

RAPPORT SUR LA STABILITE FINANCIERE DANS LE MONDE

Résumé

L'économie mondiale fait face à une inflation obstinément élevée, une difficulté à laquelle elle n'avait pas été confrontée depuis des décennies. À la suite de la crise financière mondiale, alors que les pressions inflationnistes se faisaient peu sentir, les taux d'intérêt sont restés extrêmement bas pendant des années et les investisseurs se sont habitués à la faible volatilité qui s'est installée. L'assouplissement des conditions financières qui en a résulté a favorisé la croissance économique, mais également contribué à l'accumulation de vulnérabilités financières. Aujourd'hui, alors que l'inflation atteint des sommets qu'elle n'avait pas connus depuis plusieurs décennies, les autorités monétaires des pays avancés accélèrent le rythme de la normalisation de leurs politiques. Les autorités des pays émergents ont continué de resserrer leur politique économique dans un contexte d'inflation et de pressions monétaires élevées, avec toutefois des différences notables entre les régions. Les conditions financières mondiales se sont considérablement resserrées cette année, entraînant des sorties de capitaux dans de nombreux pays émergents et préémergents où les paramètres économiques fondamentaux sont moins solides. Dans ce contexte économique et géopolitique plus incertain, les investisseurs ont opéré en septembre un vif repli vers un positionnement moins risqué. Signe de la détérioration des conditions ces dernières semaines, de principaux indicateurs du risque systémique, tels que la hausse des coûts de financement en dollars et l'écart de crédit des contreparties, ont augmenté. Un resserrement désordonné des conditions financières pourrait survenir et être amplifié par les vulnérabilités accumulées au fil des ans. Ce rapport traitera principalement des risques pesant sur la stabilité financière mondiale compte tenu de l'environnement macrofinancier actuel, un environnement nouveau pour de nombreux dirigeants et acteurs du marché.

Les perspectives économiques mondiales se sont considérablement détériorées depuis la publication du Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'avril 2022. Un certain nombre de risques de détérioration se sont concrétisés, avec notamment des pressions inflationnistes plus élevées que prévu, un ralentissement plus marqué que ce qui était escompté en Chine à la suite de la pandémie de COVID-19 et des confinements mis en place, et de nouvelles répercussions de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Le ralentissement de l'économie mondiale s'est donc avéré plus prononcé.

Dans un contexte marqué par une inflation obstinément élevée et des perspectives extraordinairement incertaines, les banques centrales ont continué à normaliser leur politique monétaire pour rétablir la stabilité des prix. Les conditions financières mondiales se sont resserrées dans la plupart des régions depuis l'édition d'avril 2022 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (graphique 1), partiellement en raison d'une conséquence voulue de la politique monétaire plus restrictive, et partiellement en raison de l'incertitude croissante qui entoure les perspectives depuis avril. En revanche, les conditions financières en Chine se sont quelque peu assouplies, grâce au soutien supplémentaire fourni par les autorités pour compenser une détérioration des perspectives économiques et atténuer les tensions dans le secteur de l'immobilier.

Depuis la dernière édition de ce rapport, les risques pour la stabilité financière mondiale ont augmenté, et la balance des risques est nettement orientée à la baisse. La fourchette des résultats défavorables de la croissance du PIB basée sur la distribution de probabilité de la croissance future du PIB se situe dans le 20^e centile le plus bas de ces quarante dernières années (graphique 2). Les vulnérabilités financières sont nombreuses dans les secteurs des institutions financières souveraines et non bancaires, tandis que la liquidité du marché s'est détériorée dans certaines classes d'actifs clés.

Les taux d'intérêt et les prix des actifs à risque sont extrêmement volatils depuis avril, signe que les perspectives économiques et les politiques à venir restent très incertaines. Les actifs risqués ont fortement chuté en juin, par crainte que les banques centrales ne soient obligées d'accélérer le rythme des hausses des taux directeurs pour lutter contre l'inflation élevée. Les actifs des pays émergents ont subi d'importantes pertes et les écarts de rendement observés sur les obligations souveraines à haut rendement des pays émergents ont presque atteint les niveaux enregistrés pour la dernière fois en mars 2020 (graphique 3). Les marchés des cryptoactifs ont également connu une volatilité extrême, entraînant l'effondrement de certains des segments les plus à risque et la liquidation de certains fonds de cryptoactifs.

En milieu d'année, alors que grandissait la crainte d'une récession, les actifs à risque se sont redressés à la faveur de l'espoir que le cycle de normalisation de la politique monétaire se terminerait plus tôt que prévu. Ces mouvements n'ont toutefois pas duré et les actifs à risque ont subi de nouvelles pertes, les principales banques centrales ayant fermement réaffirmé qu'elles étaient déterminées à lutter contre l'inflation et à atteindre leurs objectifs en matière de stabilité des prix.

Le désaccord entre les investisseurs sur l'évolution la plus probable de l'inflation semble être devenu plus profond. Dans la zone euro, il est très possible que l'inflation baisse ou qu'au contraire elle reste à un niveau élevé, cette divergence étant probablement due aux craintes grandissantes d'un ralentissement de la croissance globale (graphique 4). Une réévaluation rapide et désordonnée du risque pourrait toutefois survenir dans les mois à venir et interagir avec les vulnérabilités préexistantes et la faible liquidité du marché, facteurs qui pourraient aussi amplifier cette réévaluation.

Les indicateurs de liquidité du marché se sont détériorés dans toutes les classes d'actifs, y compris sur les marchés qui sont généralement très liquides et parmi les produits standardisés et négociés en bourse. L'écart entre les cours acheteur et vendeur pour les bons du Trésor américain s'est considérablement creusé, la profondeur du marché s'est fortement réduite et les primes de liquidité ont augmenté (graphique 5). Bien que le fonctionnement des marchés ne semble pas menacé dans

L'immédiat, des conditions de liquidité de marché moins résilientes amplifient les chocs et représentent un risque pour les marchés financiers.

Par rapport à avril 2022, des signes de tension ont été palpables sur les marchés financiers européens. Par crainte d'une récession et en raison des risques de pénurie de gaz naturel et d'une nouvelle fragmentation dans la zone euro, les prix des actifs ont chuté fortement. Cependant, l'écart de rendement entre les obligations d'État des pays d'Europe du Sud et les obligations d'État allemandes s'est resserré après l'annonce par la Banque centrale européenne du lancement d'un nouvel outil pour lutter contre la fragmentation dans la zone euro, à savoir l'instrument de protection de la transmission. Au Royaume-Uni, à la suite de l'annonce d'importantes réductions d'impôts financées par l'emprunt et de mesures budgétaires pour faire face aux prix élevés de l'énergie, les investisseurs se sont montrés inquiets quant aux perspectives budgétaires et inflationnistes et cela a fortement pesé sur le comportement du marché. La livre sterling s'est brusquement dépréciée et les prix des obligations souveraines ont fortement chuté. Pour éviter que les dysfonctionnements du marché des obligations d'État britanniques (*gilts*) ne représentent un risque trop important pour la stabilité financière du Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre, qui par son mandat est garante de cette stabilité, a annoncé le 28 septembre des achats temporaires et ciblés d'obligations d'État britanniques à long terme.

Les banques centrales des pays émergents et préémergents ont également continué de durcir leur politique monétaire. Mais les différences régionales restent marquées, certains pays augmentant leurs taux directeurs plus tôt et de manière plus agressive en réponse aux pressions inflationnistes. Les conditions sur les marchés obligataires en monnaie locale se sont considérablement détériorées, conséquence des inquiétudes quant aux perspectives macroéconomiques et à la hausse des niveaux d'endettement. Les primes d'échéance des obligations souveraines ont fortement augmenté, en particulier pour l'Europe centrale et orientale.

Les pays émergents sont confrontés à une multitude de risques liés aux importants coûts d'emprunt extérieur, à une inflation obstinément élevée, à la volatilité des marchés des matières premières, à la grande incertitude entourant les perspectives économiques mondiales et aux pressions créées par le resserrement des politiques économiques dans les pays avancés. Ces pressions se font particulièrement sentir dans les pays préémergents, dont les difficultés naissent d'une combinaison de facteurs, comme le resserrement des conditions financières, la détérioration des paramètres économiques fondamentaux et la forte exposition à la volatilité des prix des matières premières. Les charges d'intérêts sur la dette publique ont continué d'augmenter, tendance qui a exacerbé les pressions immédiates sur les liquidités. Avec une situation économique aux fondations fragiles et des investisseurs peu enclins à prendre des risques, des défauts de paiement peuvent survenir. Cependant, jusqu'à présent, les investisseurs continuent d'opérer des distinctions entre pays émergents, et bon nombre des principaux pays émergents semblent plus résistants aux vulnérabilités extérieures. Malgré certains signes de stabilisation après des sorties importantes au premier semestre (graphique 6), les flux de portefeuille de non-résidents restent faibles. L'émission d'obligations souveraines en devises fortes s'est fortement détériorée. Sans une amélioration de l'accès au marché, de nombreux émetteurs dans les pays préémergents devront rechercher d'autres sources de financement et/ou procéder à un des reports d'échéance et des restructurations de la dette.

L'environnement macroéconomique difficile exerce également une pression à l'échelle mondiale sur le secteur des entreprises. Les écarts de crédit se sont considérablement élargis dans tous les secteurs depuis avril. Les grandes entreprises ont enregistré une contraction de leurs marges bénéficiaires en raison de la hausse des coûts et les révisions à la baisse des prévisions de croissance des bénéfices mondiaux semblent prendre de l'ampleur en raison des inquiétudes quant à une éventuelle récession. En ce qui concerne les petites entreprises, le nombre de faillites dans les principaux pays avancés a déjà commencé à augmenter car ces entreprises sont plus touchées par la hausse des coûts d'emprunt et la baisse des aides budgétaires. Les entreprises qui dépendent des marchés financiers à effet de levier sont confrontées à des conditions et à des normes de prêt plus strictes dans un contexte de croissance difficile. La qualité de crédit de ces actifs peut être mise à l'épreuve en période de ralentissement économique, ce qui peut avoir des répercussions sur la situation macroéconomique dans son ensemble.

Alors que les banques centrales procèdent à un resserrement vigoureux de leur politique monétaire, la flambée des coûts d'emprunt et le durcissement des conditions de prêt, associés à des valorisations excessives après des années de hausse des prix, pourraient avoir un effet négatif sur les marchés immobiliers. Dans le pire des cas, la baisse des prix réels dans l'immobilier pourrait être importante, sous l'effet des difficultés d'accès au logement et de la détérioration des perspectives économiques (graphique 7).

En Chine, le ralentissement du secteur immobilier s'est aggravé. En effet, une forte baisse des ventes de logements pendant les confinements dus à la COVID-19 a exacerbé les risques de liquidité pour les promoteurs immobiliers, suscitant des inquiétudes plus larges quant à leur solvabilité. Les difficultés des promoteurs immobiliers pourraient se propager au secteur bancaire, affectant certaines petites banques vulnérables et quelques banques nationales d'importance systémique, compte tenu de leurs volants de capital plus faibles et du risque de concentration plus élevé vis-à-vis du secteur immobilier (graphique 8).

La résilience du secteur bancaire mondial a été renforcée par les niveaux élevés de fonds propres et les abondantes réserves de liquidités. Cependant, le test de résistance du système bancaire mondial mené par le FMI montre qu'en cas de resserrement fort et brutal des conditions financières, qui ferait basculer en 2023 l'économie mondiale dans une récession marquée par une inflation élevée, jusqu'à 29 % des banques des pays émergents (pourcentage mesuré en volume d'actifs) ne satisferaient pas aux exigences d'adéquation des fonds propres, tandis que la plupart des banques des pays avancés feraient preuve de résilience. Il faudrait plus de 200 milliards de dollars (graphique 9) pour reconstituer les réserves et combler le déficit en fonds propres.

Comme indiqué au chapitre 2, les pays émergents et les pays en développement auront besoin d'importantes ressources pour financer l'action climatique dans les prochaines années, et ainsi réduire leurs émissions de gaz à effet de serre et s'adapter aux effets physiques du changement climatique. Le financement durable a connu une croissance rapide, mais les pays émergents et les pays en développement continuent d'être les parents pauvres de ces investissements. L'augmentation déterminante du financement privé en faveur du climat se heurte à des obstacles importants, notamment le manque de politiques prenant en considération les enjeux climatiques (telles qu'une tarification efficace du carbone) et les lacunes de l'architecture d'information sur le climat (graphique 10).

Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) jouent un rôle de plus en plus important sur les marchés financiers. Cependant, l'asymétrie des liquidités entre leurs actifs et leurs passifs suscite des inquiétudes quant à la stabilité financière. Le chapitre 3 examine comment les OPCVM qui détiennent des actifs illiquides tout en proposant des remboursements quotidiens peuvent être un facteur clé de fragilité des prix des actifs, en augmentant les risques de retrait en masse des investisseurs et de cessions précipitées d'actifs (graphique 11). Les vulnérabilités des OPCVM peuvent aussi avoir des répercussions à l'international et entraîner un resserrement des conditions financières nationales dans leur ensemble, pouvant nuire à la stabilité macrofinancière.

Recommandations

Les banques centrales doivent agir avec détermination pour ramener l'inflation au niveau qu'elles s'étaient fixé, en évitant l'enracinement des pressions inflationnistes et un désarrimage des anticipations d'inflation qui nuirait à leur crédibilité. La forte incertitude qui entoure les perspectives économiques empêche les autorités de fournir des orientations claires et précises sur la trajectoire future de la politique monétaire. Cependant, il est indispensable qu'elles communiquent clairement sur les fonctions de réaction de leur politique monétaire, leur engagement constant à atteindre les objectifs fixés dans leur mandat et leurs efforts pour normaliser davantage la politique monétaire afin de préserver la crédibilité des actions menées et d'éviter une volatilité injustifiée des marchés.

Le cas échéant, selon le cadre stratégique intégré du FMI, certains pays émergents pourraient, face au cycle de resserrement mondial, envisager de combiner plusieurs interventions de change ciblées avec des mesures sur les flux de capitaux et/ou d'autres initiatives pour aider à lisser les ajustements des taux de change, réduire les risques pour la stabilité financière et assurer une transmission appropriée de la politique monétaire.

Les emprunteurs souverains des pays en développement et des pays préémergents devraient redoubler d'efforts pour maîtriser les risques associés aux fortes vulnérabilités de leur dette, notamment en dialoguant de manière anticipée avec leurs créanciers ou en faisant appel à la coopération multilatérale et au soutien de la communauté internationale. Compte tenu des derniers chocs en date, l'adoption de mesures crédibles d'assainissement budgétaire à moyen terme pourrait contribuer à contenir les coûts d'emprunt et de refinancement et atténuer les inquiétudes quant à la viabilité de la dette.

Les responsables de la politique économique devraient contenir une nouvelle accumulation de vulnérabilités financières. Tout en tenant compte des circonstances propres à chaque pays et des difficultés économiques à court terme, ils devraient, selon les besoins, ajuster certains outils macroprudentiels pour résorber les poches de grande vulnérabilité. Compte tenu des grandes incertitudes économiques du moment et du processus de normalisation des politiques monétaires qui est en cours, il est important de trouver un équilibre entre, d'une part, contenir l'accumulation de vulnérabilités, et d'autre part, éviter la procyclicité et un resserrement désordonné des conditions financières.

La mise en œuvre de politiques visant à atténuer les risques de liquidité pour les marchés est primordiale pour éviter une éventuelle aggravation des chocs. Les autorités de surveillance devraient évaluer la solidité des infrastructures des échanges commerciaux et favoriser la transparence des marchés. En outre, une plus grande disponibilité des données sur les échanges commerciaux aiderait à évaluer en temps voulu les risques de liquidité. Compte tenu du rôle de plus en plus important des institutions financières non bancaires, les contreparties devraient surveiller attentivement l'activité intrajournalière et les expositions à effet de levier, améliorer leurs pratiques en matière de gestion du risque de liquidité et renforcer la transparence et la disponibilité des données.

L'augmentation du financement privé de l'action climatique nécessitera la mise en place de nouveaux mécanismes de financement et l'intervention de banques multilatérales de développement pour attirer les investisseurs privés, tirer parti des investissements privés et renforcer la capacité d'absorption des risques. Un plus grand recours aux fonds propres et à d'autres ressources des banques multilatérales de développement pour financer l'action climatique aiderait les pays à atteindre ces objectifs. Le FMI peut aider ses membres à relever les défis du changement climatique en procédant à des évaluations des risques pour la stabilité financière, en proposant des prêts par le biais de son nouveau fonds fiduciaire pour la résilience et la durabilité et en agissant pour combler les lacunes en matière de production et de diffusion de données.

Des mesures sont nécessaires pour atténuer les vulnérabilités et les risques associés aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Les outils de gestion des liquidités fondés sur les prix, tels que le *swing pricing* (ajustement de la valeur liquidative du fonds), peuvent être efficaces pour éliminer les facteurs de fragilité des prix des actifs, mais les autorités devraient fournir des orientations supplémentaires sur leur mise en œuvre. D'autres mécanismes pourraient être utilisés, comme celui consistant à lier la fréquence des remboursements à la liquidité des portefeuilles des fonds. Les autorités devraient également envisager de mettre en place un contrôle plus strict des pratiques de gestion du risque de liquidité des fonds, des mesures supplémentaires favorisant la transparence des OPCVM pour mieux évaluer leurs vulnérabilités et d'autres initiatives pour améliorer l'apport en liquidités.

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/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>