



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.