

Rapport sur la stabilité financière dans le monde

Prise de risques, liquidité et banque parallèle : maîtriser les excès et promouvoir la croissance
Octobre 2014

Résumé analytique

Six ans après le début de la crise, la reprise économique mondiale reste tributaire des politiques monétaires accommodantes engagées dans les pays avancés pour accompagner la demande, encourager l'investissement des entreprises et faciliter l'assainissement des bilans. L'assouplissement monétaire demeure essentiel pour appuyer l'économie, en encourageant la *prise de risques économiques* dans les pays avancés, sous la forme d'une plus grande consommation réelle des ménages et d'une plus grande propension des entreprises à investir et à embaucher. Toutefois, la persistance d'une politique monétaire accommodante peut également inciter à une *prise de risques financiers* excessive, sous la forme d'une pondération accrue d'actifs plus risqués dans les portefeuilles et d'une tendance à accroître le levier financier. Les responsables de la politique monétaire doivent donc parvenir à concilier les avantages économiques de l'assouplissement et les risques qu'il présente pour la stabilité financière. Le présent rapport constate que les avantages économiques deviennent certes plus manifestes dans certains pays, mais que les risques de marché et de liquidité se sont accrus et pourraient compromettre la stabilité financière si rien n'est fait pour les maîtriser. La meilleure façon de sauvegarder la stabilité financière et d'équilibrer les risques économiques et financiers consiste à adopter des politiques propres à renforcer la transmission de la politique monétaire vers l'économie réelle — et partant à promouvoir la prise de risques économiques — et des mesures macroprudentielles bien conçues capables de maîtriser les excès financiers.

La prise de risques économiques avance mais de manière inégale

Selon l'édition d'octobre 2014 des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM), la reprise mondiale devrait connaître une modeste accélération cette année puis en 2015, grâce aux politiques monétaires accommodantes des pays avancés et à une modération du frein exercé par le durcissement des politiques budgétaires. Cependant, à l'échelle mondiale la croissance n'est toujours pas robuste et les risques baissiers se sont accentués. La confiance des entreprises et des ménages demeure fragile dans beaucoup de régions, en raison des incertitudes liées à la reprise de la demande privée et des craintes suscitées par l'assainissement inachevé des bilans des banques et des entreprises. Cette crise de confiance continue de peser sur la prise de risques économiques, et les entreprises des pays avancés rechignent à accroître leurs dépenses d'équipement, malgré une croissance raisonnable des bénéfices et le faible niveau des taux d'intérêt. L'effet conjugué de la politique monétaire et de l'assainissement des bilans contribue désormais à accroître la prise de risques économiques et à améliorer les possibilités de dépenses d'équipement. Les perspectives sont toutefois inégales en raison d'un certain nombre de contraintes.

La situation est plus favorable aux États-Unis, où l'investissement en capital fixe des entreprises a rebondi, même si à un rythme plus lent que lors de précédentes reprises.

L'utilisation des capacités revient aux niveaux d'avant-crise et les banques relâchent leurs normes de crédit, à l'heure où les entreprises privilégient l'investissement au rachat d'actions. En revanche, dans la zone euro, l'investissement dans le capital fixe est toujours faible. L'utilisation des capacités reste inférieure aux niveaux d'avant-crise, les banques n'ont cessé de durcir leurs conditions de prêt aux entreprises que récemment, et les incertitudes qui entourent la politique économique restent élevées. Plusieurs pays émergents connaissent un ralentissement de la croissance des exportations et de l'expansion du crédit. Dans ces pays, les dépenses en capital des grandes entreprises non financières ont enregistré un tassement généralisé en 2013.

Selon les projections des PEM, le rebond de la croissance globale devrait être le plus fort aux États-Unis, tandis que dans la zone euro les freins sur la reprise ne se relâcheront que lentement et au Japon la croissance restera modeste. S'agissant des pays émergents, les possibilités d'un accompagnement macroéconomique de la croissance varient d'un pays et d'une région à l'autre, mais la marge de manœuvre demeure limitée dans plusieurs pays qui affichent des vulnérabilités extérieures.

La persistance de faibles taux d'intérêt continue d'accroître les risques pour la stabilité financière mondiale

Les politiques accommodantes destinées à accompagner la reprise et à promouvoir les risques économiques ont contribué à une plus grande prise de risques financiers. Il s'en est suivi une appréciation des prix des actifs, une compression des écarts et une faible volatilité sans précédent, dont le niveau, dans beaucoup de régions, s'écartait des fondamentaux. Ces phénomènes ont cela de curieux qu'ils se sont produits simultanément dans les grandes catégories d'actifs et dans les différents pays, d'une manière jusque-là jamais vue.

Les marchés de capitaux ont renforcé leur rôle de pourvoyeurs de crédit depuis la crise, faisant ainsi basculer les centres de risque sur le système bancaire parallèle. La part des instruments de crédit détenue par les fonds de placement a doublé depuis 2007 et représente désormais 27 % de la dette à haut rendement à l'échelle mondiale. Par ailleurs, le secteur de la gestion de fonds est devenu de plus en plus concentré. Les 10 sociétés les plus importantes à l'échelle mondiale gèrent aujourd'hui plus de 19.000 milliards d'actifs. La concentration des actifs, l'augmentation des positions et des valorisations de portefeuilles, la fébrilité des investisseurs et la vulnérabilité des structures de liquidité ont pour effet conjugué d'intensifier la sensibilité des principaux marchés du crédit, d'où une poussée des risques de marché et de liquidité.

Les pays émergents sont plus vulnérables aux chocs provenant des pays avancés, car ils absorbent désormais une part beaucoup plus grande de leurs investissements de portefeuille. Le renforcement de ces liens explique la plus grande synchronisation des mouvements des prix des actifs et des volatilités.

Ces changements structurels des marchés du crédit et la normalisation attendue de la politique monétaire aux États-Unis ont intensifié les risques de marché et de liquidité; si rien n'était fait pour les maîtriser, cela pourrait nuire à la stabilité financière. Cette sensibilité

accrue des marchés du crédit pourrait rendre la normalisation plus volatile et compromettre la capacité du système financier à accompagner la reprise.

Pour illustrer les risques qui pèsent sur les marchés du crédit, le présent rapport examine l'impact d'un ajustement rapide des marchés qui ramènerait les primes d'échéance sur les marchés obligataires aux normes historiques (augmentation de 100 points de base) et entraînerait une normalisation des primes de risque de crédit (ajustement des risques de crédit de 100 points de base). Ce choc pourrait réduire la valeur de marché des portefeuilles obligataires mondiaux de plus de 8 %, soit de plus de 3.800 milliards de dollars. Si des pertes d'une telle ampleur se matérialisaient dans le court terme, les ajustements de portefeuille et les turbulences qui s'en suivraient pourraient gravement perturber les marchés mondiaux.

Gérer les risques liés à la refonte des modèles économiques bancaires pour mieux accompagner la prise de risques économiques

La tâche principale consiste à lever les obstacles à la prise de risques économiques et à renforcer la transmission du crédit à l'économie réelle. Les banques ont considérablement évolué depuis la crise financière mondiale. Le processus d'ajustement s'est fait par étapes. La première s'est centrée sur les mesures de stabilisation d'urgence. Durant la deuxième étape, les banques se sont efforcées de s'adapter à des nouvelles réalités commerciales et réglementaires. Depuis le début de la crise, les banques disposent de beaucoup plus de fonds propres et elles ont accéléré l'assainissement de leur bilan. Les progrès ont toutefois été inégaux et beaucoup d'établissements doivent redoubler d'efforts pour parvenir à un modèle économique viable.

À l'heure actuelle, le faible niveau de rentabilité fait craindre que certaines banques ne soient pas en mesure de constituer et de maintenir des marges de fonds propres ni de répondre à la demande de crédit. Pour avoir une idée de la taille et de l'ampleur du défi, il suffit de noter que 80 % des actifs des plus grands établissements présentent un rendement sur fonds propres qui ne suffit pas à couvrir la rémunération exigée par les actionnaires. Ces banques abordent une troisième étape, durant laquelle elles devront modifier plus en profondeur leur modèle économique. Elles devront notamment revoir les prix pratiqués sur certaines activités, redéployer les fonds propres entre divers métiers et procéder à des restructurations, voire des retraits purs et simples.

À partir d'un échantillon de 300 banques de pays avancés, le présent rapport constate que beaucoup d'entre elles ont la capacité potentielle de fournir du crédit, mais plusieurs établissements, notamment dans la zone euro, devraient modifier sensiblement leurs prix pour pouvoir dégager d'importants bénéfices et reconstituer leur marge de fonds propres. Ce changement de prix risque de ne pas être faisable, notamment s'il est fait de manière ponctuelle, sans que les autres participants en fassent de même. Cela pourrait limiter la capacité des banques à répondre à la demande de crédit, notamment dans les pays où la reprise du crédit est la plus nécessaire, et freiner la reprise économique.

Renforcer la transmission du crédit signifie, en partie, encourager la sortie rapide et ordonnée des établissements qui ne sont pas viables. Cela contribuerait à atténuer les tensions de la concurrence dans un contexte de capacité excédentaire et permettrait aux banques viables de

créer et d'entretenir des marges de fonds propres et de répondre à la demande de crédit. Les organismes de réglementation peuvent aider dans ce processus en encourageant les banques à renoncer aux pratiques anciennes de subventions croisées entre produits, et à adopter des modèles économiques plus souples et plus transparents où les prix obéissent davantage aux risques et aux exigences réglementaires.

Un meilleur accès au financement par le jeu du marché, notamment par une titrisation plus sûre, contribuera à faciliter le mécanisme de transmission du crédit, notamment en Europe. Cela prendra un certain temps, notamment dans les systèmes financiers qui se sont traditionnellement appuyés sur le crédit bancaire. Pour lever les obstacles à la participation des acteurs non bancaires à l'offre de crédit il faudra mettre en place des dispositifs réglementaires solides. Comme le signale le chapitre 2, les autorités devront suivre de près les risques qui pourraient apparaître à mesure que le système financier évoluera durant les années à venir — certaines activités basculant vers le secteur non bancaire — et veiller à les gérer et à les atténuer efficacement.

Mieux concilier les prises de risques économiques et financiers grâce à des politiques destinées à préserver la stabilité financière

La politique monétaire doit continuer d'obéir à la mission qu'ont les banques centrales de préserver la stabilité des prix et, le cas échéant, la stabilité de la production, tandis que les politiques macroprudentielles doivent, elles, constituer la première ligne de défense contre les excès financiers pouvant menacer la stabilité. Pour que la politique monétaire soit mieux à même d'opérer les arbitrages nécessaires et pour maîtriser les risques pesant sur la stabilité financière signalés dans le présent rapport, il faudra déployer judicieusement tout un arsenal d'outils micro et macroprudentiels. Ces instruments éviteront d'avoir à relever les taux d'intérêt avant que l'économie n'en ait besoin. Ils renforceront en outre la résilience des établissements d'importance systémique, contribueront à maîtriser la dynamique procyclique du crédit et des prix des actifs, et atténueront les conséquences d'une compression des liquidités lorsque la volatilité sera de retour.

Les mesures macroprudentielles se déclinent en trois temps. Premièrement, les autorités doivent disposer des données nécessaires pour *surveiller* l'accumulation de risques pesant sur la stabilité financière. Deuxièmement, elles doivent *se préparer* et veiller à être habilitées par la loi et avoir la capacité d'analyse leur permettant d'utiliser, le cas échéant, les outils de politique macroprudentielle. Cela est particulièrement important dans le secteur non bancaire, où le dispositif réglementaire n'a pas été entièrement déployé et doit être étendu pour faire face à de nouveaux risques. Troisièmement, les autorités doivent avoir pour mission explicite d'*agir* lorsque cela est nécessaire et — ce qui est tout aussi important — avoir le courage d'agir, même lorsque les mesures provoquent un profond mécontentement. Il importe également d'expliquer de façon convaincante et équilibrée les mesures mises en place. Le risque de liquidité qui découle de la discordance entre la liquidité promise aux actionnaires des fonds de placement en conjoncture favorable et le coût de l'illiquidité face aux demandes de rachat en conjoncture défavorable, préoccupe au premier chef. Les politiques destinées à corriger cette discordance doivent supprimer les incitations à une ruée

des actionnaires — en alignant les conditions de rachat sur la liquidité sous-jacente des actifs —, accroître l’exactitude des valeurs liquidatives, renforcer la trésorerie des fonds de placement, et améliorer la liquidité et la transparence des marchés secondaires, notamment dans le cas des instruments de dette à plus long terme. Les frais de rachat qui profitent aux actionnaires stables sont une option; cependant il n’est pas facile de les quantifier et, dans la mesure du possible, ils ne devraient pas varier dans le temps, au risque d’encourager la fuite d’actifs. Dans le même ordre d’idées, si les limites aux rachats semblent résoudre certains problèmes d’incitation, elles risquent toutefois de les accélérer purement et simplement si les actionnaires les prévoient, et elles peuvent avoir des effets de contagion.

Les autorités doivent également étudier des mesures d’urgence au cas où l’illiquidité des marchés risquerait d’avoir des effets de contagion. Dans les pays avancés, les lignes de swap bilatéral et multilatéral pourraient réduire les surcroûts de volatilité en assurant, en présence de tensions, l’accès à un financement en devises. S’agissant des pays émergents, en cas d’importantes sorties de capitaux, certains devront sans doute veiller au fonctionnement ordonné des marchés. Plusieurs mesures seront alors envisageables, dont l’utilisation de la liquidité, la réduction de l’offre de dette à long terme ou l’organisation d’adjudications d’échange pour réduire provisoirement l’offre dans l’extrémité longue de la courbe de taux. Outre les dispositifs bilatéraux ou multilatéraux de lignes de swap pour accéder aux financements en devises en périodes de tension, les ressources multilatérales, telles que les facilités du FMI, pourraient fournir des marges complémentaires. La résilience des pays émergents passe par un examen plus poussé des vulnérabilités intérieures, y compris les pratiques déficientes de provisionnement bancaire et l’existence de marges insuffisantes pour absorber les pertes observées, dans certains pays comme l’ont signalé de précédentes éditions du rapport.

Enfin, une réforme structurelle résolue s’impose sur les marchés des produits et du travail, afin d’accroître le rendement des investissements et de rendre la reprise plus durable.

Croissance, risques, et ripostes réglementaires à la banque parallèle dans le monde

Le chapitre 2 signale que dans les pays avancés la banque parallèle, selon une définition très stricte, stagnerait, tandis que d’après une définition plus large (qui comprend les fonds de placement) elle n’aurait cessé de croître depuis la crise financière mondiale. Dans les pays émergents, la croissance de la banque parallèle continue de dépasser celle du système bancaire classique.

La banque parallèle varie considérablement d’un pays à l’autre et au sein d’un même pays, mais il ressort des résultats empiriques que certains des déterminants de sa croissance sont communs à toutes ses formes : un durcissement de la réglementation bancaire, une abondance de liquidités et la demande des investisseurs institutionnels. Autrement dit, la conjoncture qui prévaut actuellement dans les pays avancés demeure propice à la croissance de la banque parallèle, et notamment à la migration du crédit aux entreprises des banques classiques au secteur non bancaire. Par manque de données, il est difficile d’effectuer une évaluation exhaustive, mais aux États-Unis la banque parallèle semble poser plus de risques pour la stabilité financière intérieure que dans la zone euro ou au Royaume-Uni.

Il convient d'élargir le périmètre de la réglementation et de la supervision, afin de pouvoir viser les activités et les établissements bancaires parallèles, et d'insister davantage sur le risque systémique. La disponibilité de meilleures données sur la banque parallèle est déterminante à cet égard.

Prise de risque, gouvernance et rémunérations dans le secteur bancaire

Le chapitre 3 examine d'un point de vue empirique la relation entre la prise de risques bancaires et la structure d'actionnariat, la gouvernance et la rémunération des cadres. Les résultats font apparaître que les banques ayant des administrateurs indépendants de la direction tendent à prendre moins de risques, au même titre que les banques dont le conseil d'administration a un comité de gestion des risques et celles qui comptent de gros investisseurs institutionnels parmi leurs actionnaires.

Le niveau de rémunération des cadres bancaires ne présente pas de relation systématique avec la prise de risques, mais les rémunérations qui comprennent des incitations à long terme vont de pair avec une moindre prise de risques. Il n'est pas surprenant de constater que les périodes de fortes tensions financières altèrent certains de ces effets, car les incitations changent lorsqu'une banque est menacée par la faillite. De manière plus précise, les données montrent que lorsque les banques sont faibles, les actionnaires (qui sont protégés par une responsabilité limitée) ont tout avantage à courir de gros risques aux dépens des créanciers — qui au demeurant misent sur un sauvetage — et de la société dans son ensemble.

Ces constats militent en faveur de l'adoption de mesures, dont certaines ont déjà été débattues mais n'ont pas été empiriquement validées. On citera une rémunération des cadres bancaires qui soit davantage sensible aux risques (y compris aux risques courus par les créanciers), le report d'une part de la rémunération, et des clauses de restitution de montants reçus. Les conseils d'administration bancaires devraient être plus indépendants de la direction et ils devraient établir des comités de gestion des risques. En outre, les instances de supervision devraient veiller à ce que les conseils d'administration exercent une surveillance effective de la prise de risque. Les possibles avantages (et les éventuels effets pervers) de l'inclusion d'une représentation des créanciers au sein des conseils d'administration devraient être examinés. Enfin, la transparence est déterminante pour la responsabilisation et pour une discipline de marché effective.