

Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR) Octobre 2013 – Résumé analytique

Le système financier mondial traverse une période de transitions sur la voie d'une plus grande stabilité. Les États-Unis pourraient bientôt s'orienter vers une politique monétaire moins accommodante et des taux d'intérêt à long terme plus élevés à mesure que la reprise s'affermira. Après une période prolongée d'abondantes entrées d'investissements de portefeuille, les marchés émergents se heurtent à une conjoncture extérieure plus volatile et à une montée des primes de risque. Certains doivent corriger des facteurs de vulnérabilité macroéconomiques et financiers et renforcer leur résilience dans leur passage vers un régime de croissance plus équilibrée et durable du secteur financier. Le Japon s'oriente vers la nouvelle «Abenomics», politique marquée par un assouplissement monétaire plus vigoureux doublé de réformes budgétaires et structurelles. La zone euro avance vers un secteur financier plus robuste et plus sécurisé, avec une union monétaire renforcée et un dispositif commun d'atténuation des risques, tout en renforçant les systèmes financiers et en réduisant les niveaux excessifs d'endettement. Enfin, le système bancaire mondial met progressivement en place des normes réglementaires plus rigoureuses. Le chapitre 1 examine les enjeux et les risques que renferme chacune de ces transitions.

Le principal défi lié à ces transformations tient à la gestion des effets secondaires et du retrait ultime de la politique monétaire accommodante des États-Unis. Outre qu'elle offre l'avantage d'une économie américaine solide, cette transition devrait contribuer à maîtriser les risques pour la stabilité financière d'une période prolongée de faibles taux d'intérêt. Cette transition peut cependant être délicate car les investisseurs ajusteront leurs portefeuilles pour s'adapter à un nouveau régime où les taux d'intérêt seront plus élevés et la volatilité plus grande. L'analyse dont rend compte le chapitre 1 met en lumière le risque d'une montée des taux d'intérêt plus rapide que dans les projections actuelles. Les réductions structurelles de la liquidité des marchés et les positions de levier financier sur les marchés de financement à court terme et le système bancaire parallèle (par exemple dans le secteur des sociétés d'investissement en crédit immobilier) pourraient amplifier cette poussée des taux d'intérêt et s'étendre aux marchés mondiaux.

Des risques pèsent également sur la stabilité financière de nombreuses économies émergentes. Les marchés obligataires sont désormais plus sensibles à l'évolution des politiques monétaires accommodantes des pays avancés car de nombreux investisseurs étrangers qui se sont rués sur les marchés locaux risquent de se retirer. Les fondamentaux des marchés émergents se sont affaiblis durant ces dernières années, après un épisode prolongé d'expansion du crédit et d'intensification du levier financier des entreprises. Les gouvernements auront pour principale tâche de gérer les risques de la transition vers un secteur financier plus viable et équilibré, tout en préservant la solidité de la croissance et la stabilité financière.

À l'heure où les banques centrales des autres régions étudient des stratégies pour opérer à terme un retrait des politiques monétaires non conventionnelles, le Japon intensifie sa relance monétaire dans le cadre de la politique économique tracée par son Premier Ministre pour sortir le pays de l'impasse déflationniste. La bonne mise en œuvre d'un vaste train de mesures

comprenant des réformes budgétaires et structurelles devrait permettre de renforcer la stabilité financière intérieure, tout en intensifiant vraisemblablement par ailleurs les sorties de capitaux. Mais des risques considérables pourraient peser sur la stabilité financière si les réformes budgétaires et structurelles envisagées n'étaient pas exécutées de façon intégrale. Dans cette éventualité la déflation pourrait resurgir et les banques verraient s'accroître leurs avoirs en titres publics, au risque d'intensifier davantage le lien entre les dynamiques souveraine et bancaire. Dans un scénario plus défavorable, en présence d'une inflation plus élevée et d'une poussée des primes de risques, la menace serait encore plus forte pour la stabilité financière, tant intérieure que mondiale, et l'on assisterait notamment à une montée en flèche de la volatilité et des rendements obligataires et à une intensification des sorties de capitaux.

Dans la zone euro, les réformes entreprises à l'échelle nationale et les importantes mesures adoptées pour conforter l'architecture de l'union monétaire ont contribué à réduire les tensions de financement des banques et des États. Cependant, l'Espagne, l'Italie et le Portugal, dont l'économie est malmenée, continuent de se heurter au lourd endettement des entreprises et à la fragmentation financière. Même si cette dernière était corrigée à moyen terme, le surendettement persisterait, à hauteur de près d'un cinquième de la dette globale des entreprises espagnoles, italiennes et portugaises réunies. À supposer que les conditions économiques et financières n'enregistrent aucune autre amélioration, ce qui correspondrait à un cas de figure plus défavorable que celui des améliorations conjoncturelles prévues dans le scénario de référence de l'édition d'octobre 2013 des *Perspectives de l'économie mondiale*, certaines banques de ces pays pourraient être amenées à augmenter davantage leurs provisions pour parer à une détérioration éventuelle de la qualité des crédits aux entreprises et, partant, à réduire sensiblement leurs bénéfices. Les travaux récemment engagés pour évaluer la qualité des actifs et accroître le provisionnement et les fonds propres ont contribué à accroître la capacité d'absorption des pertes des établissements bancaires, mais il demeure essentiel d'intensifier les efforts pour purger les bilans bancaires et avancer vers une union bancaire intégrale. Ces mesures devraient s'accompagner d'une évaluation et d'une stratégie globales pour corriger le surendettement des entreprises non financières.

Plusieurs initiatives peuvent contribuer à avancer de manière ordonnée vers une plus grande stabilité financière :

- L'accélération de la croissance aux États-Unis jette les bases d'une normalisation de la politique monétaire. Pour que la transition s'opère sans heurts il faut gérer les effets d'une plus grande volatilité et des ajustements de portefeuille, tout en corrigeant les faiblesses de liquidité structurelle et les vulnérabilités systémiques. Il est primordial que les banques centrales adoptent une stratégie de communication claire dotée d'échéances appropriées. Par rapport aux précédents cycles de durcissement, les autorités disposent d'une panoplie d'instruments plus vaste. Cependant, en cas de chocs défavorables, des dispositifs de secours pourraient être nécessaires pour éviter que certains segments du marché ne soient contraints de brader leurs actifs et pour gérer les retraits ou les liquidations ordonnées. Une supervision plus rapprochée contribuerait à réduire les risques liés à un levier financier excessif dans le système

bancaire parallèle et en particulier dans les grandes sociétés d'investissement en crédits immobiliers.

- Dans les pays émergents, les tensions extérieures tendront davantage à se transmettre principalement par le biais des contraintes de liquidité sur les marchés obligataires et les marchés des changes, plutôt que par les circuits de financement bancaire. En outre, la réaction des investisseurs étrangers à l'évolution des anticipations à l'égard de la politique monétaire américaine continuera d'avoir une influence sur les marchés locaux. En présence de fortes sorties de capitaux, certains pays pourraient être amenés à se centrer sur le bon fonctionnement des marchés, en utilisant à bon escient leurs marges de manœuvre. Pour que les pays émergents soient en mesure de préserver leur résilience, ils devront s'attaquer de manière plus résolue aux facteurs de vulnérabilité intérieurs face à la modération des perspectives de croissance relative, à la montée des taux d'intérêts nominaux aux États-Unis et à la diminution des flux de capitaux. Les gouvernements doivent suivre de près et maîtriser la croissance rapide de l'endettement des entreprises. Dans le cas des financements extérieurs, les instances nationales de réglementation bancaire doivent prévenir les asymétries de monnaie risquant de plomber les bilans des banques, y compris dans le cas des emprunts en devises des entreprises. En outre, il sera vraisemblablement utile de constituer des marges de manœuvre suffisantes et de corriger les déséquilibres macroéconomiques pour se protéger contre une montée de la volatilité et des primes de risque.
- Maîtriser les risques qui pèsent sur le système financier chinois est une tâche aussi importante que délicate. Il importe de contenir la vaste croissance du crédit afin de limiter les risques pour la stabilité financière et de promouvoir le rééquilibrage de l'économie chinoise vers une moindre prépondérance de l'investissement dans le capital et l'immobilier nourri par le crédit. Il importe de renforcer la surveillance prudentielle du système bancaire parallèle, de supprimer les incitations à l'arbitrage réglementaire au moyen d'une libéralisation constante de la finance (par exemple, des taux créditeurs), et de dissiper l'idée généralisée que des garanties et des dispositifs de sauvetage implicites seront disponibles pour les crédits bancaires aux entreprises et les produits d'épargne à risque. À moins que les pertes de crédit ne soient assumées par les prêteurs et les épargnants, l'État risque d'avoir à prendre en charge des coûts budgétaires considérables et imprévisibles.
- Le Japon doit mener à terme ses politiques volontaristes, en mettant en application les mesures annoncées sur le plan budgétaire et structurel, afin d'écartier les risques baissiers. Ces politiques s'imposent pour contrer une éventuelle poussée des primes de risque des titres d'État dans l'éventualité où la dynamique de la dette souveraine ne s'améliorerait pas. Pour contribuer à maîtriser les risques pesant sur la stabilité, il est

également nécessaire de rendre les structures du marché plus résilientes (par exemple en modifiant les garde-fous sur les marchés de dérivés) et d'agir sur le profil de risque des banques régionales.

- La zone euro doit avancer davantage dans la réduction des surendettements et le renforcement des bilans bancaires en veillant parallèlement à renforcer son architecture financière et à mener à terme le travail lié à l'union bancaire. Il importe de rétablir entièrement la confiance des investisseurs dans les banques de la zone euro et de faciliter les flux de crédit vers les entreprises viables : ainsi que cela a été projeté, il faudra d'abord effectuer une évaluation exhaustive, réaliste et transparente des bilans. Des dispositifs de secours crédibles pour parer aux déficits de fonds propres doivent être mis en place et expliqués avant la publication des résultats de cette évaluation. Le surendettement des entreprises doit être abordé de manière plus globale, y compris au moyen de la radiation de dettes, d'une amélioration du dispositif applicable aux entreprises en difficultés et de la promotion active de sources de crédit non bancaire. Enfin, pour accorder le temps suffisant à la réparation des bilans du secteur privé, il est vital que la Banque centrale européenne intensifie son appui monétaire et que la Banque européenne d'investissement en fasse de même en matière de crédit aux entreprises viables.
- La recapitalisation des banques à l'échelle mondiale affiche des résultats différents car les établissements n'en sont pas au même niveau de réparation des bilans et ils évoluent dans des environnements économiques et réglementaires distincts. Il est avant tout essentiel de renforcer la crédibilité, la transparence et la solidité des bilans, tout en évitant que les banques ne subissent de tensions intempestives imputables à un manque de coordination des initiatives réglementaires nationales et au climat d'incertitude. Un travail plus poussé s'impose pour évaluer en quoi la conjoncture du marché et les initiatives réglementaires liées aux banques agréées risquent d'influer sur le coût des liquidités et leur approvisionnement. Il faudra au moins accroître la surveillance et la vigilance face aux conséquences des tensions sur le marché des liquidités à mesure que les taux d'intérêt et la volatilité augmenteront.

À supposer que ces difficultés soient correctement gérées et que les réformes soient mises en œuvre comme prévu, la transition vers une plus grande stabilité financière devrait pouvoir s'opérer sans heurts et renforcer les bases de l'activité du secteur financier et de la croissance économique. En revanche, si les réformes nécessaires pour corriger les nombreux problèmes signalés plus haut n'étaient pas exécutées, cela pourrait avoir de graves conséquences pour les autres régions et éventuellement remettre en question la transition ordonnée vers une plus grande stabilité.

Le chapitre 2 passe en revue les efforts déployés pour insuffler une nouvelle vigueur à la faible croissance du crédit, cause principale, selon de nombreux analystes, de la lenteur de la reprise

économique. Le chapitre énumère les politiques mises en œuvre par différents pays et établit un cadre d'évaluation de leur efficacité. Il pose que les politiques les plus efficaces sont celles qui ciblent les contraintes à la base de la morosité du crédit. En utilisant plusieurs outils analytiques, le chapitre constate que les contraintes qui pèsent sur le marché du crédit évoluent dans le temps et dans l'espace, d'où la nécessité de réaliser une évaluation poussée des particularités de chaque pays. De meilleures données sur les nouveaux prêts aideraient également à mieux cerner les contraintes. Dans de nombreux cas, les politiques axées sur l'offre et la demande sont complémentaires, mais il ne faut pas perdre de vue leur importance relative et leur agencement. Les gouvernements doivent par ailleurs être conscients des coûts budgétaires des politiques de crédit et des conséquences qu'elles peuvent avoir pour la stabilité financière. Les principaux aléas concernent l'augmentation du risque de crédit, notamment sous la forme d'un relâchement des normes de prêt et du risque de renouvellement perpétuel des crédits existants. Il n'est peut-être pas nécessaire ni approprié de tenter d'atténuer ces risques face à une reprise qui reste faible car cela pourrait aller à l'encontre des objectifs visés par les politiques de crédit (souvent conçues pour accroître la prise de risques); mais les gouvernements doivent en permanence jauger les avantages à court terme et les coûts à plus long terme des politiques de promotion du crédit. Le chapitre 3 examine en quoi les structures de financement bancaire agissent sur la stabilité financière et cherche à savoir si les initiatives de réforme réglementaire peuvent les rendre plus stables, diversifiées et résilientes. Le chapitre conclut que les banques saines font davantage appel aux fonds propres qu'à l'endettement — notamment les financements de gros qui ont contribué à la crise financière mondiale — et utilisent les dépôts comme principale source de financement. Plusieurs réformes encouragent à juste titre nombreux de ces attributs souhaitables, encore que des choix soient parfois inévitables. Il existe d'une part des pressions qui poussent à opter davantage pour un financement garanti — qui entraîne une plus grande consignation des actifs — et pour les dépôts, de manière à réduire la vulnérabilité des banques aux turbulences des marchés de financement de gros. Par ailleurs, le pouvoir de mettre à contribution les obligataires et la préférence accordée aux déposants confèrent une plus grande protection aux contribuables et aux épargnants aux dépens des détenteurs de dette de gros non garantie. Une analyse numérique illustre l'impact sur le coût de la dette non garantie à mesure qu'augmente la proportion des créanciers nouvellement protégés. Dans les conditions actuelles, et compte tenu des protections accordées aux déposants (notamment dans le cas des banques bien capitalisées), l'augmentation serait modeste; cependant, si les protections accordées aux déposants étaient sensiblement élargies, l'effet pourrait être considérable. Une mise en œuvre avisée des réformes peut atténuer les tensions : le dispositif de Bâle III et les réformes des dérivés de gré à gré doivent être mis en application comme prévu, mais les gouvernements doivent suivre l'augmentation de la demande de garanties et veiller à ce que suffisamment d'actifs non grevés soient disponibles pour permettre une mise à contribution significative des créanciers de rang supérieur non garantis.