer au niveau élevé des créances improductives en mettant en œuvre une stratégie globale et, à terme, il faudra gérer l'excédent de capacité du système bancaire de la zone euro. Aux États-Unis, les marchés hypothécaires, qui étaient à l'épicentre de la crise de 2008–09, continuent de bénéficier d'un considérable appui des pouvoirs publics. Les autorités devraient redoubler d'efforts pour réduire le rôle dominant de Fannie Mae et de Freddie Mac et poursuivre le travail de réforme de ces institutions.

Le chapitre 3 montre que dans les pays avancés, la contribution du secteur des assurances — et en particulier de l'assurance-vie — au risque systémique s'est accrue, sans toutefois atteindre le niveau de celle du secteur bancaire. Cette augmentation s'explique en grande partie par l'accroissement des expositions communes au risque global, lui-même partiellement imputable à une sensibilité grandissante des assureurs au taux d'intérêt, et en partie par de plus fortes corrélations entre catégories d'actifs. Ainsi, dans l'éventualité d'un choc négatif, les assureurs risquent de ne pas pouvoir jouer leur rôle d'intermédiaires financiers au moment même où d'autres secteurs du système financier peinent à le faire.

Il ressort de ces conclusions que les instances de supervision et de réglementation devraient adopter une approche plus macroprudentielle à l'égard du secteur des

assurances. Les mesures envisageables pourraient inclure des tests de résistance macroprudentiels classiques ou l'adoption de marges de fonds propres anticycliques. Plusieurs mesures peuvent contribuer à compléter le renforcement des politiques macroprudentielles, notamment l'adoption à l'échelle internationale de normes de fonds propres et de transparence pour le secteur. Enfin, le comportement spécifique des compagnies d'assurances plus petites et plus faibles devrait faire l'objet d'une attention accrue de la part des superviseurs.

Les pays émergents doivent renforcer leur résilience face aux vents contraires qui soufflent à l'échelle mondiale. Les pays émergents se heurtent aux problèmes issus de l'effet conjugué du ralentissement de la croissance, du repli des cours des matières premières et du durcissement des conditions de crédit, sur fond de volatilité accrue des flux de portefeuille. Cette combinaison de facteurs entretient un niveau élevé de risques économiques et financiers. Jusqu'à présent, beaucoup de pays ont fait preuve d'une remarquable résilience face à cette conjoncture intérieure et extérieure délicate, les dirigeants ayant judicieusement mis à profit les marges de manœuvre disponibles dans un cadre d'action renforcé.

Les sociétés du secteur des matières premières ont entrepris de réduire sensiblement leurs dépenses d'investissement à l'heure où le niveau élevé de l'endettement privé aggrave les risques pour le crédit et pour les banques. Les pays exportateurs de matières premières, notamment au Moyen-Orient et dans le Caucase, sont particulièrement exposés à des tensions qui pèsent sur l'ensemble de l'économie réelle et du secteur financier. Le lien entre les entreprises publiques et les États s'est intensifié et pourrait aggraver les risques budgétaires et financiers dans les pays aux prises avec des tensions en matière de remboursement. De manière plus générale, la dette des entreprises non financières qui présentent une moindre capacité de remboursement a augmenté à 650 milliards de dollars, soit 12 % du total de la dette des entreprises cotées en bourse examinées dans le présent rapport. Les marges de fonds propres des banques sont suffisantes de manière générale, mais elles seront vraisemblablement mises à rude épreuve par un affaiblissement du produit bancaire et le repli du cycle du crédit.

En règle générale, les pays émergents disposent des outils pour accroître leur résilience et contrer les effets du repli des cours des matières premières et du ralentissement de la croissance et des flux de capitaux. Ils devraient continuer d'utiliser, le cas échéant, leurs marges de manœuvre et champs d'action pour lisser les ajustements et renforcer les bilans souverains et bancaires. Entre autres instruments, ils peuvent faire appel aux marges de manœuvre extérieures, à la politique budgétaire et monétaire, aux dispositifs macroprudentiels et aux cadres de supervision. Les pays disposant de marges de manœuvre insuffisantes et dont le champ d'action est limité devraient intervenir sans tarder en ajustant leurs politiques

macroéconomiques pour corriger leurs vulnérabilités, y compris en faisant appel à des concours extérieurs.

Le rééquilibrage de l'économie chinoise s'affermi. La Chine a enregistré de remarquables progrès dans le rééquilibrage de son économie vers de nouvelles sources de croissance et dans la correction de certains risques liés au secteur financier. En outre, une réglementation plus rigoureuse des activités de banque parallèle a contribué à accroître l'importance des prêts bancaires et des émissions obligataires dans la composition des financements. Toutefois, le rééquilibrage de l'économie chinoise est intrinsèquement complexe, et les autorités doivent s'engager de toute urgence en faveur d'un programme d'action plus ambitieux et plus vaste afin de pouvoir anticiper les vulnérabilités grandissantes. Le ralentissement de la croissance a amoindri la santé du secteur des entreprises, et les pertes de rentabilité compromettent la capacité de service de la dette des entreprises qui détiennent environ 14 % de la dette des sociétés cotées en bourse, ce qui accentue les tensions bilantielles dans l'ensemble du système. Un plan global destiné à corriger le problème du surendettement des entreprises aiderait dans la mise en œuvre d'un processus soutenu d'inversion du levier financier. Ce processus devrait aller de pair avec un renforcement des banques et des dispositifs de protection sociale, notamment pour les travailleurs déplacés dans les secteurs en surcapacité. Un vaste programme de restructuration devrait être rapidement élaboré pour faire face aux actifs compromis et renforcer les établissements bancaires; il devra s'accompagner d'un solide dispositif juridique et institutionnel pour faciliter les processus de faillite et de renégociation de la dette.

Le chapitre 2 constate que la transmission des chocs subis par les pays émergents aux cours boursiers et aux taux de change s'est nettement intensifiée et elle explique désormais plus d'un tiers de la variation des rendements des actifs. Cela souligne que pour évaluer la conjoncture macrofinancière il importe que les gouvernants des pays avancés et des pays émergents tiennent compte de plus en plus de l'évolution de la situation économique des pays émergents et des politiques qu'ils mettent en œuvre. L'intégration financière, plus que la taille de l'économie et l'intégration commerciale, est déterminante dans le rôle que jouent les pays émergents comme récepteurs ou émetteurs de retombées financières. Le niveau d'intégration explique pourquoi, par exemple, les effets de contagion purement financiers provenant de Chine continuent d'être moins importants même si l'impact des chocs de la croissance chinoise revêtent une importance grandissante pour les rendements boursiers, tant dans les pays émergents que dans les pays avancés. Étant donné que le rôle de la Chine au sein du système financier mondial continue de croître, il sera d'autant plus important que le pays communique de manière claire et rapide ses décisions de politique économique et qu'il présente avec transparence ses objectifs et ses stratégies. Vu l'importance manifeste du levier financier des entreprises et des flux des fonds communs de placement dans l'amplification de la transmission des

chocs, il sera vital d'adapter la surveillance et les politiques macroprudentielles pour contenir les risques systémiques issus de ces mécanismes.

Il importe de renforcer la résilience de la liquidité des marchés. Comme le signalaient de précédents rapports, une démarche globale s'impose pour réduire les risques de ruées sur les fonds communs de placement et renforcer la fourniture de services de liquidités, afin d'éviter les risques d'amplification des chocs sur les marchés.

Les enjeux sont considérables. Tout d'abord, il faut éviter que ne s'aggravent les risques d'affaiblissement de la croissance et d'instabilité. Ensuite, il importe de renforcer la croissance et d'asseoir la stabilité financière *par-delà ce que prévoit le scénario de référence*. Des initiatives ambitieuses s'imposent, qui passent notamment par des trains de mesures plus puissants et plus équilibrés faisant intervenir entre autre des réformes financières plus vigoureuses et le maintien d'une politique monétaire accommodante. Un degré de confiance accru dans les politiques mises en œuvre contribuera à réduire les vulnérabilités, à dissiper les incertitudes et à enclencher un cercle vertueux entre les marchés financiers et l'économie réelle.