

## Des taux plus bas plus longtemps :

### une hausse de la vulnérabilité peut peser sur la croissance

Tobias Adrian et Fabio Natalucci, FMI, 16 octobre 2019

Le rythme de l'activité économique mondiale reste faible et les marchés financiers s'attendent à ce que les taux demeurent plus bas pour plus longtemps que projeté au début de 2019. Les conditions financières se sont encore assouplies, ce qui a contribué à maîtriser les risques de décélération et à soutenir l'économie mondiale à court terme. Mais la souplesse des conditions financières a un prix : elle encourage des investisseurs en quête de rendements plus élevés à prendre plus de risques, si bien que les menaces qui pèsent sur la stabilité financière et la croissance restent élevées à moyen terme.

La dernière édition du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*, GFSR) signale une vulnérabilité élevée du secteur des entreprises et du secteur financier non bancaire dans plusieurs grands pays. Ce n'est là qu'un exemple des points faibles susceptibles d'amplifier les effets d'un choc, tel qu'une accentuation des tensions commerciales ou un Brexit sans accord, ce qui mettrait en péril la croissance économique.

Cette situation place les dirigeants face à un dilemme. D'une part, ils seraient tentés de préserver la souplesse des conditions financières afin de prévenir une détérioration des perspectives économiques. D'autre part, ils doivent se prémunir contre une augmentation des facteurs de vulnérabilité. Le GFSR formule quelques recommandations, notamment déployer et concevoir, le cas échéant, de nouveaux outils macroprudentiels pour les entreprises financières non bancaires.

#### Soubresauts

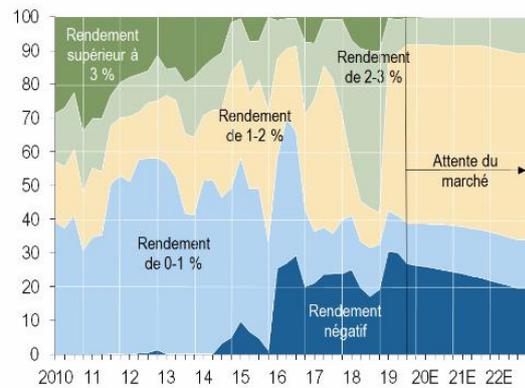
Depuis l'édition d'avril du GFSR, les marchés financiers mondiaux ont été à la merci des soubresauts liés aux tensions commerciale et à une grande incertitude. Face à la détérioration de la confiance des chefs d'entreprise, à l'essoufflement de l'activité économique et à l'intensification des risques qui pèsent sur les perspectives, des banques centrales de partout dans le monde, y compris la Banque centrale européenne et la Réserve fédérale, ont dû assouplir leur politique monétaire.

Les investisseurs ont interprété les actions et les communications des banques centrales comme un tournant dans le cycle de la politique monétaire. Une politique monétaire plus accommodante a été adoptée dans environ 70 % de l'économie mondiale, pondérée par le PIB. Ce virage s'est accompagné d'une contraction nette des rendements à long terme. Dans certains grands pays, les taux d'intérêts sont de loin inférieurs à zéro. Il est à noter que le montant des obligations d'État et d'entreprise affichant un rendement négatif est passé à environ 15 000 milliards de dollars.

### Moins de zéro

La proportion des obligations d'État dans les pays avancés ayant des rendements négatifs est en hausse.

(en pourcentage de l'encours des obligations, par rendement)

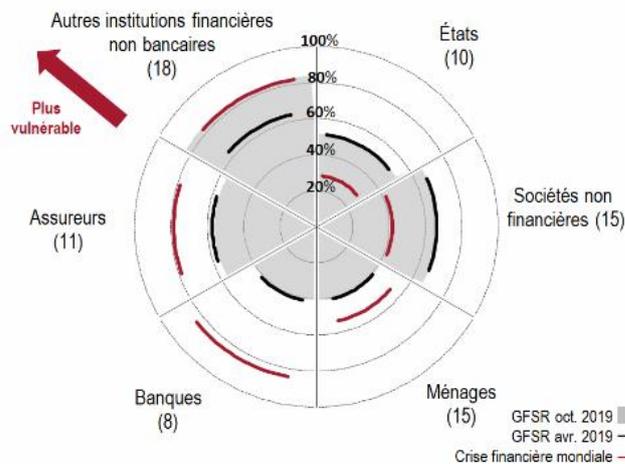


Il en résulte des conditions financières encore plus souples, mais également un accroissement continu de la vulnérabilité financière, en particulier dans le secteur des entreprises et parmi les institutions financières non bancaires.

### Hausse de la vulnérabilité

La vulnérabilité des institutions financières non bancaires a augmenté et reste élevée dans le secteur des entreprises.

(proportion des pays dont la vulnérabilité est élevée ou moyenne-élevée, par PIB; nombre de pays entre parenthèses)



Source : calculs des services du FMI.

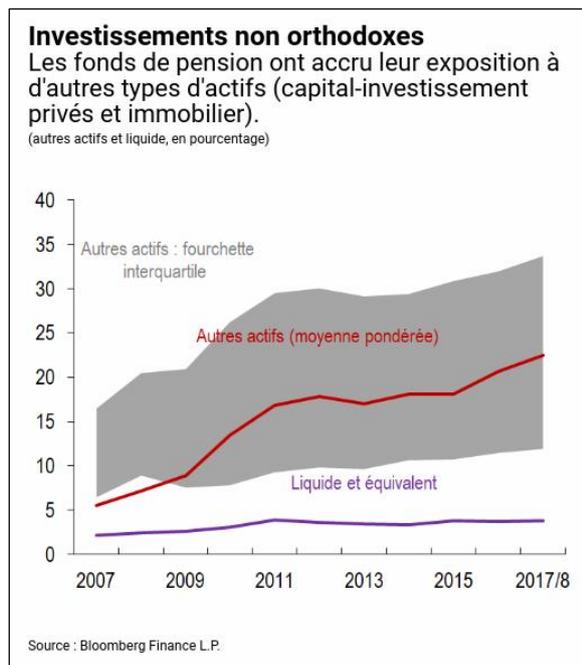
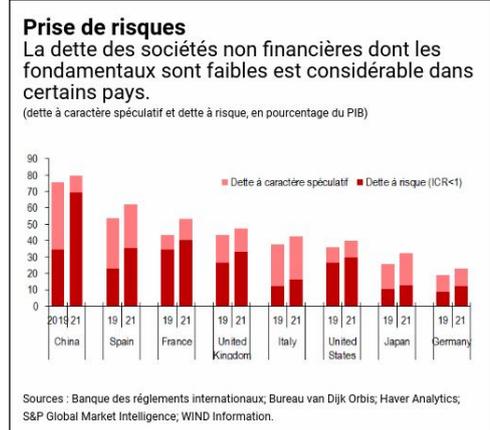
Note : sur la base de 29 pays d'importance systémique.

Les entreprises dans huit grands pays s'endettent davantage, tandis que leur capacité de remboursement diminue. Nous étudions l'effet potentiel d'un ralentissement économique sensible, dont le niveau de gravité représenterait la moitié de celui de la crise financière mondiale de 2007-08. Nos conclusions sont peu réjouissantes : la dette des entreprises dont les bénéfices ne peuvent couvrir les charges d'intérêts (« dette à risque des entreprises ») pourrait augmenter à 19 000 milliards de dollars. Il s'agit de près de 40 % du total de la dette des entreprises dans les pays étudiés, parmi lesquels les États-Unis, la Chine et des pays européens.

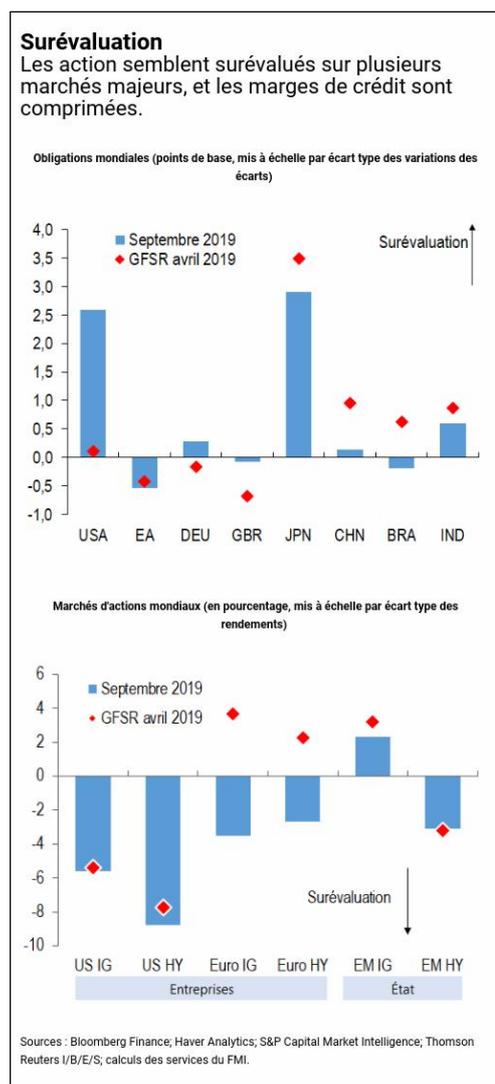
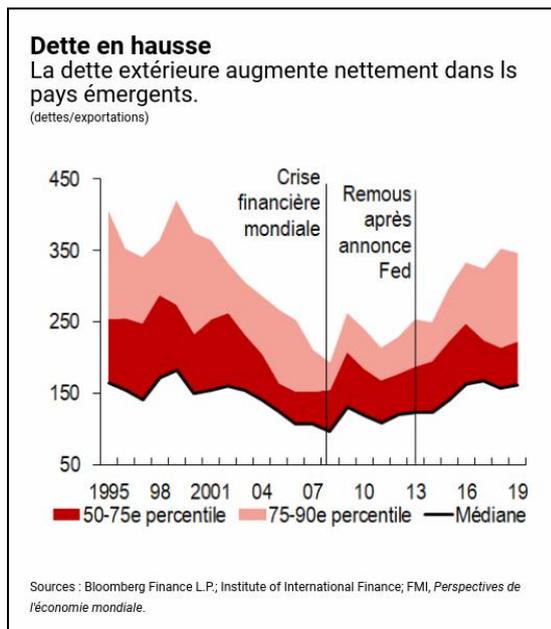
La vulnérabilité des institutions financières non bancaires a augmenté depuis le mois d'avril. Mesurée par le PIB, elle est désormais élevée dans 80 % des pays dont le secteur financier revêt une importance systémique. Ce niveau de vulnérabilité est semblable à celui enregistré au plus fort de la crise financière mondiale.

Le très bas niveau des taux a poussé des investisseurs institutionnels comme les compagnies d'assurance, les fonds de pension et les gestionnaires d'actifs à rechercher des titres plus risqués et moins liquides pour atteindre leurs objectifs de rendement. Par exemple, les fonds de pension ont accru leur exposition à d'autres classes d'actifs telles que le capital-investissement et l'immobilier.

Quelles sont les conséquences possibles ? L'existence de similarités dans les portefeuilles des fonds d'investissement pourrait amplifier un mouvement de liquidation d'actifs sur les marchés ; les placements illiquides des fonds de pension pourraient restreindre leur rôle traditionnel de stabilisateur des marchés. Les placements internationaux des compagnies d'assurance vie pourraient avoir des effets de contagion entre les marchés.



La dette extérieure des pays émergents et des pays préémergents est en hausse, car ils attirent des entrées de capitaux des pays avancés, où les taux d'intérêt sont plus faibles. La dette extérieure médiane des pays émergents a atteint 160 % des exportations, contre 100 % en 2008. En cas de resserrement considérable des conditions financières et de hausse des coûts d'emprunt, ils auraient plus de mal à assurer le service de leur dette.



## Déséquilibre

La surévaluation des actifs sur certains marchés constitue également une source de risques pour la stabilité financière. Les marchés de titres semblent surévalués aux États-Unis et au Japon. Sur les principaux marchés obligataires, les marges de crédit, c'est-à-dire la rémunération qu'exigent les investisseurs pour assumer un crédit, semblent également trop comprimées par rapport aux paramètres fondamentaux.

Un resserrement net et soudain des conditions financières pourrait mettre au jour ces facteurs de vulnérabilité et exercer une pression sur les prix des actifs. Alors, que peuvent faire les dirigeants pour enrayer ces risques ? Quels outils faudrait-il déployer ou concevoir pour remédier aux facteurs de vulnérabilité présentés dans le rapport ?

- Dette à risque des entreprises : durcissement du contrôle et de la surveillance macroprudentielle, avec notamment des tests de résistance ciblés pour les banques et des outils prudentiels pour les entreprises dont l'effet de levier est considérable.
- Investisseurs institutionnels : renforcement de la surveillance et amélioration de la communication d'informations, notamment en redoublant d'efforts pour atténuer l'effet de levier et d'autres asymétries de bilan.
- Pays émergents et pays préémergents : pratiques et dispositifs prudents de gestion de la dette souveraine.

En résumé, étant donné que les conditions financières demeurent souples à ce stade avancé du cycle économique et que la vulnérabilité s'accroît, les dirigeants doivent agir rapidement pour éviter de pénaliser la croissance à moyen terme. Bien que l'incertitude règne aujourd'hui, une action judicieuse en temps utile pourrait permettre d'éviter l'issue la plus dangereuse.