

26 septembre 2016

RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE OCTOBRE 2016

CHAPITRE 1 : DÉFIS POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS UN CONTEXTE DE CROISSANCE FAIBLE ET DE TAUX D'INTÉRÊT BAS

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

Les risques à court terme se sont atténués

Les risques à court terme pesant sur la stabilité financière mondiale se sont atténués depuis l'édition d'avril 2016 du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* (GFSR). Les cours des matières premières, au plus bas au début de l'année, se sont redressés et les ajustements à l'œuvre dans les pays émergents concourent à la reprise des flux de capitaux. Les inquiétudes immédiates quant au ralentissement de l'économie chinoise ont diminué face aux efforts mis en œuvre pour accompagner la croissance.

Dans les pays avancés, la perspective d'une poursuite des politiques monétaires accommodantes, qui a affermi les prix des actifs et induit un regain d'appétit pour le risque, a atténué le repli de la croissance. Le choc causé par le Brexit — le référendum de juin 2016 au Royaume-Uni en faveur de la sortie de l'Union européenne — a dans un premier temps ébranlé les marchés. Ceux-ci ont par la suite pris en souplesse la mesure des risques baissiers pesant sur l'économie britannique et de leurs éventuelles répercussions.

Les risques à moyen terme sont en hausse

En dépit des considérations précédentes, les risques à moyen terme s'accroissent. Le ralentissement persistant de la croissance mondiale induit les marchés financiers à prévoir une longue période d'inflation faible et de taux d'intérêt bas, et des délais encore plus longs avant la normalisation des politiques monétaires. Le climat politique est instable dans de nombreux pays. La croissance nulle des revenus et le creusement des inégalités ouvrent la voie aux populismes et au repli sur soi. Cela complique d'autant plus le règlement des problèmes hérités de la crise, expose davantage les économies et les marchés aux chocs et fait naître le spectre d'un enlèvement progressif dans la stagnation économique et financière. Cela étant, les institutions financières

peinent à préserver l'intégrité de leurs bilans, ce qui grève la croissance économique et la stabilité financière.

Les institutions financières des pays avancés sont confrontées à divers problèmes tant conjoncturels que structurels et à la nécessité de s'adapter à cette nouvelle ère de croissance faible et de taux d'intérêt bas, ainsi qu'à l'évolution des marchés et du dispositif réglementaire. Il s'agit de difficultés considérables qui concernent de larges pans du système financier et risquent d'en ébranler les bases si elles restent sans solutions.

- La faible rentabilité pourrait à la longue rogner les volants de réserve des banques, qui peineraient dès lors à accompagner la croissance. D'après le présent rapport, une reprise conjoncturelle ne suffirait pas à résoudre le problème de la faible rentabilité. Plus de 25 % des banques des pays avancés (dont les actifs totalisent environ 11.700 milliards de dollars) resteraient affaiblies et confrontées à de graves difficultés structurelles. Il faut davantage de réformes en profondeur et de gestion systémique, en particulier dans le cas des banques européennes. Le modèle de gestion des banques japonaises est aussi en grande difficulté. Ces établissements se développent à l'international pour compenser la maigreur de leurs marges et la faiblesse de la demande intérieure, mais cela les expose à de plus gros risques de financement en dollars. Si ce financement venait à être perturbé, les banques japonaises pourraient se voir contraintes de réduire leurs prêts et leurs investissements à l'étranger.
- La solvabilité d'un grand nombre de sociétés d'assurance-vie et de fonds de pension est menacée par une période prolongée de taux d'intérêt bas. La faiblesse des taux s'ajoute aux problèmes que connaissent déjà les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension, ainsi qu'à ceux liés au vieillissement démographique et à la rentabilité faible ou irrégulière des actifs. La montée des inquiétudes au sujet de ces importantes institutions d'épargne et de placement à long terme pourrait inciter encore plus à l'épargne, au risque d'alourdir la tendance à la stagnation financière et économique.

Les pays émergents doivent aussi s'adapter à un contexte de croissance mondiale ralentie, de baisse des cours des matières premières et de contraction du commerce mondial. Une conjoncture extérieure favorable, caractérisée par de faibles taux d'intérêt et des investissements en quête de débouchés de par le monde, donne aux entreprises surendettées l'occasion de restructurer leur bilan. Les entreprises de beaucoup de ces pays ont sans doute atteint un plafond d'endettement, car elles ont considérablement réduit leurs investissements face à la baisse des cours des matières premières et au ralentissement de la demande.

Pour de nombreux pays émergents la difficulté consiste à inverser sans heurts le levier financier des entreprises dont le bilan est fragilisé. Près de 11 % des dettes des

entreprises (plus de 400 milliards de dollars) sont le fait de sociétés dont les capacités de remboursement sont affaiblies. D'après notre scénario de référence, l'endettement ne diminue que lentement, car le problème est difficile à régler en raison des hauts niveaux d'endettement et des capacités excédentaires des entreprises, qui subissent les effets de la dégradation de la conjoncture extérieure et intérieure. Un ajustement en ordre dispersé est encore possible si les primes de risque mondiales augmentent alors que les bénéfices diminuent. Cela aurait pour effet d'épuiser les marges de fonds propres des établissements bancaires dans certains pays émergents.

La croissance rapide du crédit en Chine et le développement des produits financiers du système bancaire parallèle constituent des risques croissants pour la stabilité financière. Le système financier, en rapide expansion, est de plus en plus interconnecté et tributaire des effets de levier, et la création d'instruments et de produits d'investissement innovants en accroît la complexité. Comme signalé dans l'édition d'avril 2016 du GFSR, les créances compromises du secteur des entreprises restent élevées et les risques liés aux créances hors emprunts compliquent les problèmes.

Des mesures plus énergiques et coordonnées pour promouvoir la stabilité

Un ensemble plus puissant et équilibré de politiques s'impose pour accompagner la croissance et promouvoir la stabilité financière. Les marchés financiers ont profité du regain d'appétit pour le risque favorisé par les initiatives sans précédent des banques centrales. Bien qu'une politique monétaire accommodante reste nécessaire pour accompagner la reprise, un ensemble plus vaste de mesures permettrait d'alléger le fardeau croissant qu'assument les banques centrales. Certaines initiatives monétaires, tels que les taux d'intérêt négatifs, atteignent les limites de leur efficacité, cependant que les établissements bancaires et autres institutions financières subissent plus durement les effets secondaires à moyen terme des faibles taux d'intérêt. Il faut d'urgence actionner les leviers budgétaires et structurels pour doper la confiance et accélérer la croissance mondiale, et mettre en place un dispositif macroprudentiel pour renforcer les fondements du système financier mondial. Cela pourrait contribuer à prévenir la stagnation financière et économique. Un scénario de stagnation financière et de protectionnisme risquerait de se solder par un recul d'environ 3 % de la production mondiale jusqu'en 2021.

Plusieurs problèmes mondiaux doivent recevoir une solution pour que le système financier mondial puisse continuer à accompagner la reprise et à préserver une résilience durement acquise. Des avancées sur les fronts énumérés ci-après — ainsi qu'un ensemble plus équilibré de mesures macroéconomiques exposées dans les éditions d'octobre 2016 des *Perspectives de l'économie mondiale* et du *Moniteur des finances publiques* — contribueraient à établir un cercle vertueux entre les marchés financiers et l'économie réelle. La résolution du surendettement dans un contexte de faible croissance nominale nécessitera sans doute aussi le recours à des mesures budgétaires propices à la croissance pour soutenir l'activité économique et encourager

la restructuration de la dette privée, tout en facilitant l'assainissement des bilans des établissements bancaires.

Les banques doivent s'adapter à ce nouveau contexte de croissance faible et de taux d'intérêt bas en réduisant l'encours considérable de créances compromises et en rationalisant les bilans et les structures du secteur. Il leur faudra à cette fin revoir les modèles de gestion dépassés afin de préserver leur rentabilité et de se conformer aux nouvelles réalités commerciales et normes réglementaires. Dans certains cas, il faudra que les banques en difficultés ferment leurs portes et que les systèmes bancaires réduisent ainsi la voilure. Cela est important pour veiller à ce que les établissements restants puissent répondre à une demande de crédit suffisante et ainsi préserver le dynamisme et la santé du système bancaire, promouvoir sa croissance et renforcer ses marges de fonds propres et de liquidités. Les gouvernants peuvent aider à atténuer les incertitudes en menant à bien le travail de réforme réglementaire, sans accroître sensiblement les ratios de fonds propres globaux, tout en préservant l'intégrité du dispositif.

- Dans la zone euro, il est urgent de remédier par tous les moyens au montant excessif des créances improductives et aux obstacles structurels à la rentabilité. Il faut en priorité réduire les créances improductives et remédier au manque de fonds propres des banques fragilisées. Des réformes visant à accélérer le recouvrement des actifs et à faciliter les procédures collectives ordonnées seraient très bénéfiques. Dans l'ensemble de la zone euro, l'impact net sur les fonds propres de la cession des créances improductives grâce à ce genre de réformes ferait basculer la situation, produisant un gain total d'environ 60 milliards d'euros, au lieu d'une perte de 80 milliards d'euros. L'amélioration de l'efficacité opérationnelle des banques, grâce à la rationalisation de leurs réseaux d'agences, de leurs instruments de financement et de leurs coûts pourrait faire diminuer leurs dépenses d'environ 40 milliards d'euros.
- Au Japon, il faut intensifier la supervision des banques pour veiller à ce qu'elles restent suffisamment rentables, avec un profil de financement adéquat, et pour satisfaire aux exigences qu'impose l'évolution des normes réglementaires mondiales.
- Il importe de réduire l'incertitude réglementaire et d'éviter la procyclicité. Le dispositif de ratios de fonds propres de Bâle III a été un élément essentiel du programme de réformes à la suite de la crise et la résilience des systèmes bancaires s'en est trouvée renforcée grâce à sa mise en œuvre progressive. Le programme d'évaluation de la concordance des réglementations, lancé pour vérifier la bonne application des réglementations dans les différents pays, a mis au jour une variabilité des systèmes de pondération des risques selon les banques qui utilisent leurs propres modèles. Le programme de réformes vise notamment à corriger cette variabilité, afin de garantir la crédibilité du système de pondération

des risques et la comparabilité des évaluations qu'il produit. Il est préférable de s'entendre sur un solide système de pondération des fonds propres, même s'il faut plus longtemps pour y parvenir, plutôt que de permettre qu'il soit affaibli ou répudié pour tenir les redoutables contraintes consistant à ne pas augmenter sensiblement les coefficients de fonds propres globaux et à respecter la date butoir de fin-2016. La mise en place devra peut-être aussi être échelonnée sur une période plus longue pour éviter les retombées procycliques dans les circonstances actuelles.

- Il reste essentiel de conforter la situation des sociétés d'assurance-vie et des fonds de pension. La persistance d'une croissance faible et de taux d'intérêt bas met en réel péril les institutions d'investissement et d'épargne à long terme, telles que sociétés d'assurance-vie et fonds de pension. Les instances de régulation et de contrôle devraient agir sans retard pour contribuer à la solidité des bilans de ces institutions, notamment en identifiant les risques de faillite et les déficits de financement à moyen terme, tout en étoffant les plans de réforme pour renforcer l'encadrement des modèles internes et des normes de fonds propres et en améliorer la transparence.

Les pays émergents devraient tirer parti d'une conjoncture extérieure favorable pour suivre attentivement l'évolution des vulnérabilités des entreprises et y remédier, surtout lorsqu'elles sont dues à un endettement et à des engagements en devises excessifs. Il importe d'agir sur trois fronts : 1) gérer l'impact des difficultés des entreprises, en comptabilisant rapidement et de manière transparente les créances improductives et en renforçant les systèmes de procédures collectives; 2) étoffer la surveillance et les capacités de réaction au moyen de réformes des dispositifs macroprudentiels et de la supervision; et 3) veiller à maintenir l'accès aux services financiers internationaux, notamment en renforçant les systèmes de réglementation et de supervision qui contribuent à amoindrir la perception du risque, y compris de manière à soutenir l'activité des banques correspondantes.

Les récents efforts de réforme des autorités chinoises ont favorisé une croissance plus équilibrée et le jeu plus actif des forces du marché, ce qui a affermi la résilience de l'économie et du système financier chinois. Cependant, il faut remédier sans tarder au surendettement des entreprises chinoises et aux autres vulnérabilités grandissantes du secteur financier grâce à une stratégie globale pour faciliter l'inversion du levier financier et améliorer les systèmes de surveillance. Restreindre l'expansion du crédit — y compris celle des produits du secteur financier parallèle — et assurer de solides structures de financement interbancaire permettrait de réduire l'éventualité de tensions systémiques et des retombées que cela entraînerait.

Les institutions mondiales doivent s'employer à promouvoir une croissance inclusive et à encourager un dialogue ouvert sur la mondialisation. La plupart des pays auraient beaucoup à gagner sur le plan macroéconomique si les entreprises et les particuliers

avaient davantage accès aux services bancaires. Toute initiative visant à mettre fin à la discrimination entre les hommes et les femmes dans l'utilisation de comptes bancaires et à favoriser la diversification des épargnants peut produire des résultats économiques globalement positifs tout en ouvrant des possibilités pour les plus démunis.

L'impact de la politique monétaire évolue, sans être touché par le développement des financements non bancaires

La physionomie des marchés financiers mondiaux s'est sensiblement transformée au cours des dix dernières années du fait de la montée en puissance d'intermédiaires financiers non bancaires tels que les gestionnaires d'actifs, les compagnies d'assurance et les fonds de pension. En dépit des inquiétudes formulées à propos d'une perte d'efficacité de la politique monétaire du fait du rôle croissant des financements non bancaires, ces craintes se sont révélées infondées. De fait, le chapitre 2 explique qu'en moyenne, la transmission de la politique monétaire semble plus efficace dans les pays qui ont un secteur financier non bancaire plus développé. Les intermédiaires non bancaires ont tendance à réduire leurs bilans encore plus que les banques en cas de contraction de la politique monétaire, réaction qui s'explique en partie par les effets de la politique monétaire sur la prise de risques.

Les taux d'intérêt bas ont probablement créé des conditions propices à une augmentation de la prise de risques par les intermédiaires financiers bancaires comme non bancaires. Cependant, la conjonction de la faiblesse des bilans des banques et de l'affermissement de la réglementation bancaire pourrait signifier que les intermédiaires non bancaires jouent un rôle plus important dans la transmission de la politique monétaire car l'élément de prise de risques revêt plus d'importance et les gestionnaires d'actifs ont assumé un rôle plus prépondérant dans l'intermédiation financière. Cela étant, les effets des inflexions de la politique monétaire sur l'économie réelle peuvent devenir plus rapides et prononcés. Cela suggère la nécessité d'une plus grande vigilance de la part des instances prudentielles et réglementaires et, pour les banques centrales, la nécessité de recalibrer sans cesse le dosage de leurs actions et leurs échéances, car leurs effets et la rapidité de leur transmission évoluent, en particulier lorsque de nouveaux dangers pour la stabilité financière se profilent.

Compte tenu de l'expansion du secteur financier non bancaire, les informations figurant aux bilans des intermédiaires non bancaires peuvent être au moins aussi utiles que les chiffres traditionnels des agrégats monétaires. Dans ce contexte, il est essentiel d'améliorer la collecte des données du secteur financier non bancaire.

La poursuite des réformes de la gouvernance d'entreprise dans les pays émergents contribuerait à améliorer leur résistance aux chocs

Les réformes institutionnelles dans les pays émergents — y compris en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise et la protection des investisseurs — ont-elles progressé au rythme de leur intégration financière internationale pour accroître leur résistance aux chocs extérieurs? Le chapitre 3 indique que la qualité de la gouvernance d'entreprise et de la protection des investisseurs s'est généralement améliorée dans les pays émergents au cours des vingt dernières années. Ces progrès sont perceptibles tant au niveau des entreprises qu'au plan national. Cela dit, il y a de gros écarts entre pays émergents et des améliorations sont possibles.

Il apparaît à l'analyse que l'amélioration de la gouvernance d'entreprise et de la protection des investisseurs renforce la résilience des pays émergents face aux bouleversements financiers mondiaux ce qui revêt une importance particulière du fait de la nouvelle phase dans laquelle s'engage le système financier. Par exemple, la baisse des cours boursiers au lendemain du Brexit a été relativement plus prononcée dans les pays émergents où les normes de gouvernance étaient moins rigoureuses. L'amélioration de la gouvernance d'entreprise renforce l'efficacité du marché boursier et favorise le développement de marchés de capitaux plus profonds et liquides, ce qui leur permet de mieux absorber les chocs. Les pays émergents qui ont un meilleur système de gouvernance d'entreprise ont en général aussi des bilans d'entreprises plus solides.

Les mesures visant à affermir les droits des investisseurs extérieurs, en particulier des actionnaires minoritaires, à mettre les règles de déclaration en parfaite conformité avec les meilleures pratiques internationales et à promouvoir une plus grande indépendance des conseils d'administration devraient être très bénéfiques pour la stabilité financière.