

Résumé

Un terrain mouvant sous le calme apparent : la stabilité mise en difficulté par les mutations sur les marchés financiers

Malgré l'incertitude qui continue d'entourer les échanges commerciaux et la situation géopolitique, le calme semble régner sur les marchés financiers (graphique ES.1). Cependant, cette édition du Rapport sur la stabilité financière dans le monde relève plusieurs signes indiquant que le système financier repose sur un terrain mouvant, ce qui pourrait accentuer les vulnérabilités si l'on néglige les risques associés à cette évolution. Le cadre de croissance à risque du FMI montre d'ailleurs que les risques pour la stabilité financière mondiale demeurent élevés (graphique ES.2). Les dirigeants sont appelés à rester vigilants et à réagir rapidement à l'évolution de la situation.

Le premier signe de mouvement de terrain est l'appréciation continue des cours des actifs à risque. Les marchés semblent minimiser les effets potentiels des droits de douane sur la croissance et l'inflation. Les modèles des services du FMI laissent apparaître que les valorisations de certains actifs à risque se sont de nouveau tendues après la brève correction consécutive à l'annonce des États-Unis sur les droits de douane le 2 avril. Parallèlement, le dollar américain s'est déprécié de 10 % jusqu'à présent cette année, sa valeur s'étant découplée des larges différentiels de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Groupe des Dix dans les mois qui ont suivi l'annonce (graphique ES.3). Cette baisse s'est produite sur fond de préoccupations concernant l'incertitude liée aux politiques menées par les États-Unis, alors que les investisseurs ont revu leur position quant à la trajectoire haussière du dollar depuis une dizaine d'années. Toute nouvelle correction brutale des prix des actifs pourrait être aggravée par l'évolution de ces corrélations entre actifs, créant des tensions sur les marchés financiers. Par exemple, les marchés des changes ont connu des changements structurels ces dernières années, mais pas de périodes de faiblesse significative du dollar (chapitre 2).

Autre signe qui ne trompe pas : la dette continue de se déplacer vers le secteur souverain, les émissions d'obligations d'État étant propulsées par le creusement des déficits budgétaires au niveau mondial. Dans les principaux pays avancés, les marchés des obligations souveraines dépendent de plus en plus d'investisseurs sensibles aux prix, ce qui exerce une pression à la hausse sur les primes d'échéance et les rendements à long terme. Dans les pays émergents, les pouvoirs publics s'en sont remis aux investisseurs nationaux pour se financer. Cette tendance a certes réduit la dépendance à l'égard de la dette libellée en devises, mais elle pourrait créer des fragilités, comme une interdépendance État-banques plus forte (chapitre 3).

Enfin, la taille croissante des institutions financières non bancaires (IFNB) et le renforcement de leurs liens avec les banques ont accru leur interconnexion sectorielle. Le Rapport sur la stabilité financière dans le monde décrit le rôle accru des IFNB dans les marchés des principales obligations souveraines et les marchés des obligations d'entreprises, comme en témoigne notamment la participation des investisseurs de détail dans le crédit privé. Ces liens font planer la menace d'une prise de risques et d'une interdépendance excessives dans le système financier.

Vulnérabilités et incertitudes

Ces mouvements peuvent être à l'origine de facteurs de vulnérabilité dans le système financier. Les marchés des obligations souveraines dans les principaux pays avancés se sont certes stabilisés depuis les ventes massives brusquement déclenchées par l'annonce du 2 avril sur les droits de douane, mais l'accentuation des courbes de rendement, les écarts de swaps plus négatifs et l'érosion des rendements d'opportunité indiquent que le fonctionnement des marchés obligataires repose sur une assise plus bancal. Le fonctionnement des marchés obligataires pourrait être mis à rude épreuve si les rendements venaient à grimper subitement. Par exemple, une analyse de scénario sur les fonds mutuels de placement en obligations montre que les liquidations forcées de bons du Trésor américain à la suite d'importantes sorties de capitaux et d'une brusque hausse des rendements pourraient atteindre près de 300 milliards de dollars (graphique ES.4). Compte tenu du rôle capital des principales obligations souveraines en tant que références et garanties, leur détérioration a des incidences pour les marchés financiers dans leur ensemble.

Dans le secteur bancaire, les ratios de fonds propres se sont améliorés. Le test de résistance du système bancaire mondial mené par le FMI indique que dans un scénario macroéconomique défavorable, environ 18 % des banques à l'échelle mondiale (pourcentage mesuré en volume d'actifs) verraient leurs fonds propres ordinaires de catégorie 1 (CET1) passer en dessous du seuil critique de 7 %, plus un volant pour les banques d'importance systémique au niveau mondial. Cependant, l'ajout de chocs sur les IFNB porterait à 21 % la part des banques vulnérables (toujours en volume d'actifs), ce qui met en exergue les liens entre les banques et les IFNB (graphique ES.5).

La dette souveraine des pays émergents a considérablement augmenté dans la plupart des pays, mais on constate une divergence croissante de sa structure en fonction des pays. Les pays émergents aux fondamentaux économiques plus solides ont pu en grande partie compter sur leurs investisseurs résidents intérieurs pour financer leur dette en monnaie locale (chapitre 3). Des études empiriques montrent qu'un recours accru aux marchés d'obligations souveraines locales est associé à une meilleure résilience face aux chocs mondiaux. Ainsi, une augmentation de la part des investisseurs résidents s'accompagne d'une baisse de la sensibilité des obligations des pays émergents aux chocs sur l'indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange, le VIX (graphique ES.6). Cependant, l'accroissement du

financement en monnaie locale peut causer d'autres fragilités, comme une plus forte interdépendance État-banques. Pour les pays émergents aux fondamentaux plus faibles, en revanche, la charge du service de la dette s'alourdit, puisque les taux d'intérêts réels à long terme (r) sont supérieurs aux taux de croissance à long terme (g) (graphique ES.7). Cela pourrait exposer les pays émergents à des risques de financement, car un rééquilibrage budgétaire les mettrait en difficulté (voir le Moniteur des finances publiques d'octobre 2025).

Les entreprises ont bien résisté jusqu'ici, même si les droits de douane pourraient mettre les marges bénéficiaires sous pression dans certains secteurs, entamer les capacités de remboursement de la dette, et exposer les valorisations tendues des actions et obligations d'entreprises à des corrections. Dans un scénario conjuguant une introduction progressive de droits de douane supplémentaires et une augmentation des coûts de refinancement des sociétés, la part de la dette des entreprises dont le ratio de couverture des intérêts tomberait au-dessous de 1 atteindrait 55 % dans certains pays. Un ensemble d'entreprises fragiles semble déjà souffrir dans la conjoncture actuelle. Malgré la vague de restructurations, la position de liquidité des emprunteurs plus vulnérables reste délicate sur les marchés des prêts à effet de levier et du crédit privé. Cela a contribué à multiplier les abaissements de notes d'emprunteurs.

Les cryptomonnaies stables, au premier rang desquels ceux adossés au dollar américain, connaissent un essor rapide et tiennent un rôle accru dans l'intermédiation financière (graphique ES.8). Ce développement continu des cryptomonnaies stables pourrait avoir trois grandes incidences sur la stabilité financière : 1) les pays plus fragiles pourraient être confrontés à la substitution monétaire et la perte d'efficacité des instruments de politique monétaire, 2) la structure des marchés obligataires pourrait changer, ce qui pourrait avoir des conséquences sur la désintermédiation du crédit et 3) des ventes massives de cryptomonnaies stables par les investisseurs pourraient déclencher des ventes forcées d'actifs de réserve. L'apparition d'effets systémiques dépendrait de la poursuite de l'essor des jetons indexés.

Malgré leur niveau de liquidité élevé, les marchés mondiaux des changes restent vulnérables face aux épisodes d'incertitude macrofinancière accrue. Comme cela est montré dans le chapitre 2, la fuite vers la qualité et la demande croissante de couverture pendant ces périodes peut faire augmenter les coûts de financement en devises et altérer la liquidité des marchés des changes, ce qui se traduit par un creusement des écarts entre les cours acheteurs et vendeurs, et par une plus grande volatilité des rendements de change (graphique ES.9). Ces pressions pourraient être exacerbées par des fragilités structurelles sur les marchés des changes, notamment d'importantes asymétries de devises, une concentration de l'activité des prestataires de services d'investissement et la participation plus importante des IFNB. Les tensions qui règnent sur les marchés des changes pourraient se propager à d'autres classes d'actifs, durcissant de ce fait les conditions financières globales, avec des risques possibles pour la stabilité macrofinancière. De plus, l'expansion des opérations de change a accentué le risque de règlement, à savoir la possibilité qu'une partie livre la devise vendue sans recevoir ce que la contrepartie lui doit. Les risques opérationnels pesant sur l'infrastructure des marchés des changes, tels que des pannes techniques ou des cyberattaques, constituent une autre menace pour leur fonctionnement.

Recommandations

La stabilité macroéconomique est essentielle pour la stabilité financière. Dans les territoires qui sont soumis à des droits de douane et enregistrent un affaiblissement de la demande, un abaissement progressif du taux directeur pourrait se révéler judicieux. Dans les pays où l'inflation continue de dépasser la cible, les banques centrales doivent agir avec précaution si elles envisagent un assouplissement monétaire et elles doivent maintenir leur engagement en faveur de la stabilité des prix. Cette approche prudente contribuerait également à atténuer de nouvelles pressions sur les valorisations des actifs à risque. Il reste essentiel que les banques centrales puissent mener leur action en toute indépendance pour qu'elle puisse ancrer les anticipations d'inflation et remplir leur mission.

Pour préserver la résilience des marchés des obligations souveraines, il convient de procéder sans délai à des rééquilibrages budgétaires pour réduire les déficits. Dans de nombreux pays, un niveau d'endettement élevé et un report des rééquilibrages des finances publiques pourraient alourdir encore davantage les coûts d'emprunt de l'État, ce qui soulignerait la nécessité d'appliquer des mesures budgétaires plus ambitieuses pour réduire les risques souverains. La résilience des marchés obligataires pourrait aussi être renforcée par une optimisation de leur structure. Celle-ci pourrait consister à développer la compensation centrale pour les opérations au comptant sur les obligations et les mises en pension afin de diminuer les risques de contrepartie, à améliorer l'efficacité des bilans et à accroître la transparence. Les facilités de liquidité permanentes sont des filets de sécurité essentiels pour ces marchés.

Les pays émergents ont vu la dépréciation du dollar atténuer les vents contraires auxquels ils ont fait face ces derniers mois, mais ils restent vulnérables aux sautes d'humeur du marché. Lorsque des signes de fragilité sont observés, par exemple une montée des anticipations d'inflation ou des poussées de la volatilité des taux de change et des flux de capitaux, les pays émergents doivent intervenir sur le marché des changes, appliquer des mesures macroprudentielles et gérer les flux de capitaux conformément au cadre stratégique intégré du FMI, à condition de ne pas entraver les avancées nécessaires sur les ajustements budgétaires et monétaires. Pour accroître la capacité d'endettement, il est primordial de continuer à développer les marchés obligataires nationaux en renforçant les fondamentaux macroéconomiques, par exemple en augmentant l'épargne financière intérieure ainsi qu'en améliorant la crédibilité de la politique budgétaire et de la politique monétaire. D'autres mesures destinées à développer les marchés obligataires des pays émergents peuvent être prises :

améliorer la prévisibilité et la transparence de l'émission de dette, mettre sur pied des marchés de mises de pension et des marchés monétaires efficaces, renforcer les cadres relatifs aux spécialistes en valeurs du Trésor, et diversifier la base d'investisseurs.

Le test de résistance du système bancaire mondial développé par le FMI met en évidence l'importance d'améliorer la capitalisation afin de faire face aux risques posés par les banques déficientes. La mise en œuvre de normes internationalement reconnues qui garantissent des niveaux de fonds propres et de liquidité suffisants, notamment Bâle III, revêt une importance fondamentale pendant les périodes de forte incertitude économique. Il convient de veiller à l'efficacité de la réglementation en contrôlant si elle comporte d'éventuelles complexités injustifiées, le tout sans affaiblir la résilience du secteur bancaire ou les normes minimales internationales. Les autorités nationales doivent renforcer le dispositif de sécurité du secteur financier afin de protéger le secteur bancaire contre les risques que les établissements en difficulté pourraient poser pour la stabilité financière. Il s'agit ici d'établir des mécanismes de fourniture de liquidités d'urgence, de veiller à ce que les banques puissent se financer rapidement auprès des banques centrales, et d'avancer dans la mise en place de cadres de redressement et de résolution afin de gérer les chocs sans occasionner de perturbations systémiques ni exposer les contribuables à des pertes.

Une surveillance réglementaire efficace des IFNB et des actifs numériques tels que les cryptomonnaies stables passe par une amélioration du recueil, de la coordination et des analyses des données, y compris entre pays. Afin de remédier aux asymétries des liquidités dans les fonds de placement, il est primordial d'améliorer et d'élargir la disponibilité et la facilité d'utilisation des outils de gestion de la liquidité. Pour faire face aux risques que les cryptoactifs tels que les cryptomonnaies stables pourraient représenter pour la stabilité macroéconomique et financière, les dirigeants doivent mettre en œuvre les recommandations de haut niveau du Conseil de stabilité financière, notamment mettre en place des cadres de gestion des risques efficaces, préserver les mesures de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, et veiller à ce que les autorités compétentes disposent des pouvoirs nécessaires et qu'elles puissent coopérer efficacement.

Pour atténuer les risques pour la stabilité financière provoqués par les tensions sur le marché des changes, les décideurs doivent renforcer la surveillance, notamment systématiser des tests de résistance de la liquidité des marchés des changes qui font apparaître les interactions avec les vulnérabilités sous-jacentes. Il est fondamental de combler les lacunes dans les données sur les devises ainsi que de veiller à ce que les réserves de capitaux et de liquidité des établissements financiers soient suffisantes et soutenues par de solides cadres de gestion des crises. Le renforcement du dispositif mondial de sécurité financière, notamment avec des volants de réserves de change suffisants et un réseau élargi d'échange de monnaies entre banques centrales, pourrait modérer la volatilité des marchés des changes. Cette action bénéficierait aussi d'un dosage des politiques macroéconomiques aligné avec le cadre stratégique intégré du FMI. En renforçant la résilience opérationnelle des principaux acteurs des marchés des changes, notamment contre les cyberrisques, et en favorisant une utilisation élargie des mécanismes « paiement contre paiement », les décideurs pourraient réduire encore davantage les risques de règlement.

Ce rapport est disponible en anglais dans son intégralité à l'adresse :

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2025/10/14/global-financial-stability-report-october-2025>.