

Points de presse — Chapitre 1 : *Évaluation des risques financiers mondiaux*

Rapport sur la stabilité financière dans le monde, avril 2007

Principaux points

- La stabilité financière dans le monde continue de bénéficier des perspectives économiques favorables.
- Cependant, il convient de prêter attention au fait que les risques se sont accrus sur les marchés financiers et du crédit depuis le rapport de septembre 2006.
- La dégradation du marché hypothécaire à surprime aux États-Unis a été plus rapide que prévu à ce stade du cycle et, bien que limitées jusqu'à présent, ses retombées pourraient encore se propager à d'autres segments du marché.
- La récente vague d'achats financés par l'emprunt réalisés par des fonds de capital-investissement indique un certain relâchement de la discipline dans le domaine du crédit, et les entreprises acquises sont d'autant plus vulnérables aux chocs économiques que leur endettement a fortement progressé.
- Bien que les fondamentaux des pays émergents continuent dans l'ensemble de s'améliorer, l'accélération des apports de capitaux dans certains d'entre eux pourrait menacer la stabilité financière.
- Il se peut que les investisseurs n'accordent pas suffisamment d'importance aux risques de dégradation de la situation et exposent ainsi les marchés à un «choc de volatilité» plus grave en raison des liens plus étroits entre les produits et les marchés financiers.

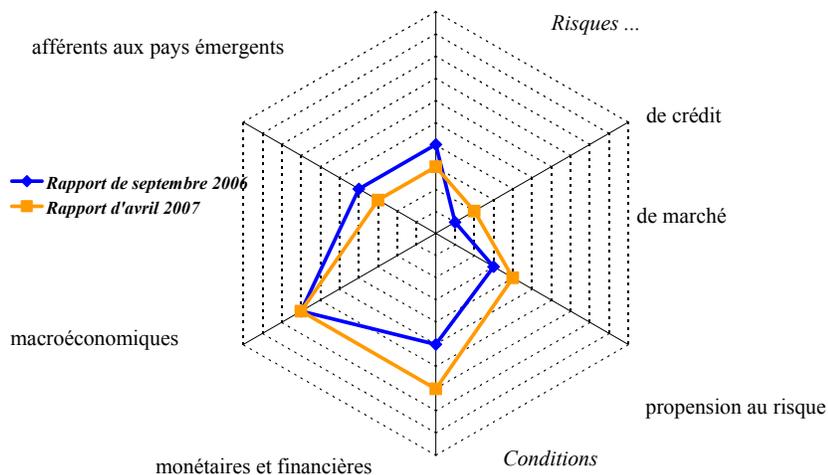
Le climat financier est favorisé par la situation économique mondiale, mais les conditions et les risques sous-jacents ont changé quelque peu depuis la publication du rapport de septembre 2006 et peuvent éventuellement fragiliser la stabilité financière.

Les risques des marchés financiers et du crédit ont augmenté dans certains domaines :

- Aux États-Unis, le segment à surprime du marché hypothécaire s'est dégradé

Stabilité financière dans le monde

(Le risque est d'autant plus faible et les conditions plus strictes que le point se rapproche du centre)



plus rapidement que prévu à ce stade du tassement du marché immobilier.

Bien que l'impact de ce tassement soit essentiellement limité aux hypothèques à surprime et aux titres y adossés, l'essor de ce segment et ses liens de plus en plus étroits avec diverses catégories de titres pourraient perturber les marchés des actifs au sens plus général. En particulier, i) le relâchement des normes de crédit s'est peut-être propagé au-delà du secteur à surprime, car la souscription des garanties hypothécaires de meilleure qualité (certains compartiments du marché des prêts classés «Alt-A» en particulier, le marché le plus risqué après celui des crédits à surprime) a peut-être souffert des mêmes faiblesses que celles observées dans le secteur à surprime; ii) les cours sur le marché plus vaste des produits structurés adossés à des hypothèques à surprime ont réagi aux signes de dégradation; iii) d'autres marchés du crédit à la consommation, y compris ceux des cartes de crédit et des titres adossés à des crédits automobiles à surprime, pourraient accuser des pertes.

- **Une augmentation massive des prises de contrôle par des fonds de capital-investissement a été facilitée par les résultats robustes des entreprises, des structures de capital perçues comme trop faiblement endettées, le souci de limiter la surveillance dont font l'objet les sociétés cotées et des apports élevés de capitaux dans les fonds de capital investissement.** Jusqu'à présent, les entreprises prises pour cibles se caractérisent essentiellement par une trésorerie importante et un faible endettement. Cependant, certains indices donnent à penser que les risques de crédit augmentent à mesure que l'endettement accroît la valorisation de ces sociétés, alors que la discipline en matière de crédit se relâche sous l'effet d'un assouplissement continu des clauses des prêts. Il se peut qu'après leur acquisition, les entreprises dont l'endettement a fortement augmenté soient plus vulnérables aux chocs économiques. L'effondrement d'une ou plusieurs opérations importantes pourrait fragiliser les banques pendant la phase de syndication et déclencher une vaste réévaluation des risques pour une gamme plus large de produits de crédit.
- **Il se peut que les investisseurs n'accordent pas suffisamment d'importance aux risques de dégradation des marchés financiers,** en prenant pour acquis qu'une instabilité faible et des primes de risque peu élevées font partie des caractéristiques permanentes de ces marchés. L'essor des «carry trades» montre aussi que, pour les opérateurs sur le marché, les facteurs cycliques (liquidités considérables, faible endettement et forte propension au risque, entre autres) qui contribuent au faible niveau d'instabilité ne risquent pas de s'inverser à court terme. Les positions d'endettement et les incertitudes sur la concentration des risques résultant du dynamisme de produits innovants et complexes pourraient amplifier un «choc de volatilité».

Les risques allant de pair avec les apports de capitaux dans les pays émergents et les perspectives macroéconomiques mondiales demeurent, mais se sont quelque peu atténués :

- **Dans certains pays émergents, les apports de capitaux ont augmenté rapidement, du fait en partie d'une amélioration des fondamentaux économiques**, ainsi que de la recherche du rendement étant donné le bas niveau des taux d'intérêt sur les marchés matures. L'importance prise par les flux du secteur privé (flux bancaires dans les pays émergents d'Europe et flux de portefeuille dans les autres régions, en particulier) semble indiquer que les investisseurs étrangers prennent davantage de risques. Cela pourrait créer des difficultés pour les autorités de certains pays bénéficiaires accusant un déficit courant élevé, surtout si les flux de capitaux devaient s'inverser.

- **Les risques de dégradation de la situation liés à l'évolution de la croissance mondiale ont également diminué depuis septembre dernier.** S'il s'est quelque peu atténué, le risque d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux reste préoccupant. Dans leurs travaux, les services du FMI semblent indiquer que les apports sur les marchés obligataires aux États-Unis, qui ont aidé à financer le déficit courant de ce pays, réagissent davantage aux écarts d'intérêt, ce qui permet de penser qu'une contraction des écarts de rendements observés pour ces flux pourrait avoir des répercussions sensibles.

Aucun de ces risques ne menace directement la stabilité financière, mais tout impact négatif sur l'un d'eux pourrait amener à réévaluer les autres. Aux États-Unis, les contrôleurs financiers doivent identifier les risques de propagation du ralentissement du marché immobilier et veiller sans cesse à ce que les normes de souscription des hypothèques soient respectées. Les autorités des marchés matures doivent continuer de surveiller la progression des prises de contrôle par des fonds de capital-investissement et encourager les intermédiaires financiers à évaluer les risques en jeu et à suivre les normes de crédit. Enfin, le meilleur moyen de faire face aux risques plus nombreux pris par les opérateurs sur le marché est de s'assurer que ceux-ci en saisissent bien l'étendue afin de réduire la probabilité de retournements brutaux de comportement.

Points de presse — Chapitre 2 : *Évolution de la base des investisseurs internationaux et conséquences pour la stabilité financière*

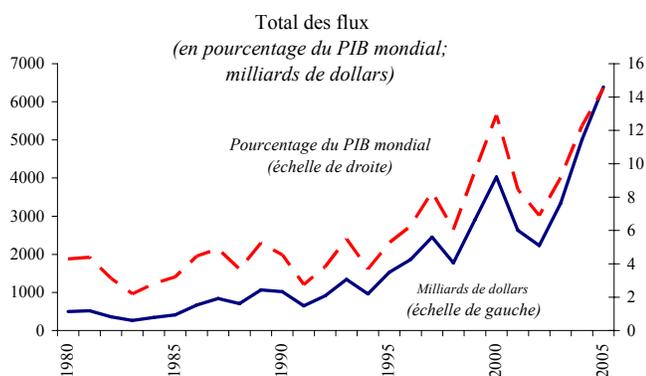
Rapport sur la stabilité financière dans le monde, avril 2007

Principaux points

- Au cours de la dernière décennie, les marchés financiers, ainsi que la diversification de leurs activités, et l'internationalisation de l'allocation des actifs ont connu un essor sans précédent.
- L'augmentation des actifs gérés par les investisseurs traditionnels s'est accompagnée d'un recul de la préférence nationale et d'un accroissement de l'investissement dans les fonds spéculatifs à vocation internationale. Le secteur officiel est devenu un acteur clé de l'allocation internationale des actifs.
- La plus grande diversité des investisseurs devrait contribuer à la stabilité financière; cependant, la rapidité de ces évolutions peut fausser temporairement les cours sur les marchés financiers et créer des poches de facteurs de vulnérabilité.
- Les pays peuvent réduire les facteurs de vulnérabilité en instaurant un climat de nature à promouvoir des marchés et des instruments solides.

On a constaté au niveau international une accumulation rapide des actifs financiers, qui ont triplé au cours de la dernière décennie. Si cette accumulation traduit en partie la poursuite ou la reprise de tendances manifestes depuis un certain temps, plusieurs nouveaux facteurs ont été observés ces dernières années, notamment l'élargissement de la base des investisseurs désireux de détenir des actifs internationaux.

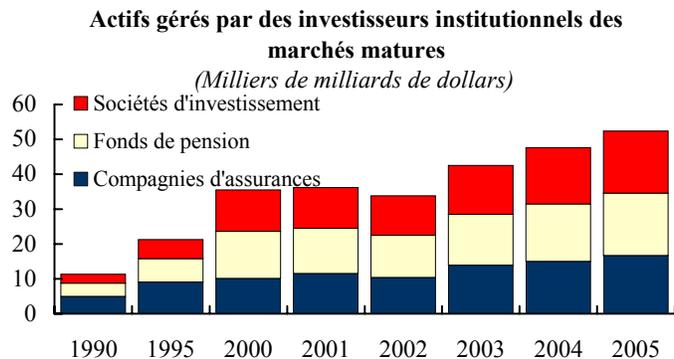
Certaines catégories d'investisseurs, comme les investisseurs institutionnels privés des économies de marché matures, ainsi que le secteur officiel des pays émergents, ont pris de l'importance sur les marchés financiers mondiaux.



Source : calculs effectués par les services du FMI à partir de données d'International Financial Statistics et des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Plusieurs facteurs ont influé sur le volume et la nature des flux financiers internationaux :

- **Les actifs gérés par les investisseurs institutionnels des marchés matures ont enregistré une croissance rapide.** Ces actifs ont plus que doublé au cours de la dernière décennie pour atteindre environ 53.000 milliards de dollars en 2005; les investisseurs institutionnels des États-Unis comptent pour environ la moitié de cette somme et ceux de l'Europe



Sources : International Financial Services, Londres; OCED; estimations des services du FMI.

- continentale pour plus du quart, devançant ceux du Japon et du Royaume-Uni. Pour ce qui est de la gestion classique des investissements, les actifs des fonds de pension gérés par des investisseurs institutionnels se sont considérablement accrus.

- **Le comportement des investisseurs institutionnels en matière d'allocation des actifs a changé. On a constaté un recul de la préférence nationale** (allocations privilégiant le pays d'origine), comme en témoignent les parts respectives des prises de participation et des titres de créances dans les portefeuilles. **En outre, les fonds de pension ont été de plus en plus utilisés pour obtenir des rendements plus élevés.** Les fonds de pension, et les fonds spéculatifs eux-mêmes, ont de plus en plus investi dans les fonds spéculatifs. D'après les estimations des marchés, les actifs gérés par les fonds spéculatifs, bien que faibles si on les compare à d'autres investisseurs institutionnels, sont passés de 30 milliards de dollars en 1990 à plus de 1.400 milliards à la fin de 2005. Le capital alloué par les investisseurs institutionnels mondiaux à des fonds de pension était estimé à 360 milliards de dollars à la fin de 2005, soit 30 % des actifs des fonds de pension.

- **Le secteur officiel des pays émergents, en particulier les banques centrales et les fonds de richesse nationale, est devenu un acteur important de l'allocation internationale des actifs et a contribué au financement des déséquilibres mondiaux.** Les réserves officielles brutes ont plus que doublé depuis 2002 pour atteindre près de 5.000 milliards de dollars en septembre 2006. En outre, les administrations publiques des pays spécialisés dans les produits de base sont devenues de grands investisseurs en instruments financiers, actions et obligations en particulier, par l'intermédiaire de fonds de richesse nationale. D'après les estimations des marchés, ces fonds gèrent plus de 1.400 milliards de dollars.

La diversité des actifs accumulés internationalement à l'heure actuelle, ainsi que des pays d'origine et des investisseurs concernés par cette accumulation, donne à penser que cette forme de mondialisation devrait favoriser la stabilité financière. Il apparaît qu'en adoptant des horizons à long terme et en réduisant leur endettement, les investisseurs institutionnels sont plus à même de faire face à la volatilité des marchés. Cela dit, la rapidité de ces évolutions et la dimension même des flux de capitaux peuvent fausser temporairement les cours sur les marchés financiers et créer des poches de facteurs de vulnérabilité. Dans certains pays émergents, le volume disponible d'actifs financiers intérieurs ne peut répondre à l'augmentation de la demande, ce qui entraîne une forte hausse des cours, une croissance rapide du crédit et l'appréciation de la monnaie. En outre, les investisseurs expérimentent actuellement des placements plus risqués qu'ils connaissent mal. Le rôle croissant des investisseurs endettés, comme les fonds spéculatifs, a peut-être provoqué une surréaction des cours des actifs pendant les périodes fastes, accroissant le risque d'une correction lorsque les conditions financières s'aggravent.

Il convient de réorienter la réglementation et le contrôle prudeniels vers les risques internationaux afférents aux instruments des marchés financiers. Les pays peuvent réduire les facteurs de vulnérabilité en promouvant des marchés et des instruments solides et en offrant aux opérateurs la possibilité de répartir les risques et de les transférer à ceux qui sont les plus aptes et les mieux disposés à les supporter. Enfin, et ce n'est pas négligeable, les mécanismes susceptibles de combler le déficit considérable d'informations financières au niveau mondial peuvent renforcer l'efficacité de la surveillance.

**Points presse pour le Chapitre 3: Mondialisation des institutions financières :
Conséquences pour la stabilité financière**

Rapport sur la stabilité financière dans le monde (RSFM), avril 2007

Thèmes principaux

- **La mondialisation des institutions financières semble avoir amélioré la stabilité financière de manière générale du point de vue des institutions individuelles et face à des chocs relativement peu importants.**
- **Mais les crises graves ont des répercussions de plus en plus étendues et sont compliquées à résoudre à cause des liens accrus au sein des grandes institutions internationales et entre elles.**
- **Les décideurs doivent s'assurer qu'un contrôle permanent des institutions financières internationalisées est effectivement coordonné entre les pays et que les dispositifs de gestion des crises sont solides.**

La tendance à une mondialisation accrue des institutions financières est étroitement liée aux autres changements structurels qui ont lieu dans le secteur financier, notamment l'augmentation des grands groupes qui combinent une série de différentes activités du secteur financier ; le grand nombre de fusions et d'acquisitions ; la titrisation en cours et l'expansion des produits dérivés ainsi qu'une amélioration des capacités de gestion des risques au sein des institutions grâce à des progrès technologiques rapides. Ces tendances ont créé des institutions plus importantes qui ont un rayonnement plus international (institutions financières de taille importante et complexes) et s'appuient souvent de plus en plus sur le financement des marchés internationaux plutôt que sur des sources intérieures. Elles ont aussi causé un accroissement de l'internationalisation des banques quelque peu moins importantes,

Tableau 3.1. Fusions et acquisitions de l'industrie financière, 1996–2006

	1996	2001	2006
	<i>(en milliards de dollars EU)</i>		
Par région			
Pays développés ¹	76.4	306.0	778.5
Transfrontalières ¹	0.3	79.6	273.8
Reste du monde	2.7	70.2	124.1
Transfrontalières	0.0	29.5	85.6
Total	79.1	376.1	902.5
Transfrontalières	0.3	109.1	359.5
	<i>(en pourcentage du total)</i>		
Fusions et acquisitions transfrontalières			
Pays développés ¹	0.3	21.2	30.3
Reste du monde	0.0	7.8	9.5
Total	0.3	29.0	39.8

Source : Bloomberg L.P.

Note : n'inclut que les transactions où l'objet et l'acquéreur sont considérés comme des institutions financières.
¹Australie, Canada, Japon, Nouvelle Zélande, Etats-Unis et Europe occidentale.

souvent régionales, et parfois de banques situées dans des pays émergents ou en développement.

De tous les types d'institutions financières, ce sont les banques qui se sont le plus efforcées d'avoir une présence internationale. Les prises de participations étrangères ont augmenté particulièrement rapidement en Europe de l'Est et en Amérique latine.

Pour les institutions individuelles, la diversification transfrontalière semble présenter des avantages au niveau de la rentabilité et de la valorisation du marché mais aussi au niveau de la solidité des indicateurs. Reste à savoir si ce type de diversification a donné lieu à une diminution du risque systémique de ces institutions en tant que groupe, notamment face à des situations graves. Lorsque les banques en tant que groupe se diversifient au niveau international, les systèmes peuvent devenir plus vulnérables aux chocs courants importants et aux répercussions. Par exemple, les échanges et autres types de liens ont augmenté entre les grandes institutions mondialisées. Et les marchés bancaires majeurs locaux et internationaux sont plus concentrés, avec un nombre relativement faible de grandes institutions internationales qui jouent un rôle central dans un certain nombre d'entre eux. Ces effets peuvent éventuellement accroître les risques systémiques dans les systèmes financiers et au niveau international.

Pour les pays d'accueil, la présence de banques étrangères solides semble avoir renforcé la résistance des systèmes bancaires aux crises bancaires intérieures traditionnelles. Toutefois, il est possible que les banques avec une participation étrangère soient devenues des circuits par lesquels d'autres vulnérabilités pourraient s'accumuler. Les systèmes financiers qui comptent un nombre important de banques étrangères sont plus vulnérables aux chocs extérieurs qui affectent les banques mères par exemple. Dans certains cas, ces chocs sont plus forts et sont moins faciles à surmonter pour les autorités locales qui ont du reste du mal à les prévoir.

Pour optimiser les avantages de la mondialisation financière tout en contenant les risques potentiels, les décideurs doivent assurer un contrôle efficace coordonné des institutions financières internationalisée pour aider à prévenir les crises. Ils doivent aussi mettre en place des dispositifs transfrontaliers de gestion et de résolution des crises qui soient suffisamment robustes pour faire face à un choc grave et minimiser les répercussions. Les progrès sont en cours dans ces domaines, mais il faut faire davantage dans un plus grand nombre de pays.