

Crise ou pas crise : Comment l'éviter ?

Crisis or no crisis : How to avoid it ?

REZKI Sanaa

Doctorante

Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales

Université Hassan II - Maroc

Finance Banque et Gestion des Risques (FBGR)

Maroc

rezki.sanaa@gmail.com

SOUIRI Mustapha

Enseignant chercheur

Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales

Université Hassan II - Maroc

Finance Banque et Gestion des Risques (FBGR)

Maroc

Mustapha.souiri@univh2c.ma

Date de soumission : 11/11/2021

Date d'acceptation : 23/12/2021

Pour citer cet article :

REZKI. S & SOUIRI. M (2021) «Crise ou pas crise : Comment l'éviter ?», Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit «Volume 5 : Numéro 4» pp : 124 - 145

Résumé

Il est très difficile de pouvoir prédire les crises et encore moins de pouvoir limiter leur avènement. Récemment une crise sous une nouvelle forme de nature sanitaire a fait son apparition. Elle risque de provoquer une crise systémique à n'importe quel moment malgré les différentes mesures prises par les autorités pour atténuer les tensions financières en préservant les flux de crédit et en maintenant l'activité économique. Ces actions entreprises peuvent bien au contraire induire à des turbulences financières. En effet, les banques centrales sont confrontées à un arbitrage entre stimuler et favoriser la croissance économique sur le court terme et devoir supporter la montée des risques sur le moyen et le long terme. L'augmentation des facteurs de vulnérabilité alimente la bulle qui est en train de se constituer et risque de produire des effets néfastes si elle se déclenche. Nous avons essayé à travers cet article d'analyser la situation actuelle pour déterminer les facteurs déclencheurs de crises. Notre analyse a révélé l'existence de principalement quatre facteurs l'aléa moral lié au programme d'achat des actifs, le surendettement et le risque de l'effet de levier ainsi que le désalignement des prix dont la politique macroprudentielle peut être efficace à faire réduire leurs effets indésirables.

Mots clés : Programme d'assouplissement quantitatif ; Taux d'intérêt ; Surendettement ; Désalignement des prix ; Politique macroprudentielle.

Abstract

It is very difficult to be able to predict crises and even less to be able to limit their occurrence. Recently a crisis in new form of health nature appeared. It is likely to trigger a systemic crisis at any moment despite the various measures taken by the authorities to mitigate the financial tensions by preserving credit flows and by maintaining the economic activity. On the contrary these actions can lead to financial turmoil. Indeed, the central banks are facing arbitrage between stimulating and promoting economic growth in the short term and having to bear the risen of risks in the medium and long term. The increase of the vulnerabilities factors fuel the bubble that is in process of constitute and is likely to produce negative effects if it does occur. We have tried through this article to analyze the current situation to determine the factors triggering crises. Our analysis has reveal the existance of mainly four factors the assets purchase program, the over-indebtedness and leverage risk as well as the prices misalignment that the macroprudential policy can be effective to reduce their undesirable effects.

Keywords : Quantitative easing program ; Interest rate ; Over-indebtedness ; Price misalignment ; Macroprudential policy.

Introduction

Les autorités de régulation des pays développés et émergents ont réussi à maintenir l'activité de prêt à l'économie et la volatilité des marchés financiers grâce aux politiques monétaire et budgétaire qui ont été adoptées. La diminution des taux directeurs et l'adoption de politique non conventionnelle qui repose sur l'achat d'actifs ont permis de favoriser les conditions financières. Cependant les autorités vont devoir faire face à un dilemme entre le soutien de l'activité économique à court terme et l'assurance de la stabilité macrofinancière sur le long terme. Car le niveau bas des taux directeurs favorise l'endettement et la prise de risque comme le confirment Borio & Zhu (2012).

Les risques qui peuvent nuire la stabilité financière sont jusqu'à présent sur le court terme bien maîtrisés. Néanmoins l'augmentation des facteurs de vulnérabilité risque de provoquer une instabilité avec le creusement du déficit budgétaire et la montée des crédits accordés aux entreprises. Le besoin accru de liquidité ressenti par les entreprises peut provoquer des risques de solvabilité notamment pour les PME si la relance économique n'est pas assurée. Ces dernières enregistraient des taux élevés d'endettement avant l'avènement de cette crise sanitaire où elles ont dû faire à nouveau appel aux prêts pour faire face aux difficultés financières qui peuvent conduire aux faillites. Le volume des emprunteurs en défaut est conditionné par la rapidité du redressement ainsi qu'aux actions entreprises pour soutenir l'économie.

Aux niveaux des Etats, certains pays notamment émergents ou à faible revenu peuvent souffrir du surendettement auquel cas la seule issue qui semble possible pour sortir de cette situation est la demande d'aide officielle. Néanmoins cette solution fait supporter des coûts de crédits encore plus élevés et les rend plus vulnérables. A cause de la pandémie, les Etats ont dû apporter leurs aides financières pour répondre aux besoins des agents économiques. Ils se retrouvent en conséquence face à des difficultés liées à la baisse de la demande des obligations souveraines en raison de leurs situations de surendettement et de la valeur faible de leurs fondamentaux. Les investisseurs devenant plus réticents et vigilants, obligent les banques centrales notamment de pays émergents à acheter ces obligations sur le marché secondaire pour maîtriser la volatilité du marché.

Les entreprises pour répondre à leurs besoins de trésorerie ont eu recours au marché obligataire en émettant des obligations et au secteur bancaire en sollicitant des crédits tout en bénéficiant dans certains cas des garanties offertes par l'Etat sous forme de prêts garantis.

L'ensemble de ces mesures a allégé les tensions sur la liquidité ressenties par les entreprises et leur a permis de disposer de liquidité pour surmonter les difficultés liées à l'incertitude et à la baisse de rendements. Mais vers la fin du mois de mars 2021, les conditions sur les marchés obligataires commencent à se durcir.

Au niveau du secteur bancaire, les banques ont prouvé leur résilience au début de la crise actuelle en ayant un niveau élevé de fonds propres et de liquidité comparé à la crise des *subprimes*. Néanmoins, elles risquent de souffrir de difficultés financières si la situation économique met plus de temps à se redresser. Deux raisons à cela : d'une part le nombre des emprunteurs en défaut peut grimper et d'autre part le niveau bas des taux d'intérêt peut impacter négativement la rentabilité bancaire. Ainsi l'épuisement de leurs fonds propres peut conduire à des faillites en cascade.

Les établissements financiers non bancaires, quant à eux, occupent de plus en plus une place importante dans le marché du crédit et le financement du secteur non financier. Le manque de réglementation de ces acteurs les rend plus vulnérables et plus fragiles aux risques. La crise sanitaire actuelle a montré l'importance de les réguler. Leur relation avec les banques devient plus importante et risque en conséquence par effet de contagion de transmettre leurs risques au secteur bancaire.

Le décalage entre la sphère réelle et la sphère financière peut s'accroître si la relance économique n'a pas lieu. Les conditions financières favorables entraînent une surévaluation des valeurs boursières et foncières. Cette survalorisation est due principalement aux anticipations des investisseurs de futures baisses des taux d'intérêt et de la prime de risque. Quand les autorités de régulation s'abstiendront d'intervenir sur les marchés, une forte volatilité risque de se produire entraînant avec elle une chute brutale de la valeur des actifs. Le resserrement des conditions favorables de financement aura un impact significatif sur les entreprises notamment celles opérant dans les secteurs les plus touchés par la crise sanitaire comme la restauration et l'hôtellerie.

En se référant à l'histoire des crises financières et à l'évolution des modèles de crises bancaires (Rezki & Souiri, 2021), plusieurs éléments indiquent la présence de vulnérabilités financières qui peuvent conduire au déclenchement de crises. Comment peut-on donc éviter l'avènement d'une nouvelle crise ?

Pour répondre à cette question, il est nécessaire d'analyser la situation actuelle pour déterminer les facteurs de vulnérabilité qui risquent de nuire à la stabilité du système

financier. Cinq éléments ont été tirés de cette analyse qui feront l'objet des paragraphes suivants. Le premier paragraphe évoquera la politique monétaire non conventionnelle adoptée par les autorités pour réduire les tensions financières et ses effets indésirables sur les marchés financiers. Le deuxième paragraphe se penchera sur la transmission du risque de contagion à travers le canal monétaire du taux d'intérêt et son impact sur les marchés émergents. Le troisième paragraphe décrira le risque que présentent l'effet de levier et le surendettement sur la résilience des banques et la viabilité des entreprises. Le quatrième paragraphe traitera le désalignement des prix sur les marchés immobiliers en comparaison avec les fondamentaux économiques. Et enfin le dernier paragraphe abordera l'efficacité de la politique macroprudentielle à stimuler l'économie sur le court terme et à assurer la stabilité financière sur le moyen et le long terme.

1. Le programme d'achats des actifs et le risque de création d'un aléa moral

Plusieurs banques centrales principalement de pays émergents ont procédé à des achats d'actifs de dettes publiques et privés pour alléger les tensions sur les marchés financiers notamment obligataire et monétaire. Elles ont ainsi réussi à travers leurs interventions à faire réduire le rendement des obligations d'Etat sans pour autant affecter leurs taux de change. L'adoption de ces « programmes d'assouplissement quantitatif » a permis aux banques centrales de stabiliser les marchés financiers. D'autres mesures ont été aussi prises comme la baisse des taux directeur et du ratio des réserves obligatoires voire même la libération intégrale de ces réserves dans certains pays. L'ensemble de ces actions a permis de renflouer le marché en liquidité et a favorisé l'activité de prêts.

En revanche, l'application de cette politique non conventionnelle n'est pas sans effets négatifs sur les marchés financiers et sur l'économie en général. Si les banques centrales procèdent à des achats massifs et en continu des actifs, ceci affectera négativement leur crédibilité vis-à-vis des investisseurs et aura comme conséquence un retrait massif des fonds notamment si les fondamentaux économiques sont fragiles.

Conformément à la théorie de myopie au désastre, un des facteurs qui provoque une crise est l'intervention de la banque centrale. Ces programmes d'achats d'actifs ont sur le moyen terme un impact sur l'aversion aux risques des investisseurs, tout dépend du comportement des Etats pour restructurer les dettes et adopter des stratégies qui visent à atténuer le surendettement. Ceci reflétera la perception des investisseurs quant aux risques souverains. Les autorités de régulation notamment des pays émergents et pré-émergents doivent donc veiller à instaurer

une bonne gouvernance pour ne pas nuire leur crédibilité et mener une analyse complète et pointue des risques que comportent les actifs achetés en liaison avec les retombées négatives de la Covid-19 dans un environnement caractérisé par le surendettement.

Dans le marché des obligations, la prime de terme ou de risque était à un niveau faible en 2020 avant d'augmenter durant ces derniers mois. Plusieurs facteurs expliquent ce niveau bas : un taux d'inflation quasiment stable dans un environnement macroéconomique caractérisé par l'incertitude (Wright, 2011), un niveau bas des taux d'intérêt à long terme dans les marchés avancés et le lancement d'un programme d'achats des actifs pour soutenir l'économie. Autant de raisons expliquent pourquoi le coût de financement était moins important comparé à la période actuelle. Ceci a permis aux Etats de répondre à leurs besoins de financement liés à la pandémie. Ces pays émergents ont préféré émettre des dettes à court terme facturées à taux variable au lieu de prolonger la maturité des dettes déjà émises pour rendre leurs obligations plus attractives auprès des investisseurs. Ces agissements ont permis certes de maintenir la stabilité des marchés et de contenir les périodes d'aversion aux risques, mais ils ont aussi exposé ces Etats à des risques de refinancement liés à la hausse des taux d'intérêt.

Au début de 2021, la prime de terme sur les marchés émergents a augmenté par rapport à l'année précédente. Cette situation est liée aux effets induits par la hausse des taux américains et reflète le manque de visibilité et d'incertitude sur les marchés financiers. Selon une étude qui a été réalisée par le FMI publiée dans le rapport de la stabilité financière mondiale « *Global financial stability report, preempting a legacy of vulnerabilities* » en avril 2021, si aux Etats-Unis la prime augmente de 1 point de pourcentage ceci provoque une hausse de 60 points de base en moyenne de la prime dans les marchés émergents. Et une hausse de 30 points de base de la prime peut être générée par un choc d'un point de base émanant de l'incertitude et de dix points de base provenant des anticipations d'inflation. Ceci indique l'importance du risque de contagion, un élément déclencheur qui peut entraîner l'avènement de crises.

Le début de l'année 2021 a été marqué aussi par la volatilité des marchés boursiers, leur évolution dépassait celle des modèles établis à partir des fondamentaux. Cette volatilité reflète l'incertitude des investisseurs quant à la hausse des taux d'intérêt à long terme et l'appât du gain d'une autre catégorie d'investisseurs cherchant du profit en prenant des risques plus élevés. Ce comportement de cupidité a été constaté même auprès des institutions financières

non bancaires. Les fonds de pension ont réalisé d'importants investissements qui représentent des risques assez élevés en termes de liquidité et de levier sous-forme de capital-investissement et dans des actifs comme l'immobilier. Et les compagnies d'assurances ont acquis un volume important d'obligations qui comportent des risques et qui sont moins liquides rendant ainsi leur exposition aux risques bancaires plus importantes et la corrélation plus étroite.

La situation du marché des actions dépend en effet du degré de propagation du virus et des actions entreprises par les autorités pour soutenir et redresser l'activité économique. Seul le secteur technologique a enregistré de bons résultats sur ce marché en Chine et aux Etats-Unis. Néanmoins pour les autres secteurs qui sont animés par un contact interpersonnel, leur résultat était fortement touché par les mesures de précaution de distanciation sociale. Les secteurs de la finance et de l'énergie étaient aussi négativement impactés à cause des perspectives négatives des investisseurs quant à la croissance économique. Les entreprises cotées en bourse notamment celles souffrant de problèmes de solvabilité et de liquidité avant l'avènement de cette crise sanitaire étaient, elles aussi, fortement touchées. Leur sous-performance boursière notamment celles de nature américaines, françaises et britanniques au mois de juin 2021 évoluait entre 4 et 10 points de pourcentage.

2. La transmission du risque de contagion à travers le canal du taux d'intérêt

L'économie mondiale a dû faire face au stress lié à la crise sanitaire Covid-19. Elle est exposée à un risque important d'instabilité financière. Une situation dans laquelle les autorités doivent adopter des politiques appropriées pour réduire la volatilité des marchés. Les mesures de relance ont certes permis de limiter les faillites en cascade et le taux de chômage et ont soutenu l'activité économique comme le confirme Tobias Adrian, conseiller financier du FMI. Le programme d'achat des actifs d'une valeur de 10 billions de dollars à l'échelle internationale a eu un effet instantané sur l'assouplissement des conditions financières et le niveau des taux d'intérêt en vue de contenir les risques qui peuvent nuire la stabilité financière. Mais cette situation ne durera que momentanément la preuve en est la hausse des taux d'intérêt à long terme.

Le rendement des bons de Trésor américain à dix ans a augmenté depuis le mois d'août de l'an dernier jusqu'au mois d'avril 2021 en allant de 0.5% à 0.75%, le niveau de rendement avant l'avènement de cette crise sanitaire. Ceci indique les évolutions constatées dans les perspectives d'inflation, de croissance économique et de vaccination. Cet état de fait expose les autorités de

régulation à une situation de resserrement des conditions financières suite à l'augmentation du rendement des actifs publics sans risques. Ce qui aura comme conséquence le renchérissement des coûts de financement suite à la hausse des primes de risques et le recours à un assouplissement quantitatif pour compenser les effets du resserrement qui se répercutera sur le niveau de stabilité des marchés financiers. Une déstabilisation peut se produire à moyen terme si le secteur privé et non bancaire devient plus vulnérable face à cette situation. La survenue de ce choc est liée principalement au risque de contagion transmis à travers le canal monétaire du taux d'intérêt.

Dans les marchés émergents, cette hausse du rendement des bons de Trésor américains a impacté négativement le coût d'emprunt supporté par les émetteurs privés et souverains dans une période où les émetteurs ressentent un besoin de financement assez frappant. L'augmentation du rendement des obligations souveraines dans ces marchés au début de l'année en cours était la résultante directe de la hausse du rendement des obligations souveraines américaines. Les flux des actions et des dettes sur ces marchés sont intimement liés aux fondamentaux à l'échelle nationale et aux aversions aux risques à l'échelle internationale et dépendent aussi des facilités dont bénéficie un Etat pour acquérir les vaccins. Les émetteurs vont donc devoir faire face à une situation de forte volatilité des marchés financiers et de retrait massif des fonds dans des conditions où le financement devient moins favorable et de hausse du taux d'inflation qui peut conduire les autorités à adopter une politique monétaire plus restrictive. Cette hausse des taux d'intérêt a aussi affecté les marchés des changes des pays émergents au début de 2021. Mais le *spread* des crédits externes des émetteurs n'a pas été influencé par ces turbulences financières notamment pour les émetteurs qui ont une bonne note. Cependant, durant les mois qui se sont écoulés les conditions financières deviennent moins favorables ce qui se traduit par la volonté des banques centrales de resserrer la politique monétaire pour faire face à la hausse des prix des matières premières et du taux d'inflation et aussi en raison de la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et à l'évolution des perspectives économiques.

Il est vrai que les taux d'intérêt à l'échelle internationale ont augmenté durant ces derniers mois, néanmoins leur niveau s'est établi à des valeurs faibles comparé aux évolutions historiques. Mais ce qui pose problème est la rapidité avec laquelle les taux d'intérêt changent. Ces ajustements causent de forte volatilité sur les marchés émergents. Car les actifs comme les prêts hypothécaires ou les obligations sont généralement évalués en se référant aux taux américains.

Cette volatilité se produit dans une période où les marchés émergents ressentent un besoin de financement. Et ce besoin sera encore plus élevé en vue d'approvisionner les pays émergents en vaccins nécessaires pour lutter contre la pandémie. Ainsi la dette publique sera encore plus importante et peut s'élever à 61% du PIB en 2021 selon le rapport de la stabilité financière mondiale publié en avril 2021. Et si les conditions financières deviennent plus restrictives, il serait très difficile pour ces Etats de sortir de cette crise sanitaire et d'assurer la relance. Sachant que leurs besoins sont généralement financés par la restructuration des dettes, par des obligations souveraines et par des emprunts bancaires. Néanmoins ces stratégies de financement peuvent faire subir aux émetteurs souverains des chocs troublants. Les émissions extérieures rendent le pays en question plus exposé aux vulnérabilités liées au changement du taux de change, et la forte exposition des banques nationales aux obligations souveraines laisse se coupler le risque bancaire avec le risque souverain.

3. Le surendettement et le risque de l'effet de levier

Le financement bancaire considéré comme une alternative du financement sur les marchés se trouve lui aussi affecté par cette situation. Depuis la crise financière de 2008, les conditions financières sont favorables et ont permis au ratio d'endettement du secteur privé non financier d'enregistrer des valeurs assez élevées passant de 138% à 152% entre 2010 et 2019.¹ Avec l'actuelle crise et l'adoption d'une politique monétaire accommodante qui vise à maintenir le flux de crédits pour répondre aux besoins des entreprises et des ménages, ce ratio risque d'atteindre des pics sans précédent et d'affecter négativement l'activité économique. Les dettes non financières ont progressé entre le dernier trimestre de 2019 et le troisième trimestre de 2020 de 11.5 points de pourcentage du PIB pour les entreprises et de 5 points de pourcentage du PIB pour les ménages.

En parallèle, la rentabilité bancaire a diminué significativement durant cette période et le besoin en fonds propres nécessaire pour se couvrir commence à augmenter. Le lien entre le risque souverain et bancaire devient plus étroit rendant ainsi les banques plus vulnérables. A partir du mois de janvier 2020, les banques nationales des pays émergents détiennent près de 60% des dettes souveraines émises.

Durant les premiers mois de la pandémie, la croissance des prêts bancaires a été assez importante avant d'enregistrer une baisse notamment pour les prêts destinés aux entreprises. Vers la fin de l'année 2020, la baisse relève de la faible demande de crédit exprimée par les

¹ Selon le rapport de la stabilité financière mondiale publié en avril 2021.

petites et moyennes entreprises et du début de resserrement des conditions de crédit. L'impact négatif de ce resserrement est plus ressenti dans les pays émergents comparé aux pays avancés. Car le financement intermédié représente 70% dans les pays émergents et seulement 36% dans les pays développés.

Face à cette situation, le FMI décide d'appliquer un stress test à l'échelle internationale sur 350 banques de 29 pays, excepté la chine, d'importance systémique ayant une part qui représente 73% du total des avoirs bancaires du monde entier.

Deux types de scénarios ont été effectués un scénario de base en prenant comme hypothèses les perspectives de l'économie mondiale formulées et publiées par le FMI au mois d'octobre 2020 sur le rapport de la stabilité financière « *Global financial stability report, bridge to recovery* ». Les perspectives à court terme comprennent trois hypothèses. La première hypothèse est l'évolution de la croissance de (-4.4%) en 2020 à (+ 5.2%) en 2021 avec une projection que le PIB sera en hausse de 0.6% en 2021 par rapport à l'année 2019. La deuxième hypothèse est la chute de la production par rapport aux prévisions réalisées avant cette crise et la troisième hypothèse est l'augmentation du chômage et de la pauvreté. Les perspectives à moyen terme portent sur quatre hypothèses. La première est la baisse de la croissance sur le moyen terme à 3.5%. La deuxième est la hausse du stock des dettes souveraines. La troisième est la baisse de l'assiette fiscale due à la baisse de la production. Et la dernière hypothèse est l'impact du niveau de vie par la hausse du taux de chômage et l'importance de la pauvreté et des inégalités. Le FMI suppose qu'à cause de la pandémie, il est probable que 90 millions de personnes ayant un revenu journalier et travaillant dans le secteur informel reçoivent uniquement en moyenne 1.9\$ par jour.

Les résultats de ce scénario révèlent que la majorité des banques composant cet échantillon subiront des baisses importantes dans leurs niveaux de fonds propres, néanmoins leurs ratios resteront supérieurs aux minimums réglementaires.

Mais dans un scénario plus pessimiste qui suppose que la récession perdure et la relance tarde à se réaliser même avec l'application de mesures d'atténuation² destinées aux banques ainsi qu'aux emprunteurs, les banques occupant une part de 9.3% du total des avoirs du secteur bancaire seront dans l'incapacité d'afficher un ratio de solvabilité conforme aux exigences baloises et auront même un déficit de capitaux propres par rapport aux exigences minimales

² Les moratoires sur le remboursement qui ont permis la baisse du nombre des emprunteurs en défaut, les crédits qui sont garantis par l'Etat et d'autres facilités accordées aux banques en termes de calcul du ratio de solvabilité dans le but de limiter la baisse du niveau des fonds propres.

aux alentours de 250 milliards de dollars. Ce déficit de fonds propres pourrait s'établir à 480 milliards de dollars et la part des banques qui seraient dans l'incapacité à accorder de nouveaux crédits pourrait augmenter à 21% du total des avoirs du secteur bancaire en cas d'absence de mesures d'atténuation.

En effet ces mesures ont comme objectif d'atténuer les risques qui peuvent affecter la stabilité financière. Mais si l'activité économique tarde à se redresser, la baisse du niveau des fonds propres aura un impact sur la solvabilité des banques. Les autorités de régulation se trouvent donc face à un arbitrage entre prendre des mesures sur le court terme pour limiter les risques qui peuvent affecter la stabilité financière et prendre des risques d'amplification des facteurs de vulnérabilité liés au niveau de solvabilité des banques ainsi qu'au niveau général de l'endettement.

Du côté des entreprises, certaines d'entre elles ont bénéficié du relâchement des conditions financières. Cependant les petites et les moyennes entreprises ayant un accès limité au marché n'ont pas pu bénéficier pour autant de ce soutien. Même si ce dernier est considéré comme une bouffée d'oxygène et en sont en besoin continu pour survivre.

Cet appui a permis certes au début de limiter les faillites en cascades mais la hausse de leur risque d'insolvabilité a rendu les entreprises plus vulnérables aussi bien dans les pays avancés que dans les pays émergents. En 2020, le nombre des entreprises en faillite s'est établi à un niveau élevé assez semblable à celui enregistré en 2009 suite à la crise des *subprimes*. Ce nombre de défaut est plus frappant dans les secteurs qui ont été directement touchés par la crise sanitaire. Les entreprises ont atteint un niveau de surendettement assez important mettant en danger ainsi la croissance à moyen terme. Le ratio de couverture des intérêts des émetteurs, qui reflète la capacité de l'entreprise à travers ses flux de trésorerie de couvrir les intérêts débiteurs, a chuté aux Etats-Unis et notamment en Europe. S'agissant des titres de créances, leur émission a enregistré des sommets sans précédent pour répondre aux besoins de liquidité et renforcer ainsi le matelas de sécurité des entreprises. Ces dernières ont aussi décidé pour se couvrir du risque de solvabilité d'améliorer leurs positions en actions en émettant un volume important d'actions dans une période caractérisée par la surévaluation et survalorisation.

L'assouplissement des conditions financières a favorisé l'accumulation de levier. Quand la perception du risque ou l'aversion aux risques baisse, les agents économiques et les acteurs financiers sont incités à s'endetter, à prêter et à prendre des risques. Les conditions financières et l'effet de levier sont positivement corrélés comme l'affirment Adrian et al. (2019).

L'accumulation du levier fragilise la situation financière des entreprises et des ménages et les rend plus vulnérables face aux chocs. Ceci indique que l'effet de levier peut être considéré comme un amplificateur de chocs indésirables (Kiyotaki & Moore, 1997 ; Bernanke et al, 1999 ; et Brunnermeier & Sannikov, 2014). Au moment où le choc se déclenche et les conditions financières deviennent défavorables, un mouvement de désendettement et de réévaluation des risques s'active donnant ainsi naissance à une nouvelle crise.

Une étude a été réalisée par le FMI sur 29 pays dont 19 pays développés et 10 pays émergents sur une période allant du premier trimestre de 1996 au troisième trimestre de 2020 pour analyser l'impact de la hausse de l'endettement sur la reprise. Elle a fait ressortir comme résultat que les conditions financières favorables et le niveau d'endettement du secteur non financier sur le court et le moyen terme sont étroitement liés. Un relâchement des conditions d'une unité est associé à une hausse sur trois ans de 4 points de pourcentage du PIB et de 0.5 points de pourcentage du PIB de la dette des entreprises non financières et des ménages respectivement. L'impact de ces conditions sur le niveau d'endettement et l'augmentation de l'effet de levier est encore plus important durant les périodes qui se caractérisent par un boom de crédit où la croissance rapide du ratio de crédit sur PIB est assez élevée.

Avec la pandémie actuelle, les autorités de régulation ont été obligées d'assouplir les conditions financières pour soutenir l'économie. Ceci a eu comme implication une hausse rapide et alarmante du niveau d'endettement. Sur ce point le FMI a cherché à travers cette étude de répondre à la question relative à la relation entre la stabilité financière et l'assouplissement des conditions financières. Il constate que sur le court terme, le relâchement des conditions favorise la production mais sur le moyen terme cette production peut diminuer. Ce qui revient à dire que la croissance économique peut baisser. Le relâchement des conditions d'une unité sur le court terme produit une diminution du risque de baisse de la croissance de 0.5 point de pourcentage. Sur le moyen terme après l'écoulement de sept trimestres, le risque que la croissance baisse s'élève et s'établit à 1 point de pourcentage. Cette baisse de la croissance économique est plus prononcée dans les pays émergents par rapport aux pays avancés. Durant les périodes de boom de crédit, l'impact est encore plus important. Suite à un relâchement des conditions financières d'une unité, le risque est que la croissance économique diminue de 2.5 points de pourcentage sur le court terme et augmente de 3.3 points de pourcentage sur le moyen terme sur deux ans.

Comme le précisent Barajas et al (2021), il existe deux types de périodes de boom de crédit. Un qui se déclenche après une période d'euphorie identifié par les auteurs par l'écart positif de

production et un qui survient quand l'économie est sous-performante où l'écart de production est négatif. Ils précisent que le risque de baisse de la croissance est plus élevé et s'accroît quand il est associé à un écart positif de la production. Le même résultat a été constaté sur le moyen terme en remplaçant le ratio de dettes sur le PIB par le service de la dette sur le revenu.

Le relâchement des conditions financières sur le court terme pour favoriser la relance économique et amortir les effets de la pandémie peut engendrer sur le long terme des risques importants et pesants sur la stabilité financière et sur le redressement de l'activité économique. Comme l'expliquent Adrian & Liang (2018) l'assouplissement des conditions financières donne naissance à l'accumulation des vulnérabilités financières. Ainsi l'adoption de politique macroprudentielle s'avère nécessaire pour limiter les effets négatifs de cet assouplissement comme l'accumulation du levier et pour renforcer la résilience en limitant la multiplication des facteurs de vulnérabilité. Néanmoins, la mise en œuvre de ces mesures prudentielles demande plus de temps pour avoir des résultats tangibles qui assurent la stabilité financière. Il est donc opportun de contrôler les risques émanant ou inhérent de l'augmentation du ratio d'endettement. Car les périodes de récession ont été toujours précédées par des hausses alarmantes du niveau du ratio d'endettement du secteur non financier.

4. Le désalignement des prix sur le marché immobilier

Un désalignement des prix entre ceux affichés sur les marchés de logement et ceux des fondamentaux économiques a été constaté durant cette pandémie. Une surévaluation a été remarquée dans ces marchés puisque la baisse des prix n'était pas en concordance avec la baisse de la valeur des fondamentaux. Même si le prix et le volume des transactions dans le secteur immobilier ont diminué, le niveau des prix est resté élevé en comparaison avec les fondamentaux. Ce désalignement de prix en combinaison avec d'autres facteurs de vulnérabilité comme la fragilité financière des emprunteurs et des prêteurs sur ce marché peut produire des tensions financières en cas de retournement des conditions traduites par des corrections de prix. Il peut aussi provoquer une instabilité financière et influencer les perspectives des investisseurs.

Le déclenchement d'un choc conduit à la chute des prix de logement et entraîne l'ajustement des prix. Un choc peut se produire sous différentes formes. Un choc macroéconomique survient suite à l'effondrement de la demande globale, un choc financier se manifeste quand l'aversion aux risques s'élève et un choc sectoriel se déclenche en cas de chute de la demande

pour un secteur particulier du logement. Suite à cette crise sanitaire un changement structurel de la demande pourra être manifesté. Le travail à distance pourra remplacer celui effectué dans des bureaux ou dans des hôtels lors des réunions. Ce télétravail pourra même substituer le commerce de détail car les consommateurs commencent à préférer le e-commerce. D'ailleurs durant cette pandémie, ces secteurs en plus du tourisme et des lieux de loisirs sont fortement touchés à cause des mesures sanitaires imposées.

Le financement par emprunt consacré pour le secteur immobilier impacte l'activité d'octroi de prêts des banques. Les crédits hypothécaires sont influencés par l'importance du nombre des impayés et la capacité des emprunteurs à honorer leurs dettes se trouve affectée elle aussi. Les revenus ou profits secrétés par ce secteur impactent le niveau de solvabilité des prêteurs ainsi que des entreprises opérant dans ce domaine d'activité. Dans le cas où le débiteur est en défaut ou le prix des titres adossés à des crédits hypothécaires baisse, les banques vont devoir faire face à des pertes importantes et leurs positions en capital risquent de diminuer. Ce qui se répercutera sur l'offre de crédit à l'économie.

Du côté des entreprises non financières, la diminution de la valeur du collatéral, les biens utilisés par les entreprises comme garantie pour solliciter des crédits, rendra l'accès plus difficile aux prêts et affectera par conséquent le niveau d'investissement et la croissance économique en général. Cette baisse aura aussi un impact sur la solvabilité des banques car la diminution de la valeur du collatéral rend le rapport du prêt sur valeur plus élevé. Ce qui poussera en conséquence les banques à faire augmenter les pondérations attribuées à ces actifs pour compenser les risques de pertes liés à la possibilité de récupérer le montant prêté si l'emprunteur est incapable d'honorer ses engagements. Et cette hausse pèsera sur le ratio de solvabilité composé des fonds propres rapportés aux actifs pondérés aux risques.

D'après une étude effectuée par le FMI sur un échantillon de 30 pays développés et émergents entre le premier trimestre de 2000 au deuxième trimestre de 2020, le prix de logement impacte la stabilité financière à travers plusieurs canaux comme le canal de solvabilité bancaire. L'étude a montré que la baisse des prix de logement conduit après l'écoulement de huit trimestres à la hausse des prêts non performants notamment pour les banques qui détiennent des positions importantes sur les prêts immobiliers. Ainsi la baisse de leurs revenus et de leurs fonds propres nécessaires pour se couvrir contre ces risques finissent par affecter l'activité d'octroi de crédit et impactent par conséquent l'économie en général.

Un deuxième canal de transmission est celui du collatéral. Les variations du prix de logement impactent la dépense d'investissement supportée par les entreprises non financières. Cet impact est plus prononcé auprès des petites et moyennes entreprises comparé aux grandes entreprises car elles ont moins accès au financement et trouvent plus de difficulté à solliciter des prêts. D'après l'étude réalisée par le FMI, une baisse de 21% du rapport investissement sur la valeur des immobilisations corporelles peut être provoquée par la diminution de la valeur marchande des biens de logement.

Cette étude a fait ressortir aussi comme résultat que la relation entre le secteur de logement et la stabilité macrofinancière est étroite. La fluctuation des prix de logement et la croissance économique sont positivement corrélées quel que soit la nature du pays développé ou émergent. Le désalignement des prix accentue les risques que la croissance future du PIB baisse et amplifie davantage le déséquilibre économique si un choc survient. Plus le désalignement est important plus le risque que les prix baissent est important et plus la croissance du PIB est moindre. Ces risques de baisse de la croissance du PIB causés par le désalignement sont plus importants sur le moyen terme que sur le court terme conformément aux résultats de l'étude réalisée.

Par ailleurs, les mesures de relâchement prises par les autorités pour maintenir l'activité de prêts et encourager la demande globale pourront favoriser la relance dans le secteur de logement à court terme. Mais si ce désalignement perdure, l'utilisation par les autorités de régulation de normes prudentielles comme le plafonnement des deux ratios de prêts sur valeur et/ou de dettes sur revenu pourra endiguer les facteurs de vulnérabilité émanant de ce secteur. En effet, la mise en application de la politique macroprudentielle peut limiter le risque de correction des prix à la baisse et les conséquences qui en produisent sur le marché immobilier. Ces ratios permettent de restreindre la possibilité pour les emprunteurs à faire appel à l'emprunt bancaire.

D'autres mesures sont aussi applicables qui rendent le coût des prêts immobiliers plus important comme l'attribution de pondérations plus élevées ou la constitution de matelas de sécurité sectoriels pour couvrir les expositions dans ce secteur. La première catégorie de mesures arrive à atténuer les risques de correction des prix de l'immobilier à la baisse de 0.26 point de pourcentage par trimestre à court terme et de 2 points de pourcentage sur le moyen et le long terme pour la deuxième catégorie. Le contrôle du flux des capitaux peut aussi être établi pour atténuer les risques afférents aux entrées massives de fonds destinés à être investis

dans ce secteur. Et la réalisation de tests de résistance pour préciser le niveau des fonds propres dont la banque a besoin pour couvrir les risques afférents à l'exposition au marché immobilier reste une étape essentielle.

5. L'efficacité de la politique macroprudentielle

Les autorités se trouvent face un arbitrage entre soutenir l'économie sur le court terme en assurant de la liquidité et en maintenant le flux de crédit à travers l'adoption d'une politique monétaire accommodante et entre les risques qu'elles devront supporter à l'avenir si elles réagissent ainsi. D'où l'intérêt d'adopter en plus de la politique monétaire accommodante et non conventionnelle, la politique macroprudentielle pour assurer la stabilité financière. Cette dernière ne peut être atteinte que par la mise en application de politiques appropriées. Ces politiques caractérisent un environnement institutionnel qui est capable d'atténuer et de freiner les dysfonctionnements bancaires.

Le FMI dans la même étude citée auparavant comportant 29 pays sur une période allant du premier trimestre de 1996 au troisième trimestre de 2020 s'est penché aussi sur l'efficacité de la politique macroprudentielle. Des outils visant l'emprunteur et d'autres visant le prêteur ont été utilisés pour apprécier la capacité de cette approche prudentielle à limiter l'accumulation de levier et à réduire les risques qui peuvent affecter la croissance. Ces indicateurs comprennent les ratios de prêts sur valeur et de dettes sur le revenu, les exigences en fonds propres, le ratio de levier, les exigences de provisions pour perte de crédit, les deux volants macroprudentiels, les exigences imposées sur les banques d'importance systémique, les exigences sur le crédit ainsi que sa croissance, les exigences de liquidité, les réserves obligatoires, le ratio de crédit sur dépôt et l'exposition en devise des banques.

Il a abouti comme résultat que les normes prudentielles restrictives influencent le niveau d'accumulation de levier et arrivent à limiter sur le moyen terme les risques que la croissance future baisse. Ces risques de baisse ne dépassent pas 0.5 points de pourcentage. L'arbitrage entre le court terme en assouplissant les conditions financières et le moyen et long terme en veillant à assurer la stabilité est atténué grâce à l'application de ces normes. Ce constat a été conforté par Brandao-Marques et al. (2020). Plus particulièrement le resserrement des mesures visant l'emprunteur comme les prêts sur valeur et les dettes sur revenu conduit au bout de deux ans à diminuer de 1 point de pourcentage le ratio de dettes des ménages sur PIB. Quant au resserrement des besoins de liquidité comme les ratios de liquidité, les réserves obligatoires et le rapport de crédit sur dépôt provoque sur deux ans une baisse de

l'endettement des entreprises de 1 point de pourcentage du PIB. Le resserrement des mesures qui sont liées au change permet lui aussi notamment dans les pays émergents sur un horizon de trois ans de faire réduire de 2.5 points de pourcentage l'endettement non financier des entreprises.

Conclusion

Le soutien politique et les différentes mesures prises par les autorités comme l'assouplissement des conditions de remboursement des dettes, les garanties offertes de crédits ainsi que les aides apportées aux entreprises ont inondé les marchés financiers en liquidité et ont permis à des entreprises zombies de survivre. Ce qui risque en conséquence d'accentuer la mauvaise allocation de crédit, de permettre à des entreprises non viables de se surendetter et de mettre ainsi l'ensemble du système financier en péril. Ce soutien est essentiel pour assurer la relance économique en maintenant le flux de crédit destiné aux entreprises et aux ménages. Mais il risque de provoquer un aléa moral en s'endettant encore plus et en prenant des risques démesurés en croyant que ces conditions resteront favorables (Hanson et al., 2020). Faisant accroître ainsi le risque d'un effet de levier et nuire la stabilité financière. Comme l'affirme Scialon (2004), l'intervention de la banque centrale produit un aléa moral et constitue un des facteurs de myopie au désastre.

Face à cette situation, les autorités doivent être prudentes si elles envisagent de se retirer des marchés dans le cas où la relance n'est pas encore assurée. Ceci peut avoir en conséquence une réestimation et une réévaluation des crédits qui fera monter le volume des défauts et impactera par conséquent les prêteurs bancaires et non bancaires et même l'Etat qui se trouve exposé aux risques de défaut liés aux achats des actifs. Les banques se trouveront donc obligées de constituer plus de provisions et d'augmenter les pondérations de risque qui seront attribuées aux nouveaux crédits accordés.

Mais dans le cas où les autorités visent à maintenir leur soutien et continuent à adopter leur politique de relance, de fortes accumulations de levier risquent de se produire et de fortes volatilités peuvent se manifester sur les marchés financiers. Elles vont donc devoir faire face à un arbitrage entre l'adoption d'une politique monétaire accommodante pour favoriser sur le court terme l'activité économique et entre le surendettement accumulé du secteur non financier sur le moyen terme qui pèsera sur la croissance future. La confrontation de cet arbitrage ne peut être atténuée que par l'application de mesures macroprudentielles. Comme le confirment Cerutti et al., (2017), l'introduction d'instruments macroprudentiels notamment ceux visant

les emprunteurs facilite la maîtrise de l'évolution des crédits au secteur privé et plus particulièrement le secteur immobilier comme le précise McDonald C. (2015). Claessens et al. (2013) affirment que le plafonnement du ratio prêt sur valeur et dette sur revenu peut être plus pertinent qu'à l'utilisation des exigences en fonds propres. Même si cette charge en capitaux propres permet l'atténuation de la procyclicité des crédits (Popoyan L. et al., 2017).

Il est donc nécessaire d'établir un programme de restructuration des dettes pour atténuer le surendettement et liquider les entreprises insolvables pour assurer la réouverture des économies. Il est recommandé d'exiger la constitution des matelas de sécurité pour se couvrir contre le risque de pertes lié à la réévaluation des risques et des actifs et pour faire face aussi aux éventuels retraits de capitaux. Il est aussi recommandé de prendre des mesures qui visent les emprunteurs et celles qui exigent de détenir des actifs liquides de haute qualité et de réduire l'effet de levier. L'intégration du ratio de levier permet de limiter le « gap informationnel entre le régulé et le régulateur » comme l'expliquent Clovis R. et al. (2012). Les banques ne pourront plus réduire le niveau des fonds propres qu'elles doivent réellement détenir.

Il est important de porter une analyse plus stricte sur les prêts non performants (Cherkaoui & Saber, 2020), d'améliorer la surveillance et le contrôle prudentiel pour atténuer les expositions démesurées des risques favorisées par un niveau bas des taux d'intérêt et de s'intéresser davantage à la réglementation des établissements financiers non bancaires. Un volume important des prêts non performants est fortement lié à la genèse de risques systémiques comme le montrent Federico B. et al. (2018). Il est considéré par Allen F. et GALE D. (2000) comme étant la dernière étape de la constitution d'une bulle avant son déclenchement. Il est aussi utilisé par Demirgüç-Kunt A. et Detragiache E. (2005) comme étant une condition à vérifier pour identifier la présence d'une crise bancaire. Son intégration par Cihak M. et Schaeck k. (2010) dans leur étude a donné une bonne alerte de crise bancaire.

En plus il est nécessaire d'assurer la stabilité du secteur immobilier parce qu'elle garantit la stabilité macrofinancière et de renforcer la résilience des banques à l'égard des expositions au secteur de logement. Des simulations et des stress tests doivent être réalisés en prenant des hypothèses pessimistes comme la chute du prix des biens immobiliers pour mieux quantifier les risques auxquels les banques sont exposées et déterminer en conséquence le volume des provisions nécessaires pour se couvrir contre ces risques.

Pour maîtriser la volatilité des marchés, il est préférable de publier et de diffuser les plans d'actions des banques centrales pour assurer la crédibilité et permettre aux investisseurs de se

projeter dans l'avenir. Les acteurs financiers conscients du danger que représente le « Paradoxe de la Crédibilité » (Borio C. et Shim I. 2007) peuvent s'abstenir à l'investissement en raison du manque de confiance.

La mise en application de l'ensemble de ces mesures macroprudentielles dépend du rythme de la relance économique et du niveau d'accumulation des vulnérabilités financières de chaque pays. Généralement les changements apportés dans la politique macroprudentielle sont liés à la politique monétaire, aux niveaux des réserves obligatoires et aux restrictions des flux de fonds propres (Akinci O. et Olmstead-Rumsey J. 2018). Néanmoins, les autorités de régulation doivent garder à l'esprit que l'adoption de cette politique macroprudentielle demande plus de temps pour un impact sur le système financier dans son ensemble.

D'après l'analyse que nous avons réalisée dans le cadre de cet article, quatre facteurs de vulnérabilité peuvent conduire à une instabilité financière et provoquer une crise systémique. Même le Maroc peut être affecté par cette crise. La banque centrale marocaine sera-t-elle donc capable de limiter les effets néfastes de la crise sanitaire ?

Nous essayerons à travers de nos prochaines recherches de répondre à cette problématique pour voir si BAM sera en mesure d'atténuer les effets négatifs de la crise et garantir la stabilité financière.

BIBLIOGRAPHIE

- « Global financial stability report, preempting a legacy of vulnerabilities », International Monetary Fund : avril 2021.
- « Global financial stability report, Bridge to recovery », International Monetary Fund : october 2020.
- Adrian, T. &, Liang, N. (2018). « Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability. », International Journal of Central Banking, Volume 14 : numéro 1, pp : 73–131.
- Adrian, T. et al. (2019). « A Monitoring Framework for Global Financial Stability. », IMF Staff Discussion Note 19/06, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Akinci O. et Olmstead-Rumsey J. (2018). « How Effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation », Journal of Financial Intermediation, Volume 33, pp. 33-57.
- Allen F. et GALE D. (2000). « Financial Contagion », Journal of Political Economy, Working paper, Volume 108 : numéro 1.
- Barajas, A. et al. (2021). « Loose Financial Conditions, Rising Leverage, and Risks to Macro-Financial Stability. », IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Bernanke, B. et al. (1999). « The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. », In Handbook of Macroeconomics, volume : 1, pp : 1341–93.
- Borio C. et Shim I. (2007). « What Can Macro-Prudential Policy do to Support Monetary Policy? », BIS Working Paper, numéro : 242.
- Borio, C. & Zhu, H. 2012. « Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy : A Missing Link in the Transmission Mechanism. », Journal of Financial Stability, Volume 8 : numéro : 4, pp : 236–51.
- Brandao-Marques, L. et al. (2020). « Leaning against the Wind : A Cost-Benefit Analysis for an Integrated Policy Framework. », IMF Working Paper, numéro 20/123, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Brunnermeier, M. K. & Sannikov, Y. (2014). « A Macroeconomic Model with a Financial Sector. », American Economic Review, Volume 104 : numéro 2, pp : 379–421.
- Cerutti, E. et al. (2017) « The use and effectiveness of macroprudential policies : New evidence », Journal of Financial Stability, Volume 28.

- Cherkaoui , K. & Saber, M. (2020). « Les déterminants des prêts non performants : Le cas des banques marocaines », Revue Française d'Economie et de Gestion, Volume 1 : numéro 3.
- Cihak M. et Schaeck k. (2010). « How well do aggregate prudential ratios identify banking system problems? », Journal of Financial Stability, numéro : 6.
- Claessens, S. et al. (2013). « Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities », Journal of International Money and Finance, Volume 39.
- Clovis R. et al. (2012). « Bâle 3 et la réhabilitation du ratio de levier des banques : Pourquoi et comment ? », Revue économique, numéro : 63.
- Demirgüç-Kunt A. et Detragiache E. (2005). « Cross-country empirical studies of systemic bank distress : a survey », Working Paper, numéro 05/96.
- Federico B. et al. (2018). « Systematic risk and banks leverage : The role of asset quality », Finance Research Letters, numéro : 27.
- Hanson, S. G. et al. (2020). « Business Credit Programs in the Pandemic Era. », Brookings Papers on Economic Activity Conference Draft, Brookings Institution, Washington, DC.
- Kiyotaki, N. & Moore, J. (1997). « Credit Cycles. », Journal of Political Economy, Volume 105 : numéro 2, pp : 211–48.
- McDonald C. (2015). « When is Macroprudential Policy Effective ? », BIS working paper, numéro : 496.
- Popoyan L. et al. (2017). « Taming macroeconomic instability : Monetary and macroprudential policy interactions in an agent-based model », Journal of Economic Behavior & Organization, numéro : 134.
- Rezki, S. & Souiri, M. (2021). «L'évolution de la théorie des crises bancaires : Les quatre types de générations de modèles de crises bancaires», Revue Internationale des Sciences de Gestion, Volume 4 : numéro 2, pp : 481- 506.
- Scialon. (2004). « Economie bancaire », la découverte.
- Wright, J. H. (2011). « Term Premia and Inflation Uncertainty : Empirical Evidence from an International Panel Dataset. », American Economic Review, Volume 101 : numéro 4, pp : 1514–34.