

POINTS DE PRESSE POUR LE CHAPITRE 2 :

INVESTISSEURS À LONG TERME ET ALLOCATION D'ACTIFS : ÉTAT DES LIEUX

Rapport sur la stabilité financière dans le monde, septembre 2011

Préparé par S. Erik Oppers (chef d'équipe), Ruchir Agarwal, Serkan Arslanalp, Ken Chikada, Pascal Farahmand, Gregorio Impavido, Peter Lindner, Yinqiu Lu, Tao Sun et Han van der Hoorn

Principaux points

- Les stratégies d'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels privés et officiels ont évolué depuis la crise. Il importe notamment de souligner que ces investisseurs accordent une plus grande attention aux risques, y compris de liquidité et de crédit souverain.
- Jusqu'à présent, dans une conjoncture de faibles taux d'intérêt, la plupart des investisseurs institutionnels à long terme préfèrent accepter des rendements plus bas plutôt que d'assumer plus de risques. Comme ils devront faire face à des paiements futurs fixes ou que leurs engagements sont assortis de rendements garantis, plus les taux d'intérêt resteront faibles, plus ils seront contraints de basculer sur des actifs plus risqués.
- Comme la plus grande attention accordée aux risques et certaines initiatives réglementaires poussent les investisseurs privés à privilégier les actifs «plus surs», certains investisseurs «aux poches profondes» pourraient ne plus être prêts à contribuer à la stabilisation des marchés financiers. Les gestionnaires d'actifs souverains pourraient être amenés à prendre en charge certains des risques à plus long terme que les investisseurs privés ne sont pas aujourd'hui disposés à assumer.
- Les principaux critères qui déterminent les décisions d'allocation d'actifs chez les investisseurs institutionnels à long terme sans levier financier sont les bonnes perspectives de croissance, la diminution des risques dans les pays bénéficiaires et la montée de l'appétit pour le risque à l'échelle mondiale. Les différentiels de taux d'intérêt entre pays jouent un rôle secondaire.
- La tendance structurelle d'investissement dans les pays émergents s'est intensifiée suite à la crise, mais le risque de renversement ne saurait être exclu si les fondamentaux (comme les perspectives de croissance ou le risque pays ou mondial) évoluent. L'ampleur des récentes sorties des fonds boursiers et obligataires des pays émergents est conforme aux observations empiriques du chapitre sur les effets d'une augmentation de l'aversion mondiale pour le risque.

Le présent chapitre examine les principaux critères qui président aux décisions d'allocation d'actifs à long terme des investisseurs institutionnels officiels et privés qui n'ont pas recours au levier financier. Il analyse les tendances à long terme, mais cherche également à savoir si les allocations d'actifs ont changé en raison de la crise financière mondiale et du faible niveau des taux d'intérêt.

L'analyse part des décisions d'allocation spécifiques de chaque investisseur. Ces décisions sont au cœur des flux financiers entre marchés, monnaies et pays. L'analyse se distingue des études précédentes en ce sens qu'elle utilise des données désagrégées de fonds de placement contenant des informations sur les flux d'investissements en actions et en obligations dans chaque pays, par opposition à des données agrégées de balance des paiements qui ne donnent qu'une image très lointaine des décisions des investisseurs.

L'analyse montre que les décisions d'allocation des agents privés obéissent surtout aux perspectives positives de croissance et à la diminution des risques dans les pays bénéficiaires, les différentiels de taux d'intérêt entre pays jouant un rôle secondaire. Ce dernier constat ne signifie cependant pas que les flux de capitaux en général ne réagissent pas aux différentiels de taux d'intérêt car ils peuvent être tributaires des décisions à court terme des investisseurs ayant recours au levier financier (par exemple ceux qui exécutent des opérations de portage), lesquelles n'entrent pas en considération dans le présent chapitre.

La crise financière mondiale et ses séquelles exposent les investisseurs à deux forces contraires. D'une part, la crise a sensibilisé davantage les investisseurs à long terme aux risques, notamment ceux liés aux liquidités et au crédit souverain, y compris dans les pays avancés. D'autre part, la conjoncture de faible taux d'intérêt pousse de plus en plus les investisseurs institutionnels (notamment les compagnies d'assurances qui ont vendu des produits assortis de rendement minima garantis et les caisses de retraite qui sont sous-capitalisées) à accroître les rendements de leur portefeuille en plaçant leurs fonds dans des actifs plus risqués.

La plupart des investisseurs institutionnels ont jusqu'à présent préféré accepter des rendements plus faibles plutôt que d'assumer plus de risques. Le chapitre avance que cela traduit peut-être bien un changement fondamental de comportement des investisseurs institutionnels à long terme. Les données mettent en évidence cette évolution structurelle : les régressions signalées dans le chapitre montrent des tendances baissières des flux d'investissement pour l'ensemble de la période après le démarrage de la crise au milieu de 2007, ce qui signale un ajustement des flux de portefeuille à la nouvelle évaluation des risques; or, pour l'instant rien n'indique que cet effet s'atténue. Cependant, si comme l'on s'y attend, les taux d'intérêt dans les pays avancés restent faibles pendant une période prolongée, ces investisseurs se sentiront poussés à réaliser des placements plus risqués car leur situation financière deviendra de moins en moins favorable.

La tendance structurelle d'investissement dans les pays émergents s'est accentuée suite à la crise. Cependant, comme de nombreux investisseurs ont déjà mis à profit la performance relativement meilleure de ces pays, cette tendance risque de s'inverser si les fondamentaux changent. Dans le cas de figure de chocs plus importants, ces renversements pourraient avoir

un effet comparable à celui des sorties de flux constatées durant la crise financière. De fait, l'ampleur des récentes sorties qu'ont enregistrées les fonds d'actions et d'obligations des pays émergents (survenues après la rédaction du chapitre) est conforme aux conclusions empiriques de notre analyse.

Le chapitre signale que l'allocation d'actifs souverains pourrait contrebalancer l'évolution du comportement du secteur privé. Il indique que la plus grande attention accordée aux risques et les initiatives telles que Solvabilité II pour les compagnies d'assurances européennes pourraient dissuader ces établissements de jouer leur rôle traditionnel d'investissement dans des actifs risqués à long terme, et partant atténuer l'impact positif d'une catégorie d'investisseurs «aux poches profondes» disposés à tenir des actifs illiquides pendant les phases descendantes. Comme les investisseurs privés sont poussés vers les actifs «plus surs», les gestionnaires d'actifs souverains pourraient avoir un rôle à jouer dans la prise en charge de certains risques à plus long terme, que les investisseurs privés évitent aujourd'hui.

POINTS DE PRESSE POUR LE CHAPITRE 3 :
OPÉRATIONNALISATION DES POLITIQUES MACROPRUDENTIELLES : QUAND FAUT-IL AGIR ?

Rapport sur la stabilité financière dans le monde, septembre 2011

Préparé par Srobona Mitra (chef d'équipe), Jaromír Beneš, Silvia Iorgova, Kasper Lund-Jensen, Christian Schmieder et Tiago Severo.

Principaux points

- Pour appliquer correctement les politiques macroprudentielles il faudra mieux comprendre l'origine des chocs générateurs de risque systémiques. L'existence de bons indicateurs avancés de l'accumulation de risques systémiques devraient aider à distinguer les chocs positifs (tels que les gains de productivité) des chocs négatifs (tels que les bulles des prix d'actifs).
- À la croissance du crédit, que l'on retrouve au cœur des accumulations de risques systémiques, il faut ajouter d'autres indicateurs, tels que l'augmentation des prix des actifs et des engagements bancaires extérieurs ainsi que l'appréciation du taux de change, afin de pouvoir décrypter la nature des chocs.
- La variation du ratio crédit/PIB est un bon indicateur de la croissance du crédit. À partir d'un échantillon de 36 pays, notre modèle signale que lorsque ce ratio augmente de plus de 5 points par an et qu'il va de pair avec un accroissement des cours des actions d'au moins 15 %, la probabilité d'une crise financière dans les deux années suivantes est de 20 %.
- Les indicateurs à haute fréquence basés sur le marché réussissent le mieux à signaler les risques systémiques à l'horizon de quelques mois. Il a été démontré qu'un indicateur fondé sur l'écart LIBOR-OIS et la courbe de taux était efficace en ce sens.
- Il existe plusieurs instruments que les décideurs peuvent utiliser pour tenter de réduire les risques d'une crise financière. Le chapitre met l'un d'entre eux à l'épreuve — les exigences de fonds propres anticycliques — et montre qu'il peut servir à atténuer la variabilité des cycles conjoncturels et la probabilité de perturbations financières.
- Les responsables des politiques macroprudentielle et monétaire doivent se concerter dans aux moins deux domaines : la compréhension de l'origine première des chocs et leurs politiques dans les régimes de change dirigés avec un niveau important de crédits libellés en devises.

La politique macroprudentielle vise à maîtriser les risques de graves perturbations des services financiers à l'échelle de l'ensemble du système — ce qu'il est convenu d'appeler les «risques systémiques» — pouvant avoir de graves retombées sur l'économie réelle. Pour rendre opérationnelles les politiques macroprudentielles il faut agir sur plusieurs fronts. L'analyse dont rend compte le présent chapitre suit une démarche pragmatique sur divers axes afin d'atteindre cet objectif. Elle s'appuie sur un modèle de liens macroéconomiques-financiers pour suivre la réaction de divers indicateurs aux chocs économiques. Les exercices empiriques mettent en évidence le type d'information complémentaire dont il faut disposer pour signaler de façon optimale l'accumulation de risques. L'analyse présente par ailleurs un ensemble d'indicateurs à haute fréquence pouvant alerter contre un risque imminent de tensions financières. Nous avons constaté qu'à partir d'une démarche analytique modélisée un outil macroprudentiel couramment utilisé — les exigences de fonds propres anticycliques — peut être performant pour plusieurs régimes de change.

L'identification précise de l'origine des chocs que subit l'économie est essentielle pour opérer un bon suivi des risques systémiques et une riposte effective. Le chapitre montre que les phénomènes à l'origine des chocs entraînent des variations dans certaines données économiques liées à l'accumulation de risques systémiques. L'ampleur des effets des chocs dépend des particularités de la structure financière d'une économie, mais non leur tendance et donc les enseignements peuvent être d'application très générale. Les responsables politiques doivent mobiliser suffisamment de ressources et suivre une démarche concertée pour mieux comprendre l'origine des chocs, notamment ceux qui sont de nature internationale.

Parmi les indicateurs lents d'accumulation de risques, les informations sur le crédit global sont utiles mais elles doivent être complétées par d'autres indicateurs. Le crédit augmente en présence d'un choc positif (par exemple un coup de pouce à l'économie réelle provenant d'une augmentation de la productivité) ou d'un mauvais choc (par exemple une poussée des prix des actifs et un relâchement des normes de prêts bancaires), mais l'augmentation persistante du crédit et le recul des ratios de capitalisation bancaire sont nettement supérieurs en présence de chocs négatifs. Parallèlement à ceux qui portent sur la croissance du crédit, d'autres indicateurs transmettent un message puissant. Lorsque le ratio crédit/PIB augmente de plus de 5 points et qu'il va de pair avec un accroissement des cours des actions d'au moins 15 %, la probabilité d'une crise financière dans les deux années suivantes est de 20 %. Le signal est encore plus marqué si l'on retient un indice plus large du crédit (prêts bancaires et prêts directs transfrontaliers au secteur privé). Dans le cas des pays émergents, l'appréciation du taux de change réel semble être un facteur particulièrement pertinent.

Les responsables politiques devraient également examiner certains indicateurs à fréquence élevé pour parer aux risques de crise à court terme et, le cas échéant, mobiliser les dispositifs de protection mis en place. Le chapitre constate que parmi ces indicateurs il en est un qui s'appuie sur les écarts LIBOR-OIS et la courbe des taux et peut

alerter de manière fiable contre les risques de tensions. Les indicateurs contenant des informations sur l'interconnexion des institutions financières n'ont cependant pas entièrement réussi à anticiper la chute de Bear Stearns et de Lehman, ce qui semblerait indiquer qu'il faudrait s'appuyer sur des données effectives d'engagements entre établissements pour pouvoir évaluer le risque d'effet en cascade si une crise venait à se matérialiser.

Nous avons constaté qu'une batterie similaire d'outils macroprudentiels pouvait se révéler fiable pour différents types d'économies, ce qui devrait faciliter la coordination des politiques à l'échelle internationale. Cependant, *l'étalonnage* des instruments opérationnels — notamment ceux qui reposent sur des seuils pour différents indicateurs — varie en fonction de la situation particulière de chaque pays. Par exemple, des taux de change dirigés et le recours à des prêts libellés en devises amplifient les effets de tous les chocs. Il est donc essentiel d'opérer une coordination rapprochée des politiques de change et des politiques monétaire et macroprudentielle afin d'assurer la stabilité du secteur financier et de l'économie réelle dans ce type de situations.