

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

La stabilité financière s'est améliorée

1. La stabilité financière a continué de s'améliorer depuis l'édition d'octobre 2016 du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* (GFSR). L'activité économique s'est accélérée, comme le montre l'édition d'avril 2017 des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM), dans un contexte de politique monétaire et financière globalement accommodante, et suscite des espoirs de reflation. Les taux d'intérêt à long terme ont progressé, contribuant à accroître les bénéfices des banques et des compagnies d'assurance. La hausse des prix de nombreux actifs témoigne de perspectives plus optimistes. Aux États-Unis, les marchés boursiers ont battu des records de hausse en mars, les investisseurs espérant une réforme fiscale, des dépenses d'infrastructures et un assouplissement de la réglementation. Ailleurs, les marchés ont eux aussi régulièrement augmenté depuis six mois, en partie grâce aux meilleures anticipations de croissance et à la hausse des cours des produits de base. Dans le même temps, les primes de risque et la volatilité ont reculé.

2. Un tel optimisme est-il réellement justifié ? Pour consolider la croissance et pérenniser l'amélioration de la situation financière, les autorités devront mettre en œuvre un arsenal de mesures adapté, visant notamment 1) à encourager la prise de risques économiques, en particulier aux États-Unis, par des mesures qui stimulent la production potentielle, augmentent l'investissement des entreprises et évitent d'accroître les risques qui pèsent sur la stabilité financière; 2) à lutter contre les déséquilibres intérieurs et extérieurs de façon à rendre les pays émergents plus résilients et 3) à répondre de manière plus proactive aux problèmes structurels qui marquent de longue date les systèmes bancaires européens.

L'incertitude des politiques économiques est un risque majeur

3. L'incertitude croissante qui entoure la situation politique et les politiques économiques dans le monde entier fait naître de nouvelles menaces. Aux États-Unis, si les réformes fiscales et la déréglementation attendues ouvrent une trajectoire de croissance et de dette moins favorable que prévu, les primes de risque et la volatilité pourraient fortement augmenter, et mettre alors en péril la stabilité financière. Dans les pays avancés, une orientation protectionniste pourrait réduire la croissance et les échanges mondiaux, freiner les mouvements de capitaux et refroidir les marchés. En Europe, les tensions politiques, qui s'ajoutent au manque de progrès face aux difficultés structurelles des systèmes bancaires et à l'endettement élevé, pourraient raviver les craintes d'instabilité financière. L'éventualité d'un vaste assouplissement

de la réglementation financière—ou d'un recul de la coopération internationale—risque de compromettre les progrès durement acquis en matière de stabilité financière. Jusqu'à présent, les marchés ont considéré avec une relative indifférence ces risques baissiers, ce qui semble indiquer que les risques pourraient être rapidement réévalués si l'action des pouvoirs publics se révélait décevante.

Les entreprises américaines sont-elles suffisamment solides pour soutenir l'expansion ?

4. Les propositions à l'étude par le nouveau gouvernement américain dans les domaines des réformes fiscales et de la déréglementation pourraient avoir des répercussions importantes sur le secteur des entreprises. La stabilité du bilan des entreprises est une condition préalable pour que ces propositions produisent leur effet et incitent à prendre des risques économiques. Beaucoup d'entreprises non financières n'ont pas la capacité bilancielle voulue pour développer les investissements, et des allègements de la fiscalité des entreprises pourraient avoir un effet positif sur leur trésorerie. Cependant, telles réformes pourraient aussi inciter les entreprises à prendre davantage de risques financiers et dans certains secteurs, accroissant un endettement déjà élevé. Les secteurs qui ont investi le plus sont aussi les plus endettés, et ils deviendront plus vulnérables si les nouveaux investissements sont financés par endettement. Dans un scénario de hausse des primes de risque mondiales, un endettement élevé pourrait avoir des conséquences négatives sur la stabilité. L'actif des entreprises dont la capacité à assurer le service de leur dette est particulièrement faible pourrait atteindre près de 4.000 milliards de dollars, soit près d'un quart des actifs des entreprises considérées.

Les pays émergents pourraient faire face à des situations difficiles sur les marchés mondiaux

5. Les pays émergents ont continué de renforcer leur résilience en diminuant l'endettement des entreprises et en réduisant les facteurs externes de vulnérabilité. Leur croissance devrait poursuivre son amélioration, tirée par les gains des exportateurs de produits de base et les perspectives de retombées positives de la croissance des pays avancés. Globalement cependant, les risques d'instabilité financière restent élevés car les incertitudes mondiales sur la situation politique et l'action des pouvoirs publics créent de nouveaux canaux de contagion. Un revirement soudain de l'état d'esprit des marchés ou un retour des politiques de repli sur soi protectionnistes à l'échelle mondiale pourraient relancer les sorties de capitaux et compromettre les perspectives de croissance, ce qui mettrait à l'épreuve la résilience de ces pays.

6. Les pays dont les liens financiers et commerciaux internationaux sont étroits pourraient être particulièrement affectés par une tension des conditions financières mondiales ou par des mesures commerciales défavorables. Ces risques pourraient aggraver les vulnérabilités déjà présentes dans le secteur des entreprises, et augmenter de 130 à 230 milliards de dollars la dette compromise des entreprises les plus fragiles. Un brusque revirement de la conjoncture extérieure actuellement favorable pourrait renforcer les risques dans les pays dont les banques les plus fragiles peinent, après de longues périodes d'expansion du crédit, à maintenir la qualité des actifs et à couvrir leurs créances douteuses par des provisions suffisantes.

7. En Chine, des risques croissants menacent la stabilité financière alors que le crédit continue d'augmenter rapidement. Les actifs des banques chinoises représentent aujourd'hui plus de trois fois le PIB du pays, et d'autres établissements financiers non bancaires sont eux aussi davantage exposés au risque de crédit. De nombreux établissements financiers restent trop tributaires du financement de gros, avec une forte asymétrie actifs-passifs et des risques élevés de liquidité et de crédit. Les turbulences qui ont secoué récemment les marchés monétaires illustrent les vulnérabilités qui demeurent dans un système chinois de plus en plus vaste, opaque et interconnecté.

Les systèmes bancaires européens doivent s'attaquer aux problèmes structurels

8. Le secteur bancaire européen a enregistré des progrès considérables ces dernières années, et l'optimisme quant à une reprise conjoncturelle des pays avancés a contribué à soutenir le cours des actions des banques européennes. Toutefois, comme l'a montré l'évaluation de l'édition d'octobre 2016 du GFSR, une reprise conjoncturelle ne suffirait probablement pas à elle seule à rétablir la rentabilité des banques qui restent fragiles. Si de nombreuses banques sont confrontées à des problèmes de rentabilité, c'est particulièrement le cas des banques locales, qui sont les plus exposées à l'économie de leur pays. De fait, près des trois quarts d'entre elles ont enregistré une faible rentabilité en 2016 (le rendement de leurs fonds propres ayant été inférieur à 8 %). Ce rapport analyse les caractéristiques structurelles de l'ensemble du système qui exacerbent les problèmes de rentabilité. L'une des difficultés structurelles tient à la surbancairisation, dont la nature et l'ampleur varient selon les pays. Parmi d'autres particularités, on peut citer les systèmes bancaires dont le volume d'actifs est élevé par rapport à l'économie, la persistance de banques faibles ou un trop grand nombre de banques à vocation régionale ou à mandat restreint. Ces caractéristiques peuvent se traduire par des possibilités de prêt limitées, ou un grand nombre d'agences par rapport aux actifs du système bancaire, ce qui augmente les coûts et réduit l'efficacité opérationnelle. Bien que des mesures soient prises pour résoudre les problèmes de rentabilité, il reste des progrès à faire pour réduire la surbancairisation dans les pays qui ont le plus de difficultés.

9. Les obstacles systémiques posent un problème non seulement au sein des pays, mais aussi pour la rentabilité des grandes banques d'importance systémique en Europe. Ces banques ont du mal à ne pas se laisser distancer par leurs concurrentes internationales, parfois à cause de problèmes de rentabilité dans leur pays. Sans remède à ces freins structurels, une simple restructuration de leur modèle économique aura peu de chances de les rendre suffisamment rentables. Faute de solution, de maigres bénéfiques, conjugués à un manque d'accès aux capitaux privés et une lourde charge de créances douteuses, freinent la reprise et pourraient attiser les risques systémiques.

Il est fondamental d'adopter les bonnes politiques économiques

10. Des efforts concertés et judicieux s'imposent aux niveaux national et international pour améliorer la stabilité et les attentes du marché et les conforter. Les autorités doivent adapter leur panoplie de mesures pour consolider les bases d'une croissance inclusive et de longue durée

tout en évitant des politiques de repli sur soi, certes politiquement commodes, mais en définitive contreproductives. Aux États-Unis, les autorités doivent suivre de près l'accroissement de la dette et la détérioration de la qualité du crédit. Les instances de régulation doivent s'attaquer de manière préventive à la prise de risques financiers excessifs. Des mesures prudentielles et de supervision doivent être prises si la politique de relance se traduit par une hausse des investissements financés par endettement et de la vulnérabilité des entreprises. Des réformes fiscales réduisant les incitations au financement par endettement pourraient contribuer à atténuer les risques d'un endettement accru, voire encourager les entreprises à réduire la part de la dette bénéficiant d'avantages fiscaux.

11. En Europe, des mesures complémentaires doivent être prises pour résoudre la question de la rentabilité des banques et les problèmes hérités du passé. Il incombe en premier chef aux banques de pérenniser leurs bénéfices en s'attaquant aux problèmes de leur modèle commercial par des regroupements, une rationalisation des agences et des investissements dans la technologie afin de devenir plus efficaces à moyen terme. Il est encourageant de constater que les autorités de supervision accordent de plus en plus d'importance à l'examen des modèles économiques des banques dans leur cadre de supervision. Pour repérer les maillons faibles des systèmes bancaires confrontés à de graves problèmes de qualité des actifs, des examens ciblés de la qualité des actifs pourraient être envisagés pour les banques qui n'ont pas été soumises à cet exercice. Les autorités de régulation prendraient alors des mesures pour assurer la résolution des établissements non viables afin de supprimer toute capacité excédentaire. Les autorités devraient également s'attacher à lever les obstacles systémiques à la rentabilité, notamment en s'attaquant aux créances improductives et en élaborant des dispositifs qui accéléreront la reprise.

12. Les pays émergents doivent remédier aux vulnérabilités internes pour mieux résister aux chocs extérieurs. Ils doivent chercher à préserver la stabilité financière en faisant de progrès supplémentaires en matière de renforcement de la supervision et de la gouvernance des banques tout en conservant une panoplie solide d'instruments macroprudentiels. Les autorités de régulation bancaire doivent suivre de près les vulnérabilités dans les pays qui ont des engagements nets en devises importants ou des asymétries d'échéances en devises. Les décideurs doivent s'attacher à améliorer la santé des entreprises et du système bancaire en exerçant une surveillance en amont, en réduisant les vulnérabilités et en améliorant les mécanismes de restructuration. En Chine, bien que les autorités aient reconnu qu'il était urgent de désendetter le système financier et aient pris des mesures correctives importantes, les instances de supervision devraient se concentrer sur les nouveaux risques qui menacent les banques, en particulier la croissance rapide des actifs des petites banques, le recours accru au financement de gros et les risques liés aux liens entre les produits du système bancaire parallèle et les marchés interbancaires. Toutefois, pour parer à de nouveaux accès d'instabilité des marchés, qui sont source d'instabilité macroéconomique, des mesures s'imposent afin de surmonter les tensions entre le maintien d'une croissance forte et la nécessité d'inverser l'effet de levier.

13. Le programme de réformes qui a suivi la crise a renforcé le contrôle du système financier, relevé les marges de fonds propres et de liquidité des établissements et amélioré la coopération entre les autorités de régulation. Il convient de faire preuve de prudence avant d'envisager d'assouplir la réglementation. La régulation a toujours un prix, mais il en va de même de la dérégulation. Tout affaiblissement des normes réglementaires se ferait au prix d'une aggravation des risques d'instabilité financière. Une décision de s'affranchir des règles établies d'un commun accord qui serait prise sans coordination et de façon unilatérale pourrait provoquer une fragmentation financière et menacer de relancer un nivellement par le bas des normes réglementaires. Il est fondamental de mener à terme le programme de réformes de la réglementation de façon à remédier aux insuffisances et réduire les incertitudes. S'il y a lieu d'analyser l'impact et les conséquences involontaires des réformes, cette analyse ne doit pas réduire à néant les vastes progrès réalisés dans le renforcement de la résilience du système financier mondial.

14. Ce rapport contient également deux chapitres thématiques qui analysent les conséquences à long terme d'une faible croissance et de taux d'intérêts bas pour l'intermédiation financière, et la capacité des autorités nationales à agir sur la situation financière de leur pays dans un monde financièrement intégré.

Une période prolongée de croissance faible et de taux d'intérêt bas représenterait un défi pour l'intermédiation financière

15. Les pays avancés ont connu depuis la crise financière mondiale un épisode prolongé de taux d'intérêts bas et de croissance faible. Dans une perspective de plus long terme, les taux d'intérêt réels sont en baisse constante depuis trente ans. Malgré des signes récents de remontée des rendements à long terme, en particulier aux États-Unis, l'expérience du Japon laisse à penser qu'une sortie imminente et permanente de cette situation de taux bas n'a rien de certain, en particulier en présence de facteurs structurels à évolution lente, notamment le vieillissement de la population dans de nombreux pays avancés. Le chapitre 2 analyse les effets possibles à long terme d'un scénario de persistance d'une faible croissance et de taux réels et nominaux bas sur les modèles économiques des banques, des compagnies d'assurance et des fonds de pension, ainsi que sur les produits que propose le secteur financier. Il montre que l'aplatissement probable des courbes de taux réduirait les bénéfices des banques—en particulier des institutions les plus petites, financées par des dépôts, et moins diversifiées—et poserait des problèmes durables aux compagnies d'assurance et aux régimes de retraite à prestations définies. Si les taux des dépôts bancaires ne peuvent descendre (largement) en dessous de zéro, les bénéfices des banques s'en trouveront comprimés davantage. Les établissements plus petits, financés par des dépôts et moins diversifiés seraient les plus touchés. À l'heure où les banques sont en quête de rendement, de nouvelles problématiques de stabilité financière pourraient survenir dans les pays d'origine et d'accueil.

16. Plus généralement, une période de taux d'intérêt durablement bas induite par le vieillissement de la population, l'allongement de la durée de vie et la stagnation de la productivité, pourrait bouleverser fondamentalement la nature de l'intermédiation financière.

Ainsi, dans ce scénario, la demande de crédit diminuerait tandis que la demande de services transactionnels de la part des ménages augmenterait. En conséquence, le modèle économique des banques dans les pays avancés pourrait évoluer vers la prestation de services soumis à commission proches de services publics. L'évolution démographique stimulerait aussi la demande d'assurances santé et dépendance, et accélérerait le passage à des régimes de retraite privés à cotisations définies. De plus, la demande de produits d'épargne à long terme à rendement garanti proposés par les assureurs faiblirait, tandis que la demande de fonds indiciels passifs des gestionnaires d'actifs s'accroîtrait. L'action des pouvoirs publics pourrait contribuer à faciliter l'adaptation à ce type d'environnement. De façon générale, les dispositifs prudentiels devraient offrir des incitations propres à assurer la stabilité à long terme au lieu de succomber aux demandes de déréglementation visant à atténuer les problèmes à court terme.

Les décideurs mis au défi d'agir sur les conditions financières nationales alors que l'intégration internationale se renforce

17. Le chapitre 3 montre que les pays peuvent conserver une influence sur leurs conditions financières nationales dans un système financier intégré à l'échelle mondiale. Une plus grande intégration financière peut certes compliquer le contrôle des conditions financières nationales, mais elle n'aboutit pas nécessairement à une perte de contrôle. Ce chapitre décrit l'élaboration d'indices de conditions financières qui permettent de comparer un grand nombre de pays développés et émergents. Il montre que les conditions financières mondiales expliquent de 20 à 40 % de la variation des indices de conditions financières nationales, les différences étant particulièrement notables d'un pays à l'autre. Cependant, l'importance de ce facteur mondial ne semble pas s'être sensiblement accrue ces vingt dernières années.

18. Malgré le rôle majeur des chocs financiers internationaux, il semble que les pays soient en mesure d'agir sur leurs propres conditions financières pour atteindre leurs objectifs nationaux, en particulier par le canal de la politique monétaire. Cependant, les conditions financières intérieures réagissant fortement et rapidement aux chocs financiers internationaux, les pays peuvent avoir des difficultés à riposter rapidement. Les pays émergents, qui sont plus sensibles aux conditions financières mondiales, doivent se préparer au resserrement financier mondial. Les gouvernements peuvent encourager l'expansion des marchés financiers intérieurs pour mieux résister aux chocs financiers internationaux. Plus particulièrement, développer une base d'investisseurs locaux, encourager une plus grande équité et accroître la profondeur et la liquidité des marchés boursiers et obligataires peut contribuer à atténuer l'impact de ces chocs.