RAPPORT SUR LA STABILITE FINANCIERE DANS LE MONDE

Résumé

Évaluation d'ensemble : où en sommes-nous ?

Alors que le monde reste aux prises avec la pandémie mondiale, les risques pour la stabilité financière ont été maîtrisés jusqu'ici grâce au soutien continu des politiques monétaires et budgétaires et au rebond de l'économie mondiale observé cette année. Si les conditions financières se sont encore assouplies dans les pays avancés, l'optimisme qui avait animé les marchés au premier semestre s'est quelque peu tempéré au cours de l'été. Les investisseurs s'inquiètent de plus en plus des perspectives économiques dans un contexte d'augmentation des infections virales et d'incertitude accrue quant à la vigueur de la reprise, en particulier dans les pays émergents. Fin septembre, la crainte de pressions inflationnistes plus persistantes que prévu initialement, a provoqué une hausse des rendements nominaux, effaçant totalement les mouvements précédents dans certains pays. Bien que des améliorations soient survenues depuis l'édition d'avril 2021 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde, les vulnérabilités financières demeurent fortes dans plusieurs secteurs, en partie masquées par les mesures massives de relance. Les dirigeants font face à un arbitrage difficile : continuer à soutenir l'économie mondiale à court terme tout en prévenant les conséquences indésirables et les risques pour la stabilité financière à moyen terme. Une période prolongée de conditions financières extrêmement favorables, quoique nécessaire pour soutenir la reprise économique, pourrait alimenter une surévaluation des actifs et accroître les vulnérabilités financières. Quelques signaux d'alerte — par exemple, une plus grande prise de risques financiers et des fragilités grandissantes dans le secteur des établissements financiers non bancaires — signalent une dégradation des fondements de la stabilité financière. Si rien n'est fait, ces vulnérabilités pourraient devenir des problèmes structurels, qui menaceraient la croissance à moyen terme et mettraient à l'épreuve la résilience du système financier mondial.

Progrès depuis le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'avril 2021*

Les conditions financières se sont encore assouplies globalement dans les pays avancés, du fait des anticipations de maintien de politiques monétaires accommodantes et de la valorisation croissante des actifs risqués. Dans les pays émergents en revanche, les conditions financières ont globalement peu changé car le durcissement de la politique monétaire opéré dans certains pays face aux pressions inflationnistes a compensé les hausses de prix des actifs risqués (graphique 1).

Les bilans des entreprises ont été globalement renforcés. Grâce à des aides budgétaires ciblées et à un soutien sans précédent des politiques monétaires, la vague de faillites que l'on redoutait ne s'est pas matérialisée. Les chiffres d'affaires ont augmenté et les bénéfices des entreprises ont surpassé les niveaux antérieurs à la pandémie dans plusieurs pays (graphique 2). La qualité de crédit sur les marchés des obligations de catégorie spéculative a continué de se renforcer, et les taux de défaillance devraient rester faibles.

La situation financière des ménages s'est améliorée et semble plus saine que pendant la crise financière mondiale. Les ménages ont bénéficié des taux d'intérêt plus bas, d'aides au revenu et de bonifications d'intérêts, y compris de moratoires sur le remboursement des emprunts dans certains pays. Les ratios d'endettement ont diminué dans de nombreux pays, ce qui réduit le risque de défaillance sur les prêts hypothécaires et les prêts à la consommation (graphique 3).

Dans les pays émergents et préémergents, les perspectives des flux d'investissement de portefeuille se sont améliorées grâce à la reprise économique en cours et à une attitude positive vis-à-vis du risque à l'échelle mondiale, bien que les flux de dette en monnaie locale n'aient pas rattrapé la chute enregistrée au premier trimestre. Les émissions en monnaies fortes ont nettement rebondi, avec le retour de nombreux émetteurs moins bien notés sur les marchés de capitaux (graphique 4).

Avec une position globale en capital solide, le secteur bancaire mondial continue de jouer un rôle crucial en soutenant le flux de crédit à l'économie. Hormis quelques établissements fragiles dans certains pays, les banques sont restées résilientes grâce aux fonds propres qu'elles ont constitués pendant des années en vertu

des réformes consécutives à la crise financière mondiale et au soutien sans précédent des politiques monétaires et budgétaires.

Le secteur financier mondial — notamment le secteur des fonds d'investissement — peut jouer un rôle crucial de catalyseur de l'investissement privé pour accélérer la transition vers une économie à faible intensité de carbone et atténuer le changement climatique (chapitre 3). La pandémie ayant davantage sensibilisé les investisseurs aux événements catastrophiques, les flux de capitaux orientés vers les fonds durables, en particulier les fonds climatiques, sont en plein essor depuis début 2020 (graphique 5). Les flux de capitaux soutiennent la protection du climat et les émissions de titres réalisées par des entreprises « vertes ». Les acteurs de l'investissement durable peuvent aussi présenter un intérêt du point de vue de la stabilité financière car ils sont généralement moins sensibles aux rendements à court terme. Le secteur des fonds durables demeure néanmoins modeste (3 600 milliards de dollars de fonds sous gestion fin 2020, dont seulement 130 milliards dans les fonds climatiques).

Toutefois, des risques persistent dans un contexte de vulnérabilités financières élevées

Après avoir sensiblement décliné pendant l'été, les rendements mondiaux à long terme se sont redressés fin septembre, effaçant totalement les mouvements précédemment enregistrés dans certains pays en raison de craintes de pressions inflationnistes plus persistantes que prévu initialement (graphique 6).

Bien que les investisseurs anticipent encore une modération, suivie d'une diminution progressive, des récentes pressions sur les prix, les préoccupations relatives aux risques d'inflation se sont récemment intensifiées sur les marchés financiers (graphique 7). Outre la récente crise des prix de l'énergie et des produits de base, les investisseurs ont souligné la possibilité de perturbations des chaînes d'approvisionnement et de pénuries de main-d'œuvre et de matériaux plus persistantes qu'on ne le prévoyait initialement, qui se répercuteraient sur l'évolution des salaires et entraîneraient un désancrage des anticipations d'inflation.

Les actifs apparaissent surévalués sur certains segments de marché. En dépit des récentes turbulences sur les marchés, les cours des actions ont, dans l'ensemble, encore progressé depuis le Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'avril 2021, portés par les politiques monétaires accommodantes et de solides bénéfices. Toutefois, les cours de bourse demeurent considérablement décalés (par rapport aux valorisations basées sur les fondamentaux) sur la plupart des marchés (graphique 8). Les écarts de crédit se sont resserrés et sont inférieurs aux niveaux antérieurs à la pandémie. Les prix de l'immobilier ont fortement augmenté dans de nombreux pays, sous l'effet, notamment, de l'amélioration des perspectives, des aides publiques et d'une évolution des préférences des ménages.

Les besoins de financement des pays émergents et préémergents restent considérables. Les rendements des obligations souveraines en monnaie locale ont augmenté dans de nombreux pays en raison de facteurs internes (accélération de l'inflation et préoccupations budgétaires). L'augmentation des rendements des bons du Trésor américains intervenue fin septembre pourrait exercer de nouvelles pressions, entraînant une hausse des coûts de financement pour de nombreux pays. Les pressions inflationnistes ont amené de nombreuses banques centrales à durcir leur politique monétaire. Concernant les flux de capitaux, les perspectives se sont améliorées à la faveur de la reprise en cours et d'un solide appétit mondial pour le risque. Les conditions monétaires sont encore globalement accommodantes, avec des taux d'intérêt réels fortement négatifs. Toutefois, une forte augmentation des taux réels n'est pas exclue dans les prochaines années (graphique 9). Une réorientation soudaine de la politique monétaire dans les pays avancés pourrait entraîner un net durcissement des conditions financières, qui nuirait aux flux de capitaux et accentuerait les pressions dans les pays dont la viabilité de la dette suscite des préoccupations (graphique 10).

Malgré les améliorations enregistrées pendant la reprise, les vulnérabilités financières demeurent élevées dans plusieurs secteurs. Parmi les entreprises non financières, la reprise reste inégale selon les pays, les secteurs et la taille des entreprises. Les risques d'insolvabilité restent élevés dans les secteurs les plus touchés par la pandémie (comme les transports et les services) et dans les petites entreprises (graphique 11). En Chine, les conditions de crédit ont été durcies, en particulier pour les entreprises dont la note de crédit est basse et dans les provinces où les finances publiques sont plus fragiles.

Les vulnérabilités des fonds d'investissement révélées par la « ruée sur les liquidités » de mars 2020 restent présentes et les risques augmentent au sein de certains autres établissements financiers non bancaires qui recherchent du rendement pour atteindre leurs objectifs de rendements nominaux. Les compagnies

d'assurance-vie, par exemple, présentent encore des asymétries d'échéances entre actifs et passifs dans de nombreux pays. Cherchant à améliorer leur retour sur investissement, les assureurs-vie américains et européens ont augmenté leurs avoirs en obligations de moindre qualité. Dans le contexte actuel de faiblesse persistante des taux d'intérêt et d'abondance de liquidités, un recours accru au levier financier pour doper les rendements pourrait engendrer de la volatilité sur les marchés financiers.

Dans le secteur bancaire, les règles en matière d'octroi de crédit restent restrictives dans de nombreux pays. D'après les enquêtes réalisées auprès de chargés de prêts bancaires, cette posture devrait persister, les risques pour les perspectives du crédit étant le principal frein à la croissance des prêts. Un ralentissement des prêts bancaires internationaux pourrait engendrer de nouveaux risques élevés pour de nombreux pays émergents.

L'écosystème des cryptomonnaies poursuit son essor (graphique 12), avec à la clé de nouvelles possibilités et de nouveaux défis (chapitre 2). Les plateformes d'échange de cryptoactifs posent des risques opérationnels ainsi que des risques pour l'intégrité financière du fait de leurs opérations internationales. Les risques pour les investisseurs sont particulièrement élevés pour les cryptoactifs et la finance décentralisée. À titre d'exemple, peu d'informations sont généralement disponibles sur les cryptomonnaies stables qui peuvent être victimes d'attaques spéculatives en cas de doute sur le montant de leurs réserves. Dans les pays émergents, l'avènement des cryptoactifs et des cryptomonnaies stables pourrait accélérer le risque de dollarisation et nuire à l'efficacité des mesures de restriction de change et de contrôle des mouvements de capitaux en vigueur. L'augmentation du volume des cryptoactifs négociés par les utilisateurs des pays émergents pourrait déstabiliser les flux de capitaux. Les pays émergents et les pays en développement faisant face à ces risques devraient donner la priorité au renforcement des politiques macroéconomiques et étudier les avantages de l'émission de monnaies numériques de banque centrale. Et à l'échelle mondiale, les dirigeants devraient suivre ensemble la feuille de route du G20 afin d'améliorer les paiements transfrontaliers pour les rendre plus rapides, plus économiques, plus transparents et inclusifs.

Recommandations

Si des mesures de soutien demeurent indispensables pour continuer à soutenir la reprise en cours, elles doivent être adaptées aux circonstances nationales car la reprise économique ne suit pas le même rythme d'un pays à l'autre. Les banques centrales devraient donner des indications claires sur l'orientation future de leur politique afin de prévenir un durcissement abrupt des conditions financières. Si les pressions sur les prix s'avèrent plus persistantes que ce que l'on prévoit actuellement, les autorités monétaires devraient agir avec détermination pour prévenir un désancrage des anticipations d'inflation. La politique budgétaire doit continuer à soutenir les entreprises et les personnes vulnérables. Compte tenu de la marge de manœuvre, les mesures budgétaires doivent être ciblées et adaptées aux caractéristiques et besoins des pays.

Sachant qu'il faudra peut-être prolonger les mesures de soutien pour garantir une reprise durable et inclusive, les dirigeants doivent agir avec détermination pour gérer les possibles conséquences indésirables des mesures sans précédent qui ont été prises pendant la pandémie. Ils doivent durcir les outils macroprudentiels sélectionnés pour gérer les poches de fortes vulnérabilités tout en évitant un durcissement général des conditions financières. En raison de possibles décalages temporels entre l'activation et les effets de ces outils, ils doivent prendre des mesures précoces. Si ces outils ne sont pas disponibles — par exemple, dans le secteur intermédiaire financier non bancaire — les dirigeants doivent les développer de toute urgence. Étant donné les difficultés liées à la conception et à la mise en place d'outils macroprudentiels dans les cadres existants, ils devraient aussi envisager de constituer d'autres réserves pour protéger le système financier. En particulier, ils doivent de toute urgence régler les vulnérabilités dans le secteur des fonds d'investissement en renforçant le contrôle et la réglementation prudentiels afin d'accroître la résilience *ex ante* contre les risques de liquidité. Point essentiel, le caractère mondial de l'activité des fonds d'investissement impose de coordonner toute nouvelle réforme à l'échelle internationale à travers le Conseil de stabilité financière.

Les pays émergents et préémergents restent exposés au risque d'un durcissement soudain des conditions financières extérieures. Ils auraient intérêt, tout en profitant de l'allocation générale historique de droits de tirage spéciaux, à reconstituer des réserves appropriées et à conduire des réformes structurelles pour se prémunir des dommages causés par une inversion des flux de capitaux et des augmentations soudaines des coûts de financement.

Les dirigeants des pays émergents doivent aussi s'attaquer aux défis posés par la dollarisation numérique. Ils doivent inverser ou éviter la dollarisation en renforçant la crédibilité de la politique monétaire, en préservant

l'indépendance de la banque centrale et en maintenant une situation budgétaire saine. Des mesures légales et réglementaires efficaces seront nécessaires pour décourager l'utilisation de devises. Des cadres de référence adéquats pour les prestataires de services sur cryptoactifs doivent être instaurés, avec une coordination entre les régulateurs nationaux. Plus généralement, les pays doivent envisager de restreindre les flux de capitaux dans un monde plus numérique, et la collaboration et la coopération internationales sont indispensables pour relever les défis sur le plan de la technologie, de la législation, de la réglementation et du contrôle (voir chapitre 2).

Pour favoriser la croissance du secteur des fonds durables et atténuer les risques potentiels pour la stabilité financière découlant de la transition vers une économie verte, les dirigeants doivent de toute urgence renforcer l'architecture d'information sur le climat mondial (données, informations à communiquer, classifications de finance durable). Lorsque cette architecture renforcée sera en place, les dirigeants pourraient également réfléchir à des outils pour canaliser l'épargne vers des fonds favorisant la transition (comme des incitations financières à l'investissement dans des fonds climatiques). Enfin, ils doivent réaliser des analyses de scénarios et des tests de résistance du secteur des fonds d'investissement afin d'atténuer les risques pour la stabilité financière qui pourraient découler de la transition.

Pour voir les graphiques, veuillez consulter la version en anglais du résumé et du rapport dans son intégralité à l'adresse suivante : <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>