

RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE OCTOBRE 2015

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

Amélioration de la stabilité financière dans les pays avancés

Depuis la publication de l'édition d'avril 2015 du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* la stabilité financière s'est améliorée dans les pays avancés. Cette progression s'explique par le renforcement de la conjoncture macroéconomique dans ces pays, la reprise s'étant généralisée, la confiance dans les politiques monétaires s'étant affermie et les risques de déflation s'étant quelque peu estompés dans la zone euro.

La Réserve fédérale s'apprête à relever les taux d'intérêt car les conditions préalables à cette hausse sont pratiquement réunies. La montée des taux devrait contribuer à ralentir l'accumulation d'excès dans la prise de risques financiers. En partie grâce à la confiance dans les politiques de la Banque centrale européenne (BCE), la situation du crédit s'améliore et la demande de prêts repart. Les secteurs des entreprises sembleraient donner des signes d'embellie propres à encourager l'investissement et la prise de risques économiques, y compris aux États-Unis et au Japon, certes à partir de faibles niveaux de départ.

Les risques continuent de basculer vers les pays émergents sur fond de risques de liquidité grandissants

Malgré ce redressement dans les pays avancés, les vulnérabilités des pays émergents restent élevées, l'appétit pour le risque est moindre et les risques de liquidité des marchés s'accroissent. Beaucoup de pays émergents ont renforcé leur dispositif d'action et leur résilience face aux chocs exogènes, mais plusieurs grands pays se heurtent à d'importants déséquilibres intérieurs et à un ralentissement de la croissance, ainsi que le signale l'édition d'octobre 2015 des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM). Nombreux sont les pays émergents qui ont misé sur la création rapide de crédit pour échapper aux pires retombées de la crise mondiale. Cette dynamique d'emprunt a abouti à une nette intensification du levier financier dans le secteur privé de beaucoup de pays —notamment dans les secteurs à profil cyclique— qui est allée de pair avec une augmentation des engagements en devises, elle-même induite de plus en plus par des facteurs mondiaux. Sous l'effet conjugué de la poussée des emprunts et des engagements en devises, ces pays sont d'autant plus sensibles à un durcissement des conditions financières mondiales (chapitre 3).

À mesure que les pays émergents s'approchent les phases ultimes du cycle de crédit, les banques présentent des marges de fonds propres plus restreintes tandis que les créances improductives devraient s'alourdir du fait de la détérioration des bénéfices des entreprises et de la qualité des actifs. En Chine, les banques n'ont que récemment commencé à faire front à l'aggravation des problèmes de qualité des actifs liés aux faiblesses grandissantes manifestées par des parties importantes du secteur des entreprises. Cette situation des systèmes bancaires des pays émergents est fort différente de celle des pays avancés où les banques ont consacré ces dernières années à inverser le levier financier et à assainir les bilans, en mobilisant des fonds propres et en renforçant les dispositifs de financement.

Dans une redoutable conjoncture de chute des cours des matières premières et d'essoufflement de la croissance, plusieurs États émergents courent davantage le risque de perdre leur notation financière de qualité à moyen terme. Les tensions sur les notations souveraines pourraient s'intensifier si les engagements conditionnels des entreprises publiques, lesquelles représentent une part importante et grandissante des émissions obligataires d'entreprise des pays émergents, devaient être pris en charge par l'État, par exemple dans les secteurs du pétrole, du gaz ou des services d'utilité publique.

Un triple défi à relever

Le scénario de référence en termes de stabilité financière, d'après l'édition d'octobre 2015 des PEM, se caractérise par la poursuite d'un redressement conjoncturel, mais avec de faibles perspectives de croissance à moyen terme dans les pays avancés et dans les pays émergents. Dans les pays avancés, l'assainissement des bilans privés et le maintien de conditions monétaires et financières accommodantes ont impulsé un redressement cyclique, mais le passage à des niveaux supérieurs de croissance durable est inachevé. Les pays émergents auront fort à faire pour s'adapter aux nouvelles réalités des marchés mondiaux dans une situation de plus grande vulnérabilité.

La bonne normalisation des conditions monétaires et financières serait profitable sur le plan macrofinancier et elle réduirait sensiblement les risques baissiers. Le présent rapport analyse les perspectives de normalisation selon trois scénarios : le scénario de référence, un scénario optimiste de normalisation réussie et un scénario défavorable caractérisé par des perturbations sur les marchés des actifs à l'échelle mondiale. Dans ce contexte, trois grands défis, mis en évidence durant ces derniers mois, pèsent sur les perspectives financières mondiales :

- *Vulnérabilités des marchés émergents* — Comme l'expliquent les PEM, la croissance des pays émergents et des pays en développement devrait s'inscrire en repli pour la cinquième année consécutive. De nombreux pays émergents ont conforté leur

résilience face aux chocs exogènes en assouplissant leur taux de change, en étoffant leurs réserves internationales, en faisant davantage appel aux flux d'IDE et aux financements extérieurs en monnaie nationale et, de manière générale, en renforçant leur dispositif d'action. Cependant beaucoup d'entreprises et de banques du monde émergent ont perdu leur marge de manœuvre bilancielle. Elles sont devenues plus vulnérables aux tensions financières, aux baisses de conjoncture et aux sorties de capitaux. La détérioration de la santé des entreprises risque de provoquer des phénomènes de contagion vers les États et vers les banques dans certains grands pays émergents. De manière plus précise, la Chine aura pour redoutable tâche de concilier la transition vers une croissance plus axée sur la consommation intérieure sans ralentir par trop l'activité, et de réduire les vulnérabilités financières en évoluant vers un système davantage fondé sur le marché. L'évolution récente des marchés met en évidence ces défis; on citera notamment la chute des cours des matières premières, l'éclatement de la bulle des valeurs boursières et des prêts sur marge en Chine, la chute des actions des pays émergents et les tensions sur les taux de change.

- *Séquelles de la crise dans les pays avancés* — Il importe d'agir face au niveau élevé de l'endettement public et privé dans les pays avancés et de combler les lacunes qui subsistent dans l'architecture de la zone euro afin de consolider la stabilité financière et de prévenir les tensions politiques et vents contraires risquant de nuire à la confiance et à la croissance. Dans la zone euro, la correction des vulnérabilités souveraines et bancaires résiduelles continue de représenter un défi.
- *Faiblesse des liquidités systémiques des marchés* — Cela compromet l'ajustement à de nouveaux équilibres des marchés et, plus généralement, de l'économie. Les politiques exceptionnellement accommodantes ont contribué à une compression des primes de risque sur un large éventail de marchés, y compris celui des obligations souveraines et du crédit aux entreprises, et des primes de risque liées aux liquidités et aux valeurs boursières. L'évolution récente des marchés a eu pour effet d'inverser en partie cette compression, mais les primes de risque pourraient s'alourdir davantage. À l'heure où la Réserve fédérale semble s'apprêter à engager le processus de durcissement graduel de sa politique monétaire, le système financier mondial doit réaliser un ajustement sans précédent à une conjoncture de «normalisation» des primes de risque, par rapport à leur minima historiques, de remontée des taux directeurs et de modeste redressement cyclique. Les conditions atypiques des marchés devront s'adapter graduellement au nouvel environnement. Une décompression rapide ne serait pas dénuée de risques, d'autant qu'une plus grande fragilité semble se manifester dans les structures des marchés et que les circuits d'intermédiation du crédit accusent une concentration de vulnérabilités, autant de risques qui pourraient se matérialiser en présence d'une normalisation des conditions financières (chapitre 2). De fait, cette problématique a été mise en évidence par les récents épisodes de forte volatilité des marchés et de perturbation

des liquidités dans l'ensemble des catégories d'actifs des pays avancés et émergents.

Des mesures énergiques sont nécessaires pour garantir une «normalisation réussie»

Étant donné le relatif manque de fermeté de la stabilité financière comme des perspectives économiques, les risques sont plutôt de nature baissière. Pour mener à bonne fin la normalisation des conditions financières et monétaires et assurer une transition sans heurts vers une croissance plus élevée, des efforts complémentaires s'imposent pour faire face aux défis pressants. En particulier :

- Il importe que la Réserve fédérale continue d'assurer une communication claire et cohérente, qui permette d'intégrer sans à-coups la hausse des taux américains, ce qui est essentiel pour la santé financière mondiale.
- Dans la zone euro, il faut renforcer davantage l'architecture financière de la monnaie unique pour doper la confiance des marchés et des entreprises. Remédier au surendettement privé et aux créances bancaires improductives dans la zone euro permettrait d'appuyer tant le crédit bancaire que la situation des entreprises et de stimuler l'investissement.
- Un rééquilibrage et un désendettement progressif s'imposent en Chine, ce qui demandera une grande prudence, une ferme volonté de réforme dans le sens de l'économie de marché et un renforcement du système financier.
- Plus généralement, il sera essentiel de faire face aux problèmes tant cycliques que structurels dans les pays émergents, afin de conforter l'amélioration de leurs perspectives et de leur résilience. Les autorités des pays émergents doivent surveiller régulièrement les engagements en devises des entreprises, y compris les positions sur produits dérivés, et employer des outils micro- et macroprudentiels pour prévenir l'accumulation excessive des effets de levier financier et de l'endettement extérieur.
- Il faut s'attacher en priorité à prévenir l'illiquidité et à renforcer les structures des marchés, en particulier dans les pays avancés.
- Il est crucial de veiller à la bonne santé des banques et de l'ensemble des institutions d'épargne à long terme (par exemple les compagnies d'assurance et les fonds de pension), comme le soulignait le Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'avril 2015.

En prenant les mesures financières énergiques et renforcées décrites dans le rapport, les décideurs peuvent contribuer à consolider les bases de la croissance et de

la stabilité financière, tout en évitant les risques baissiers. Ce scénario optimiste serait bénéfique pour l'économie mondiale, et placerait la production mondiale 0,4 % au-dessus du niveau de référence à l'horizon 2018. D'autres réformes structurelles porteuses de croissance, détaillées dans les PEM, pourraient affermir encore la croissance et la stabilité, au-delà des progrès ici énumérés.

Des chocs ou revers éventuels pourraient bouleverser les marchés des actifs à l'échelle mondiale

En l'absence de mesures visant à assurer la réussite de la normalisation, des chocs négatifs ou des revers éventuels pourraient déclencher une hausse soudaine des primes de risque et une érosion rapide de la confiance. Les chocs peuvent se produire dans les pays avancés ou les pays émergents et, s'ajoutant aux vulnérabilités systémiques résiduelles, ils pourraient provoquer un bouleversement des marchés mondiaux des actifs et un assèchement soudain des liquidités dans beaucoup de catégories d'actifs. En pareil cas, cela peut fausser sensiblement — même de manière temporaire — les prix des actifs, ce qui aurait des répercussions négatives sur la stabilité financière (chapitre 2). D'après un tel scénario défavorable, le durcissement considérable des conditions financières ferait caler la reprise cyclique et nuirait à la confiance dans les perspectives de croissance à moyen terme. La faible croissance nominale plomberait les bilans souverains et privés surendettés, ce qui aggraverait les risques de crédit. Les pays émergents seraient exposés à une hausse des primes de risque à l'échelle mondiale et à des sorties de capitaux considérables, qui pèseraient particulièrement lourd sur les pays présentant des déséquilibres intérieurs. Les taux de faillites augmenteraient, en particulier en Chine, ce qui attiserait les tensions au sein du système financier, et rejaillirait sur la croissance. Cet enchaînement de circonstances mènerait à la réapparition de risques pour les bilans souverains, en particulier dans les pays vulnérables d'Europe, et donnerait naissance à des interactions négatives entre les risques des entreprises et les risques souverains dans les pays émergents. De ce fait, la production mondiale globale pourrait se retrouver 2,4 % en dessous du niveau de référence à l'horizon 2017. Cela supposerait une croissance mondiale plus faible, mais encore positive.



Septembre 2015

OCTOBRE 2015 — RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE

CHAPITRE 2 : LA LIQUIDITÉ DE MARCHÉ EST- ELLE RÉSILIENTE OU ÉPHÉMÈRE?

RÉSUMÉ

Les opérateurs de marché dans les pays avancés et les pays émergents s'inquiètent d'une baisse du niveau et de la résilience de la liquidité de marché, en particulier du marché obligataire, et, en conséquence, d'une augmentation des risques liés à un choc sur la liquidité. Un *niveau* élevé de liquidité — la capacité d'acheter ou de vendre rapidement un volume considérable de valeurs mobilières à faible coût et avec un impact limité sur les prix — est important pour transférer de manière efficiente les fonds des épargnants vers les emprunteurs, et donc pour la croissance économique. Une liquidité très *résiliente* est essentielle pour la stabilité financière parce qu'elle est moins sujette à de fortes baisses en réaction à des chocs. Une liquidité faible est aussi probablement fragile, mais une liquidité qui semble abondante peut aussi soudainement diminuer.

Le présent chapitre examine séparément les facteurs qui influent sur le niveau et la résilience de la liquidité de marché, et note que les facteurs cycliques, y compris la politique monétaire, jouent un rôle important. En particulier, il est noté qu'une détérioration de la liquidité ne semble évidente que sur certains marchés, bien que la dynamique diffère selon le type d'obligations. Cependant, les niveaux actuels de la liquidité profitent de conditions cycliques favorables, et certaines évolutions structurelles pourraient nuire à sa résilience. En outre, les effets d'entraînement entre types d'actifs, y compris les actifs des pays émergents, ont augmenté.

On ne dispose pas de suffisamment de recul pour évaluer pleinement l'impact des modifications apportées récemment à la réglementation. Une diminution de la tenue de marché semble avoir pesé sur le niveau de la liquidité du marché, mais ce recul tient probablement à divers facteurs. Dans d'autres domaines, l'impact de la réglementation est plus évident. Par exemple, les restrictions appliquées aux opérations sur produits dérivés (par exemple, celles imposées par l'Union européenne en 2012) ont affaibli la liquidité des actifs sous-jacents. Par contre, les réglementations visant à accroître la transparence ont relevé le niveau de la liquidité de marché.

Les modifications apportées aux structures du marché semblent avoir fragilisé la liquidité. L'augmentation des avoirs des fonds communs de placement en obligations de sociétés et une plus grande concentration des avoirs parmi les fonds communs de placement, les fonds de retraite et les compagnies d'assurances, vont de pair avec une liquidité moins résiliente. Par ailleurs, la prolifération de petites émissions obligataires a presque certainement réduit la liquidité du marché obligataire et a contribué à une accumulation des asymétries de liquidité dans les fonds de placement.

Le chapitre recommande des mesures qui permettraient d'accroître le niveau et la résilience de la liquidité du marché. Comme la liquidité de marché est sujette à un tarissement soudain, les dirigeants doivent adopter des stratégies préventives afin de faire face à ces variations de la liquidité. Par ailleurs, comme la situation actuelle de la liquidité de marché peut donner des indications quant au risque de baisse soudaine de la liquidité, les dirigeants doivent aussi suivre de près la situation de la liquidité du marché pour un large éventail de types d'actifs. Cependant, le chapitre ne cherche pas à fournir des repères « optimaux » pour le niveau ou la résilience de la liquidité de marché. Des réformes des infrastructures de marché (y compris les plates-formes électroniques avec égalité d'accès et standardisation) peuvent être utiles en créant des marchés de capitaux plus transparents et plus ouverts. Il convient de réévaluer les restrictions imposées aux opérations sur produits dérivés. Les autorités de réglementation devraient envisager d'utiliser des outils qui permettent d'intégrer de manière adéquate le coût de la liquidité dans les fonds communs de placement. Il est important que la normalisation de la politique monétaire américaine se déroule sans heurts afin d'éviter de perturber la liquidité de marché dans les pays avancés et les pays émergents.



OCTOBRE 2015 — RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE

Septembre 2015

CHAPITRE 3 : L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES DANS LES PAYS ÉMERGENTS EST-IL PRÉOCCUPANT?

Résumé

La dette des entreprises non financières dans les principaux pays émergents a quadruplé entre 2003 et 2014. Par ailleurs, sa composition a évolué, les obligations se substituant aux prêts. Même si ce surcroît d'endettement peut être utilisé pour investir, et donc stimuler la croissance, la tendance à la hausse de ces dernières années est naturellement préoccupante, parce que beaucoup de crises financières dans les pays émergents ont été précédées par une croissance rapide de l'endettement.

Ce chapitre examine l'évolution des facteurs — au niveau des entreprises, des pays et du monde — qui ont influé sur l'endettement, les émissions obligataires et les écarts de taux d'intérêt au cours des 10 dernières années. Il utilise pour ce faire de vastes bases de données. Bien que le chapitre ne cherche pas à évaluer quantitativement si l'endettement de certains secteurs ou pays est excessif, l'analyse des déterminants de la croissance de l'endettement peut contribuer à mieux comprendre les risques potentiels.

L'analyse aboutit à trois conclusions principales. Premièrement, les contributions relatives des facteurs liés aux entreprises et aux pays à la croissance de l'endettement, aux émissions obligataires et aux **écarts de taux d'intérêt** dans les pays émergents semblent avoir diminué ces dernières années, alors que les facteurs mondiaux jouent un rôle accru. Deuxièmement, la dette a augmenté davantage dans les secteurs plus cycliques, et s'est accrue le plus dans le bâtiment et les travaux publics. Une hausse de l'endettement est allée de pair aussi, en moyenne, avec une augmentation des engagements en monnaies étrangères. Troisièmement, en dépit d'un affaiblissement de leurs bilans, les entreprises des pays émergents ont réussi à émettre des obligations à de meilleures conditions (rendements plus faibles et échéances plus longues), et de nombreux émetteurs ont profité de conditions financières favorables pour refinancer leurs dettes.

Le rôle accru des facteurs mondiaux pendant une période où ils ont été exceptionnellement favorables donne à penser que les pays émergents doivent se préparer aux implications d'un durcissement des conditions financières à l'échelle mondiale. Les recommandations principales sont les suivantes. Premièrement, il est crucial de surveiller les entreprises vulnérables et systémiquement importantes, de même que les banques et autres secteurs qui y sont étroitement liés. Deuxièmement, ce suivi renforcé exige

d'améliorer la collecte des données sur les finances des entreprises, y compris leurs engagements en monnaies étrangères. Troisièmement, des mesures macroprudentielles et microprudentielles pourraient limiter une nouvelle accumulation des engagements de bilan en monnaies étrangères et éviter une augmentation excessive de l'endettement des entreprises. Quatrièmement, tandis que les pays avancés normalisent leur politique monétaire, les pays émergents doivent se préparer à une augmentation des faillites d'entreprises et, si nécessaire, réformer leurs régimes d'insolvabilité.