

Les risques à court terme sont plus faibles

Le renforcement du système financier mondial se poursuit grâce aux politiques d'accompagnement exceptionnelles, à l'amélioration des réglementations et à la reprise conjoncturelle de la croissance. La solidité des banques dans bien des pays avancés continue de s'améliorer car la résolution de certaines banques moins solides a progressé, tandis qu'une majorité d'établissements d'importance systémique réajustent leurs modèles opérationnels et redeviennent rentables. La reprise de l'activité mondiale, examinée dans les *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre (PEM) 2017, a dopé la confiance dans les marchés tout en réduisant les menaces qui pèsent sur la stabilité financière à court terme.

Mais malgré la récente embellie, la poursuite de la politique monétaire accommodante—nécessaire pour soutenir l'activité et stimuler l'inflation—entraîne aussi un accroissement de la valeur des actifs et de l'effet de levier. Les risques pour la stabilité financière se transposent du système bancaire au secteur non bancaire et au secteur des marchés du système financier. Ces évolutions et risques obligent à doser de manière appropriée la normalisation à terme des politiques monétaires, tout en évitant une accumulation continue des risques financiers en dehors du secteur bancaire et en s'attaquant aux problèmes résiduels hérités de la crise.

Les deux faces de la normalisation de la politique monétaire

La trajectoire de référence de l'économie mondiale, telle qu'envisagée par les banques centrales et les marchés financiers, prévoit une poursuite des politiques monétaires accommodantes, car les taux d'inflation ne devraient se redresser que lentement. Par conséquent, le processus de normalisation des politiques monétaires risque de s'étaler sur plusieurs années. Une normalisation trop rapide retirerait l'appui indispensable pour pérenniser la reprise et relever l'inflation sous-jacente comme souhaité, dans les principaux pays. Les politiques monétaires non conventionnelles et l'assouplissement quantitatif ont imposé d'importants ajustements de portefeuille dans le secteur privé et au plan transfrontalier, rendant l'ajustement des marchés financiers beaucoup moins prévisible que dans les cycles précédents. Des changements soudains ou inopportuns pourraient provoquer des turbulences intempestives sur les marchés financiers et se propager à l'échelle internationale. Cependant, l'appui monétaire prolongé envisagé pour les grandes économies pourrait favoriser une accumulation des excès financiers. À mesure que la recherche de rendements s'intensifie, les facteurs de vulnérabilité se transposent au secteur non bancaire et les risques de marché s'accroissent. Il y a trop d'argent en quête de trop peu d'actifs rentables : actuellement moins de 5 % (1800 milliards de dollars) du volume mondial d'actifs à revenus fixes ayant valeur d'investissement génèrent un rendement supérieur à 4 %, contre 80 % (15 800 milliards de dollars) avant la crise. La valeur des actifs est en hausse sur certains marchés car les investisseurs sont forcés de sortir de leur habitat naturel de risques et d'accepter des risques de crédit et de liquidité plus élevés pour doper les rendements.

Parallèlement, l'endettement des principales économies de la planète s'accroît. L'effet de levier dans le secteur non financier est désormais plus élevé qu'avant la crise financière mondiale dans l'ensemble des pays du G20. Même si cette situation a favorisé la reprise économique, elle a rendu le secteur non financier plus vulnérable aux variations de taux d'intérêt. La hausse de l'effet de levier a entraîné une augmentation des ratios du service de la dette du secteur privé dans plusieurs des grandes économies, malgré la faiblesse des taux d'intérêt. Cela met à rude épreuve la capacité des emprunteurs plus faibles à assurer le service de la dette dans certains pays ou secteurs. Les tensions liées au service de la dette et les niveaux d'endettement dans le secteur privé non financier sont déjà élevés dans plusieurs des principaux pays

(Australie, Canada, Chine, Corée), ce qui les rend plus sensibles au resserrement des conditions financières et au ralentissement de l'activité économique.

Le principal défi pour les décideurs consiste à maîtriser l'accumulation des facteurs de vulnérabilité financière tout en maintenant une politique monétaire propice au redressement de l'économie mondiale. Sinon, l'augmentation de la dette et la surévaluation des actifs pourraient miner la confiance dans les marchés, avec des répercussions potentielles sur la croissance mondiale. Le présent rapport examine un scénario baissier, dans lequel une réévaluation des risques cause une flambée du coût du crédit, une chute du prix des actifs et un retrait des marchés émergents. Les répercussions économiques de ce resserrement des conditions financières mondiales seraient considérables (environ le tiers de l'intensité de la crise financière mondiale) et plus généralisées (la production mondiale chuterait de 1,7 % par rapport à la référence des PEM et les effets varieraient d'un pays à l'autre). La normalisation monétaire connaîtrait une régression aux États-Unis et s'arrêterait partout ailleurs. Les pays émergents seraient touchés de façon disproportionnée, avec une baisse des flux de portefeuille estimée à 100 milliards de dollars sur quatre trimestres. Les fonds propres des banques subiraient l'impact le plus sévère dans les marchés où l'effet de levier est le plus élevé et où les banques sont plus exposées aux secteurs du logement et des entreprises.

Inversion de l'effet de levier en Chine : défis à l'horizon

Le rythme soutenu de la croissance en Chine et le resserrement de la politique financière ces derniers trimestres ont apaisé les craintes d'un ralentissement à court terme et de répercussions négatives sur l'économie mondiale. Cependant, l'ampleur, la complexité et le rythme de croissance du système financier chinois laissent entrevoir des risques élevés pour la stabilité financière. Les actifs du secteur bancaire ont progressé de 240 % du PIB à fin 2012 à 310 % actuellement. Par ailleurs, le recours accru aux financements de gros à court terme et au « crédit parallèle » pour les entreprises accroît la vulnérabilité des banques. Les autorités doivent réussir à concilier resserrement des politiques du secteur financier et ralentissement de la croissance économique. Un repli ne serait-ce que modeste de la croissance du crédit parallèle compromettrait la rentabilité et l'offre plus générale de crédit des banques de petite ou de moyenne envergure.

La solidité des banques au niveau mondial s'améliore

La santé des banques d'importance systémique mondiale (BISM) continue de s'améliorer. Grâce à l'amélioration des marges de fonds propres et de liquidité, dans un contexte de durcissement de la réglementation et de redoublement de la surveillance des marchés, les bilans sont plus solides. La résolution des problèmes hérités de la crise et des difficultés liées à la restructuration a beaucoup progressé. En même temps, bien que de nombreuses banques aient renforcé leur rentabilité en réorientant leur modèle opérationnel, beaucoup restent confrontées à des problématiques issues de la crise et à des problèmes de modèle opérationnel. Des banques dont l'actif se chiffre à environ 17000 milliards de dollars, soit près d'un tiers de l'actif total des BISM, pourraient continuer de générer des rendements non viables, y compris en 2019. Étant donné que des problèmes dans une seule BISM pourraient provoquer des tensions systémiques, la supervision doit rester axée sur les risques liés aux modèles opérationnels et sur une rentabilité durable. Les compagnies d'assurance-vie adaptent aussi leur stratégie opérationnelle à la faiblesse des rendements consécutive à la crise financière mondiale. Pour ce faire, elles réduisent leurs engagements dans les actifs compromis, délaissent les titres à revenu fixe et recherchent des rendements plus importants

dans les portefeuilles d'investissement. Parallèlement, les instances de supervision doivent surveiller l'exposition croissante aux risques de marché et de crédit.

Les décideurs doivent agir de manière résolue

Les décideurs doivent tirer parti de l'amélioration des perspectives mondiales et éviter un relâchement de la vigilance en s'attaquant à la montée des facteurs de vulnérabilité à moyen terme.

Les décideurs et les autorités de réglementation doivent régler les problèmes hérités de la crise dans leur intégralité et exiger un renforcement du bilan des banques et des compagnies d'assurance dans les pays avancés. Cela comprend la mise en œuvre d'un régime de résolution des banques internationales, un accent sur les risques découlant des modèles opérationnels inefficaces pour garantir une rentabilité durable, et le parachèvement de Bâle III. Il convient d'étoffer les cadres réglementaires régissant les compagnies d'assurance-vie afin d'accroître la transparence de la communication d'informations et de les inciter davantage à renforcer leur résilience. Une riposte mondiale coordonnée des pouvoirs publics s'impose pour faire face aux cyberattaques (voir l'encadré 1.2).

Les principales banques centrales doivent assurer une normalisation sans heurt de la politique monétaire en communiquant clairement sur le dénouement de leurs avoirs en titres et en donnant des orientations sur d'éventuels changements de politique économique. La définition d'une trajectoire claire des changements permettra d'ancrer les anticipations sur les marchés et de parer à une dislocation ou une volatilité néfaste des marchés.

Les autorités financières devraient appliquer des mesures macroprudentielles et songer à étendre la portée de ces instruments en vue de freiner la montée de l'effet de levier et de maîtriser les risques croissants pour la stabilité. À titre d'exemple, des mesures fondées sur les emprunteurs devraient être adoptées ou resserrées pour ralentir la croissance rapide des segments surévalués ; les tests de la résistance des banques doivent supposer plus de tensions dans l'évaluation des actifs. Il faudrait relever les exigences de fonds propres pour les banques qui sont plus exposées à des emprunteurs vulnérables, en guise de protection face aux engagements déjà accumulés, et afin d'encourager les banques à octroyer de nouveaux prêts à des secteurs moins risqués.

La réglementation du secteur financier non bancaire mérite d'être renforcée pour limiter la migration des risques et empêcher le financement excessif des marchés financiers. Il faudrait accélérer la transition vers une supervision axée sur les risques et adopter une réglementation harmonisée des compagnies d'assurances, avec un accent sur les fonds propres. Dans les segments où l'effet de levier est élevé, des règles microprudentielles plus strictes devraient être appliquées.

Le problème du surendettement doit être traité, surtout chez les plus gros emprunteurs car ils pourraient être à l'origine de chocs. L'adoption de mesures qui empêchent l'accumulation continue de dettes par les entreprises en les incitant à investir et en les dissuadant de se financer par l'emprunt contribuera à maîtriser la prise de risques financiers.

Les pays émergents devraient continuer de tirer parti des conditions extérieures favorables pour accroître leur capacité de résistance aux chocs, notamment en poursuivant le renforcement des positions extérieures, au besoin, et réduire l'effet de levier des entreprises s'il est considérable. Cela les placera en meilleure position pour faire face à une réduction des entrées de capitaux résultant de la normalisation monétaire dans les pays avancés ou du recul de l'appétit pour le risque à l'échelle mondiale. De la même manière, les emprunteurs des pays préémergents ou à faible revenu devraient se doter des capacités institutionnelles nécessaires pour enrayer les risques liés à l'émission de titres négociables, notamment en élaborant des stratégies globales de gestion de la dette à moyen terme. Cela leur permettra de profiter du développement et de l'accessibilité accrue des marchés financiers, tout en maîtrisant

les risques qui s'y rattachent.

En Chine, les autorités ont pris des mesures louables pour remédier aux risques dans le secteur financier, mais il reste du chemin à parcourir. Il sera difficile d'éliminer les facteurs de vulnérabilité sans ralentir la croissance du crédit. Les politiques récemment adoptées en vue d'améliorer la gestion des risques et la transparence du système bancaire et de restreindre l'accumulation des risques de transformation d'échéance et de liquidité dans les activités de crédit parallèle des banques sont essentielles et doivent se poursuivre. Cependant, les politiques doivent également s'attaquer aux faiblesses du bilan des banques faibles. L'engagement du gouvernement à réduire l'effet de levier des entreprises est à saluer et doit rester une priorité dans le cadre des efforts visant à protéger l'économie d'un ralentissement de la croissance du crédit.

Même si des progrès considérables ont été réalisés dans la définition des mesures de riposte après-crise, les progrès demeurent inégaux d'un secteur à l'autre et plusieurs difficultés subsistent tant au niveau de la conception que de la mise en œuvre. Il est crucial de parachever l'élaboration des réformes et de les mettre en œuvre pour limiter au minimum la probabilité d'une nouvelle crise perturbatrice. L'achèvement des réformes permettra également aux décideurs de procéder à une évaluation intégrale de leurs effets et de peaufiner les mesures convenues. Ils pourront ainsi remédier à tout effet matériel non souhaité que l'exécution globale des réformes pourrait avoir sur la fourniture de services financiers essentiels. Cela est important pour continuer de s'assurer que les changements atteignent les objectifs visés et pour contrer les récentes demandes de retrait des mesures, car ce retrait ne ferait qu'accroître la vulnérabilité du système financier.

Enfin, l'exécution de réformes structurelles et de politiques budgétaires propices (comme l'examine le scénario correspondant des *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2017) stimulerait la croissance mondiale et aurait des retombées économiques positives, renforçant l'efficacité de la politique financière.

Endettement des ménages et croissance économique

Le chapitre 2 examine les implications à court et à moyen terme de l'augmentation de la dette des ménages ces dix dernières années sur la croissance économique et la stabilité financière. Il montre que le ratio dette des ménages/PIB varie beaucoup d'un pays à l'autre, mais présente partout une trajectoire à la hausse qui a été atténuée, mais pas inversée, par la crise financière mondiale. Dans les pays avancés, avec des exceptions notables, la dette des ménages par rapport au PIB a progressivement gagné en importance, passant de 35 % en 1980 à environ 65 % en 2016, et a continué de croître depuis la crise financière mondiale, quoique plus lentement. Dans les pays émergents, le ratio reste beaucoup plus faible, mais s'est apprécié relativement plus rapidement en moins de temps, de 5 % en 1995 à environ 20 % en 2016. De surcroît, cette poussée a été essentiellement constante ces dernières années. Le chapitre constate qu'une dette plus élevée des ménages peut stimuler la croissance à court terme, mais peut présenter des risques à moyen terme pour la stabilité macroéconomique et financière, à savoir le recul de la croissance, de la consommation et de l'emploi, et l'augmentation du risque de crises bancaires. Cette dualité est encore plus manifeste lorsque la dette des ménages est plus élevée et peut être maîtrisée au moyen de politiques, d'institutions et de réglementations appropriées. Il s'agit notamment de politiques macroprudentielles et financières avisées, d'une meilleure supervision financière, d'une moindre dépendance aux financements extérieurs, de taux de change flexibles et d'une réduction des inégalités de revenu.

Les conditions financières peuvent indiquer la croissance

La crise financière mondiale a montré aux décideurs que les conditions financières constituent une précieuse source d'informations sur les risques pour la croissance future et un fondement pour des mesures préventives ciblées. Le chapitre trois décrit une nouvelle mesure macroéconomique de la stabilité financière en liant les conditions financières à la *distribution de probabilité* de la croissance future du PIB et applique cette démarche à un ensemble de 21 pays avancés ou émergents. Le chapitre indique que l'évolution des conditions financières influe sur l'ensemble de la répartition de la croissance future du PIB. Des écarts de risque plus larges, une instabilité croissante du prix des actifs et une diminution de l'appétit pour le risque au niveau mondial sont d'importants indicateurs de risques pour la croissance à moyen terme, tandis qu'une hausse de l'effet de levier et de la croissance du crédit sont des signes avant-coureurs pertinents de ces risques à moyen terme. Le contexte actuel, marqué par la faiblesse des coûts de financement et l'instabilité des marchés financiers, se prête à l'optimisme quant aux risques qui pèsent sur l'économie mondiale à moyen terme. Cependant, l'augmentation de l'effet de levier laisse entrevoir des risques à venir, et un scénario de décompression rapide des écarts et de volatilité pourrait considérablement assombri les perspectives de risques pour la croissance mondiale. Une analyse rétrospective en temps réel de la crise financière mondiale montre que des modèles de prévision tenant compte des conditions financières auraient conclu à une bien plus grande probabilité de la contraction économique qui a suivi, en comparaison avec les modèles fondés uniquement sur les derniers chiffres de la croissance. Cela confirme que la démarche analytique proposée dans ce chapitre peut enrichir le catalogue d'outils de surveillance macrofinancière utilisé par les décideurs.