

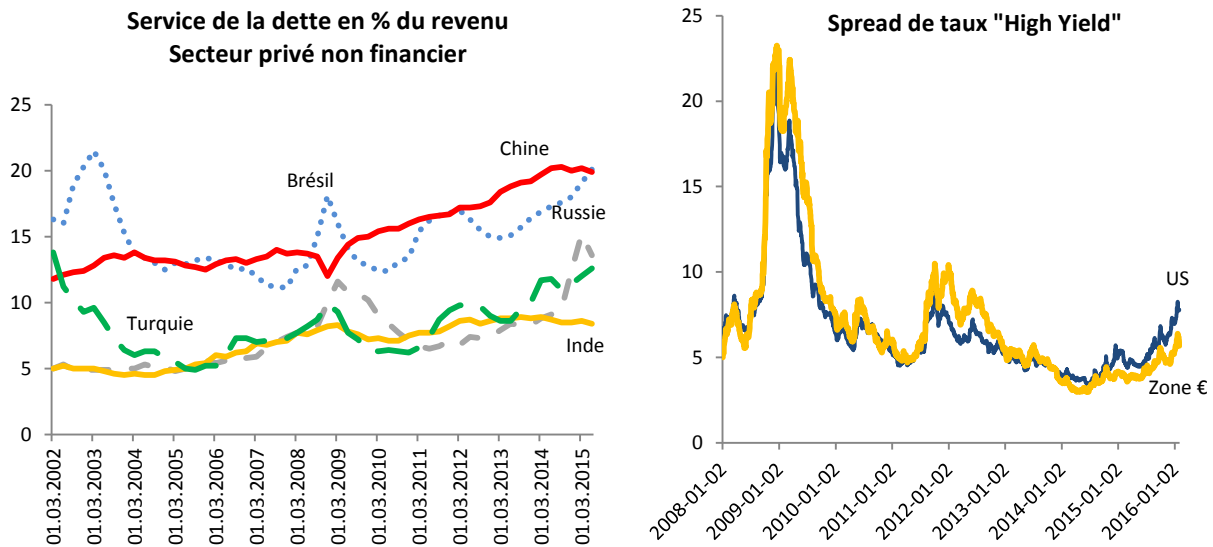
Que faut-il penser des risques pour 2016 ?

Vendredi 5 février 2016

Alors que les marchés financiers sont très volatils en ce début d'année, le présent flash revient sur les principaux risques pour l'économie mondiale en étudiant un scénario indicatif de nouvelle crise.

1. Stabilité financière : le « triangle » des défis

Dans son rapport d'octobre 2015 sur la stabilité financière¹, le FMI mettait en avant un « triangle » de défis pour l'économie mondiale : 1) des pays émergents aux vulnérabilités croissantes ; 2) des économies avancées toujours sous l'impact de la Grande récession ; 3) un affaiblissement de la liquidité de marché. Sur le **premier point**, le FMI rappelle que les émergents ont traversé la crise de 2008-2009 grâce à une forte expansion du crédit et donc à un **endettement privé croissant** : le « *credit gap* »² est ainsi particulièrement élevé en Chine mais également en Thaïlande, en Turquie et au Brésil. Le quadruplement de l'endettement des sociétés non financières entre 2004 et 2014, la croissance des créances douteuses dans les bilans bancaires et la baisse de la profitabilité des entreprises sont trois signaux de vigilance forte. Par ailleurs, les émergents sont exposés à deux grands risques « macro » que sont, d'une part, la **dépréciation** de leurs monnaies face au dollar (importance de l'endettement externe en \$) et, d'autre part, pour les pays concernés, la **baisse du prix des « commodities »**. Très observée, la **Chine** doit faire face au défi intérieur de la transition vers une croissance plus soutenable tout en réduisant ses faiblesses et en donnant un rôle plus important à l'économie de marché, soit une équation qui peut apparaître contradictoire.



Source : Afep à partir de BRI (*BIS Debt service ratios statistics*) / BofA Merrill Lynch.

S'agissant du **second point**, la Grande récession a largement amplifié les fragilités d'avant-crise en portant l'endettement (public et privé) des pays avancés à des niveaux élevés. Face à cette situation, les **banques centrales** ont été très actives (taux nuls, voire négatifs, programmes de « *quantitative easing* ») pour tenter de stabiliser, avec un certain succès, l'environnement macroéconomique. Ces politiques ont conduit à une compression des primes de risques³ et à une **surévaluation des obligations des pays avancés** (pour une obligation, un taux très bas signifie un prix très élevé) les exposant à des retournements potentiellement dangereux (et pour lesquels les banques centrales pourraient se retrouver à court d'instruments). En **zone euro**, les faiblesses structurelles de la monnaie unique n'ont pas été entièrement résolues sur le fond, laissant craindre de nouveaux épisodes de tensions.

¹ « *Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges: Risks rotating to Emerging Markets* », Global Financial Stability Report, October 2015, International Monetary Fund.

² « Ecart de crédit » = niveau actuel du ratio crédit/PIB – tendance de long terme.

³ Rémunération supplémentaire accordée à un actif relativement risqué par rapport à celle d'un actif sans risque.

Enfin, le **troisième point** est à surveiller de près : en effet, la **liquidité de marché**, qui mesure la **capacité pour un opérateur à réaliser un volume important de transactions à faible coût et avec un impact limité sur les prix**, est un élément essentiel pour la stabilité financière et la croissance économique. Plus elle est faible, moins le système de prix reflète les « fondamentaux » et plus ce dernier sur réagit, d'où une volatilité accrue. Si les **programmes de QE** ont soutenu la liquidité en faisant des instituts monétaires des acheteurs prévisibles de titres pour des montants conséquents, l'impact net pourrait bien être plus modeste pour au moins deux raisons : d'une part, les **changements réglementaires** en cours et, d'autre part, **l'évolution des structures de marché** auraient tendance à réduire la liquidité. Ainsi, les établissements financiers seraient moins présents sur les activités de « *trading* » et de « *market making* ». De la même façon, la montée en puissance des fonds communs de placement fragiliserait la liquidité de marché en raison d'une plus grande sensibilité de ces acteurs aux comportements moutonniers. Par ailleurs, en incitant à la prise de risque (« *search for yield* »), les politiques de QE conduisent les investisseurs à se porter sur des actifs dont la liquidité de marché est faible.

2. Vers une nouvelle crise mondiale ? Un scénario indicatif

Face à ce « triangle » de défis, le FMI envisageait trois scénarios possibles à court terme pour la stabilité financière : 1) un scénario **central** qui prolonge la situation actuelle (croissance médiocre, divergences monétaires entre pays avancés), 2) un scénario de « **normalisation réussie** » (décompression progressive des primes de risques, amélioration des perspectives de croissance, désendettement « ordonné » dans les pays émergents) et 3) un scénario de **turbulences globales** sur les marchés financiers⁴. Compte tenu de l'actualité, c'est ce dernier scénario qui est présenté plus en détail ici pour comprendre à la fois les canaux de transmission par lesquels transiteraient les chocs ainsi que les impacts macroéconomiques et financiers potentiels. L'enjeu est de taille : selon les simulations du FMI, la réalisation de ce scénario entraînerait une baisse de la croissance mondiale de 2,4 points en 2017⁵ et du prix des *commodities* de 23 % (énergie) et de 12 % (hors énergie). Un **resserrement des conditions financières** relativement brutal pousserait à une **hausse** générale mais différenciée des **taux** sur les obligations souveraines (+ 25 points de base dans les pays « cœur » de la zone €, + 50 pb aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, + 100 pb dans les autres pays de la zone €) qui ferait réapparaître une « fragmentation financière » en Europe. L'aversion au risque progressant dans un environnement marqué par une corrélation croissante au niveau mondial entre les **prix des actifs**, ces derniers pourraient **baisser de 20 %** cette année dans les grandes économies avancées et en Chine. La hausse des taux américains se diffuserait, via le canal de la « contagion financière », aux **obligations des pays émergents** qui verraient alors le cycle du crédit se retourner (hausse des défauts et donc des pertes pour les banques concernées, renchérissement du coût du crédit, baisse de l'investissement). Plusieurs Etats dont la note se situe aux bornes inférieures de la qualité « investissement » (**Afrique du Sud, Brésil, Turquie**) pourraient souffrir plus particulièrement, tout comme ceux assurant *de facto* la garantie d'entreprises publiques en difficulté (Petrobras, PDVSA, Rosneft). Au final, l'investissement, la consommation et donc la croissance économique pâtiraient de **comportements attentistes** (augmentation du taux d'épargne, report des dépenses). Face à cette situation, les banques centrales des pays avancés maintiendraient leurs politiques monétaires non conventionnelles ; de leur côté, les politiques budgétaires joueraient leur rôle de « stabilisateur automatique ». Toutefois, la simulation n'intègre pas d'éventuels plans de soutien (par exemple de la part du Gouvernement chinois) qui pourraient atténuer l'impact négatif d'un tel scénario.

En ce début d'année, la lecture de la conjoncture économique et financière est rendue particulièrement difficile par l'opposition de signaux contradictoires : d'un côté, des indicateurs relativement positifs (notamment en Europe) ; de l'autre, une multiplication des foyers de risque. Le sentiment est que les « bonnes nouvelles » initiales (matières premières, taux d'intérêt) sont en train de se retourner contre elles en raison de mouvements excessifs qui génèrent des coûts croissants tandis que les gains se dissipent. Sans aller jusqu'à une réédition de 2009, la réalisation du scénario le plus défavorable du FMI aurait des conséquences d'ampleur sur l'activité mondiale dans un contexte où les marges de manœuvre des politiques économiques semblent épuisées (dettes publiques élevées, taux au plancher).

⁴ Ce scénario est jugé « plausible et défavorable mais pas extrême ».

⁵ Contre une prévision de croissance du PIB mondial de 3,6 % en 2017 (prévision du FMI de janvier 2016).