

29 septembre 2016

RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE — OCTOBRE 2016

CHAPITRE 2 : LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET L'ESSOR DU FINANCEMENT PAR LE SECTEUR NON BANCAIRE

RÉSUMÉ

La structure des marchés financiers a considérablement changé. L'innovation financière en cours, l'affaiblissement du bilan des banques suite à la crise financière, l'évolution des modèles économiques et le renforcement de la réglementation bancaire ont tous contribué au net recul de l'activité de prêts bancaires au profit de l'émission d'obligations. Cela a permis au secteur non bancaire — compagnies d'assurance, fonds de pension et gestionnaires d'actifs notamment — de prendre de l'ampleur. Le secteur non bancaire joue un rôle central dans l'intermédiation financière aux États-Unis et il a considérablement accru son importance en Europe et dans plusieurs pays émergents.

L'essor du financement par le secteur non bancaire a-t-il affaibli la politique monétaire? Certains estiment que l'effet de la politique monétaire sur l'activité économique s'est atténué parce que l'un des principaux canaux de transmission jusqu'à présent — les prêts bancaires — a perdu de son importance. En théorie, le secteur non bancaire peut soit saper soit renforcer la transmission de la politique monétaire. D'un côté, les institutions non bancaires peuvent se substituer aux banques pour accorder des prêts si leurs coûts de financement sont moins sensibles à l'infléchissement de la politique monétaire ou si elles ne sont pas soumises aux mêmes contraintes réglementaires que les banques, ce qui peut nuire à la transmission de la politique monétaire. D'un autre côté, elles peuvent, au contraire, renforcer cette transmission si leur appétit pour le risque est plus sensible aux changements de la politique monétaire. Ce chapitre se penche sur cette question importante mais relativement peu étudiée, en présentant un cadre conceptuel avant d'examiner des données empiriques à l'aide d'analyses inédites.

Il montre que l'importance croissante du secteur non bancaire dans l'intermédiation financière a plutôt renforcé la transmission de la politique monétaire ces 15 dernières années. L'efficacité de la politique monétaire semble s'être accrue dans différents pays et elle semble plus forte, en moyenne, dans les pays dotés d'un grand secteur financier non bancaire. Comme les banques, les institutions non bancaires contractent leurs bilans lorsque la politique monétaire se durcit et, en règle générale, les intermédiaires financiers non bancaires le font davantage que les banques. Ce comportement s'explique en partie par l'effet de la politique monétaire sur la prise de risque, en particulier dans le secteur de la gestion d'actifs. De ce fait, les rendements obligataires et les primes de risques changent,

avec des conséquences sur le coût de l'emprunt et sur l'activité réelle. C'est pourquoi la composition du secteur financier non bancaire est un facteur important pour la transmission de la politique monétaire.

Le rôle croissant du secteur non bancaire implique que la conduite de la politique monétaire devra continuer de s'adapter aux évolutions des mécanismes de transmission. Le dosage et le calendrier des mesures monétaires doivent être recalibrés en permanence étant donné que les effets de ces mesures et la vitesse à laquelle ils se font sentir changent. Ainsi, à mesure que l'importance relative du canal de la prise de risque s'accroît, il est possible que les conséquences d'un infléchissement de la politique monétaire sur l'économie réelle deviennent plus rapides et plus fortes. Bien que ce ne soit pas le thème principal de ce chapitre, la modification du cadre réglementaire est susceptible d'avoir un effet sur la transmission de la politique monétaire parce que certaines différences entre les réactions aux chocs monétaires des institutions bancaires et non bancaires s'expliquent par des différences dans leurs régimes réglementaires.

Les effets de la politique monétaire sur la stabilité financière sont de plus en plus importants. Par exemple, les mesures monétaires peuvent avoir un impact plus fort sur la solidité financière des banques et des institutions financières non bancaires parce que le canal de la prise de risque semble être un facteur de plus en plus déterminant dans la réaction des intermédiaires financiers. Les autorités prudentielles et réglementaires devraient par conséquent être plus vigilantes.

La politique monétaire doit tenir compte de la taille et de la composition des bilans des grands intermédiaires financiers afin de mieux évaluer les variations de l'appétit pour le risque des institutions financières. Étant donné la croissance du secteur financier non bancaire, l'information contenue dans les bilans des institutions non bancaires pourrait être au moins aussi utile que les mesures classiques des agrégats monétaires. Ainsi, l'endettement des intermédiaires financiers et son évolution ainsi que le total des actifs gérés par les fonds obligataires peuvent s'avérer riches en enseignements pour la politique monétaire. Dans ce contexte, il est essentiel de remédier au manque de données sur le secteur non bancaire.

RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE – OCTOBRE 2016

29 septembre 2016

CHAPITRE 3 : GOUVERNANCE D'ENTREPRISE, PROTECTION DES INVESTISSEURS ET STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LES PAYS ÉMERGENTS

RÉSUMÉ

Les pays émergents ont accru leur intégration financière au reste du monde, ils bénéficient ainsi d'un meilleur accès aux capitaux, mais ils sont aussi davantage exposés aux chocs financiers. Cette intégration s'est-elle traduite par une amélioration des cadres juridiques et institutionnels, renforçant la résilience de ces pays dans un environnement extérieur plus volatil?

Ce chapitre met l'accent sur l'interdépendance entre gouvernance d'entreprise, protection des investisseurs et stabilité financière dans les pays émergents. La gouvernance d'entreprise et la protection des investisseurs recouvrent des règles et des pratiques tant au niveau d'un pays que d'une entreprise et portent sur la façon dont ceux qui financent les entreprises font en sorte d'obtenir un retour sur investissement. Les crises financières des principaux pays émergents ont mis en évidence le rôle des insuffisances en matière de gouvernance d'entreprise dans l'instabilité financière.

Ce chapitre montre qu'en règle générale, la gouvernance d'entreprise et la protection des investisseurs se sont améliorées dans les pays émergents ces deux dernières décennies. Les indicateurs tant au niveau du pays que de l'entreprise témoignent de ces progrès. Cela étant, il existe d'importantes différences entre les pays émergents et de nouvelles améliorations sont possibles.

Cette analyse étaye l'idée selon laquelle un renforcement des cadres de gouvernance d'entreprise et de protection des investisseurs accroît la résilience des pays émergents aux chocs financiers mondiaux. Ce chapitre développe de nouveaux indicateurs au niveau de l'entreprise dans les pays émergents et utilise des approches empiriques inédites. Les résultats montrent que les améliorations en matière de gouvernance d'entreprise favorisent la profondeur et la liquidité des marchés de capitaux, leur permettant de mieux absorber les chocs. La gouvernance d'entreprise accroît également l'efficacité des marchés boursiers, ce qui rend le cours des actions moins sensible aux chocs externes et réduit le risque de krach. Par

exemple, passer de la valeur la plus basse à la plus haute d'un indicateur au niveau du pays ou de l'entreprise diminue d'environ 50 %, en moyenne, l'effet d'un choc mondial pour les entreprises des pays émergents. Dans les pays émergents dotés d'une meilleure gouvernance d'entreprise et d'une protection des investisseurs plus importante, les entreprises ont généralement des bilans plus solides. En particulier, les entreprises mieux gouvernées affichent en règle générale des ratios d'endettement à court terme et des probabilités de défaut plus faibles et elles sont capables d'emprunter à long terme. Elles sont donc moins vulnérables en cas d'assèchement du financement, ce qui renforce la stabilité.

Les gains en termes de stabilité financière associés à l'amélioration de la gouvernance d'entreprise plaident en faveur de nouvelles réformes. Bien qu'il n'y existe pas de modèle unique, les cadres de gouvernance d'entreprise efficaces ont des caractéristiques communes. C'est pourquoi le présent chapitre formule les recommandations suivantes :

- tous les pays émergents devraient poursuivre les réformes de leurs cadres juridiques, réglementaires et institutionnels afin de renforcer l'efficacité et l'application des cadres de gouvernance d'entreprise;
- la plupart des pays émergents devraient continuer de consolider les droits des investisseurs extérieurs, en particulier ceux des actionnaires minoritaires;
- les obligations d'information doivent être alignées sur les meilleures pratiques internationales dans de nombreux pays émergents. En outre, favoriser une plus grande indépendance du conseil devrait avoir des conséquences positives.