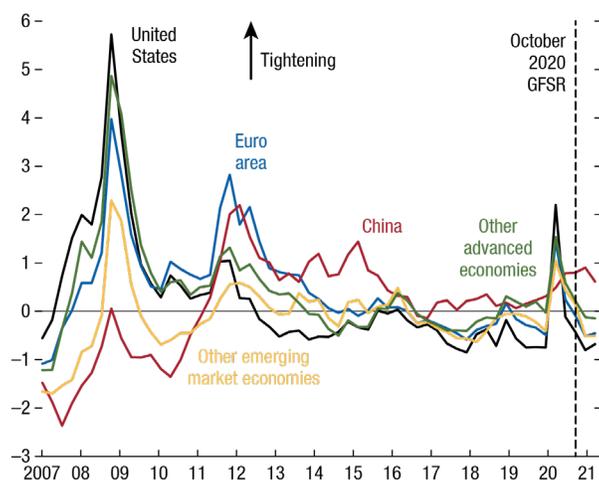


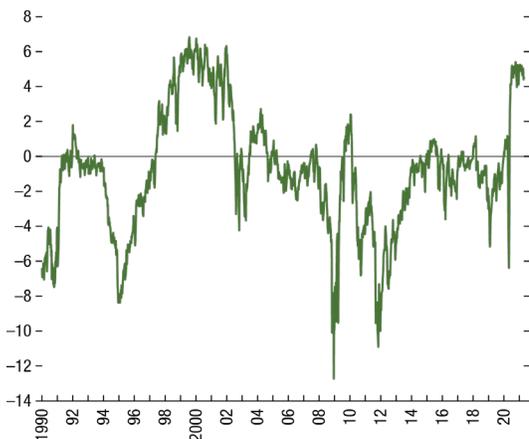
Rapport sur la stabilité financière dans le monde, édition d'avril 2021 : Prévenir l'accumulation de facteurs de vulnérabilité

Graphique 1. Indices des conditions financières
(Écarts-types par rapport à la moyenne)



Source: IMF staff calculations.
Note: GFSR = Global Financial Stability Report.

Graphique 2. Désalignement sur les marchés boursiers américains
(Écart par rapport à la juste valeur par unité de risque)



Source: IMF staff calculations.

Les mesures exceptionnelles prises par les pouvoirs publics ont assoupli les conditions financières et soutenu l'économie, permettant de maîtriser les risques pour la stabilité financière. Cette action face à la pandémie pourrait cependant avoir des conséquences fortuites, telles que des valorisations excessives ou l'aggravation de facteurs de vulnérabilité financière. La reprise devrait être asynchrone et divergente entre les pays avancés et les pays émergents. D'immenses difficultés attendent les pays émergents, qui ont d'importants besoins de financement extérieur, tout particulièrement si une hausse persistante des taux aux États-Unis entraîne une réappréciation du risque et un durcissement des conditions financières. Dans de nombreux pays, le secteur des entreprises se trouve surendetté au sortir de la pandémie, avec des différences marquées selon la taille des entreprises et leur secteur d'activité. Les inquiétudes quant à la capacité de remboursement des emprunteurs durement touchés et aux perspectives de rentabilité pèseront probablement sur l'appétit des banques pour le risque pendant la reprise. Il est urgent d'agir pour éviter que la crise ne laisse derrière elle des facteurs de vulnérabilité permanents. Les dirigeants doivent prendre les devants et resserrer certains outils macroprudentiels tout en évitant un durcissement général des conditions financières. Ils doivent également promouvoir l'assainissement des bilans afin de stimuler une reprise durable et inclusive.

Grâce au soutien massif des pouvoirs publics, le système financier mondial résiste à la pandémie de COVID-19 et les conditions financières se sont considérablement assouplies (graphique 1). Cela a contribué à maintenir le flux de crédit aux ménages et aux entreprises, facilité la reprise et jugulé les risques financiers. L'amélioration des perspectives économiques a clairement réduit toute une série d'effets néfastes, mais d'importants risques continuent de peser sur la croissance future du PIB.

Deux thèmes prédominants se dégagent. Premièrement, le soutien sans précédent des pouvoirs publics pourrait avoir des conséquences fortuites : la prise de risques excessifs sur les marchés alimente une survalorisation des actifs et la hausse des facteurs de vulnérabilité financière pourrait, en l'absence de remèdes, laisser derrière elle des problèmes structurels. Les marchés boursiers ont connu une embellie fulgurante depuis le troisième trimestre 2020, anticipant une reprise économique rapide et le maintien des garanties apportées par les pouvoirs publics, et les cours atteignent aujourd'hui des niveaux nettement plus élevés que ce que laissent présager les modèles fondés sur les paramètres fondamentaux (graphique 2). Si les attentes en matière de résultats des entreprises

RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE

Graphique 3. Taux d'intérêt nominaux et réels sur 10 ans aux États-Unis
(En pourcentage)

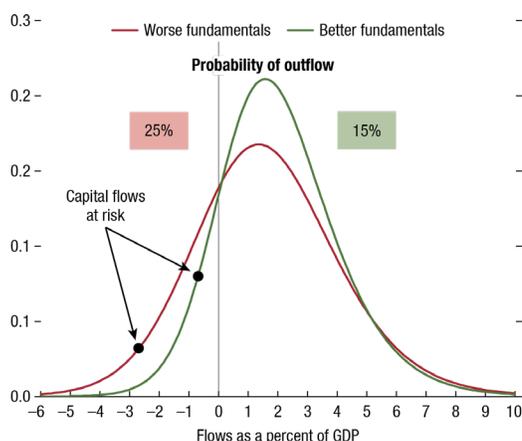


Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: Inflation breakevens are measures of expected inflation derived from inflation-linked bonds.

se sont améliorées, les taux réels sans risque, qui sont à des niveaux historiquement bas (malgré les récentes hausses), ont soutenu jusqu'à présent les valorisations. Sur le marché des obligations d'entreprises, les écarts restent très serrés.

Les taux d'intérêt à long terme ont considérablement augmenté, en particulier aux États-Unis, notamment parce que les investisseurs ont davantage confiance dans les perspectives (graphique 3). Une remontée progressive des taux à la faveur de l'amélioration des paramètres fondamentaux peut être une bonne chose, mais une hausse rapide et persistante, surtout des taux réels, risque de se traduire par une révision du risque sur les marchés et par un brusque resserrement des conditions financières. Conjugué aux facteurs accrus de vulnérabilité financière, ce resserrement pourrait avoir des répercussions sur la confiance et mettre la stabilité macrofinancière en péril, tout particulièrement dans les pays émergents.

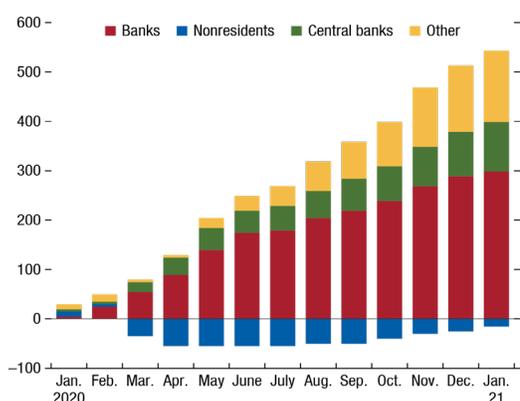
Graphique 4. Flux de portefeuille à risque selon que les fondamentaux sont meilleurs ou pires
(Fonction de densité de probabilité)



Source: IMF staff calculations.

Deuxièmement, la reprise devrait se manifester de façon asynchrone et divergente selon les pays (voir l'édition d'avril 2021 des *Perspectives de l'économie mondiale*). Les conditions financières risquent de se resserrer de façon marquée dans les pays émergents, en particulier si les pays avancés s'engagent dans la normalisation des politiques économiques. Un contexte financier moins favorable pourrait se traduire par des sorties massives d'investissements de portefeuille et mettre en difficulté certains pays émergents ou préémergents, compte tenu de leurs grands besoins de financement cette année. Selon l'analyse des services du FMI, les perspectives continuent de s'améliorer pour les flux d'investissement de portefeuille, à la faveur principalement de l'assouplissement des conditions financières mondiales (graphique 4). Néanmoins, les pays présentant de moins bons paramètres fondamentaux ou disposant d'un accès restreint aux vaccins contre la COVID-19 sont vulnérables. Le lien entre émetteurs souverains et banques s'est dégradé dans les pays émergents, les banques locales ayant absorbé le gros des augmentations de dette intérieure (graphique 5). Pour de nombreux pays préémergents, l'accès aux marchés demeure compromis.

Graphique 5. Variation des portefeuilles d'obligations d'État intérieures dans les pays émergents
(En milliards de dollars ; variation cumulée)



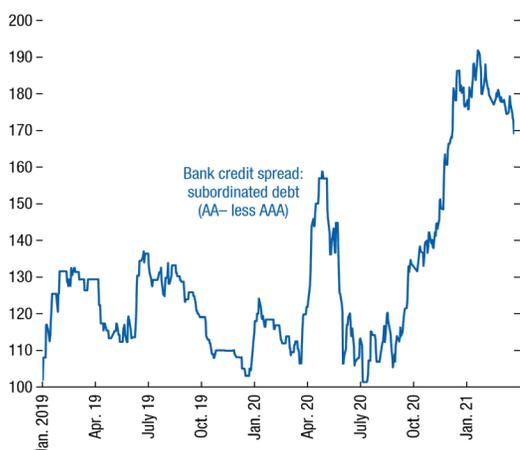
Sources: Haver Analytics; national sources; and IMF staff calculations.
Note: Based on a sample of 12 major emerging markets. Domestic bonds are primarily denominated in local currency. Figures are converted to US dollars at end-of-month exchange rates.

La Chine s'est redressée plus rapidement que les autres pays, mais au prix d'une accumulation plus forte de facteurs de vulnérabilité, le secteur des entreprises s'endettant notamment de façon risquée. Les conditions financières pourraient devenir moins favorables, car on s'attend à un durcissement des politiques publiques et à de nouvelles mesures imposant une plus grande discipline aux banques, aux administrations locales et aux promoteurs immobiliers, et car l'incertitude s'accroît quant aux garanties implicites. Les conditions de financement des instruments de capital se sont resserrées pour les banques plus fragiles et plus petites (graphique 6). Les autorités nationales sont confrontées à un problème délicat mais urgent, à savoir le dénouement des garanties implicites, qui doit être mené avec précaution compte tenu du risque de réévaluation désordonnée.

La pandémie a frappé le secteur des entreprises de plein fouet à l'échelle mondiale. Le soutien exceptionnel des pouvoirs publics a permis d'en atténuer les répercussions. Les grandes entreprises disposant d'un accès aux marchés ont tiré parti des conditions

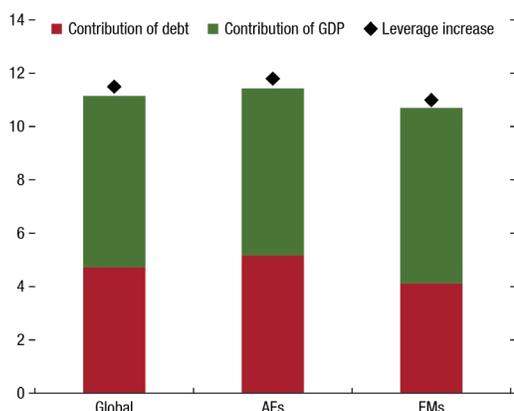
RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE

Graphique 6. Banques chinoises : écarts de taux sur la dette
(En points de base ; dette subordonnée)



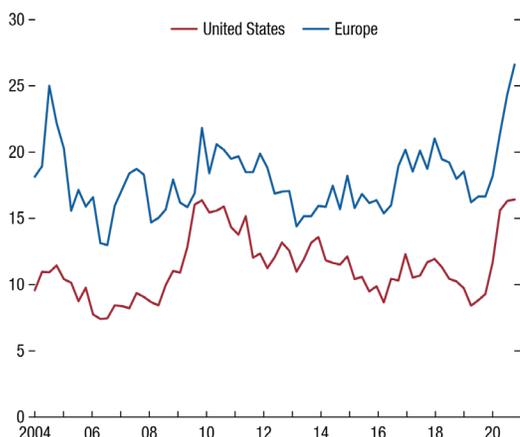
Sources: Bloomberg Finance L.P.; ChinaBond; and IMF staff calculations.

Graphique 7. Variation de la dette des sociétés non financières
(En points de pourcentage du PIB ; 4^e trimestre 2019–3^e trimestre 2020)



Sources: Institute of International Finance (IIF); and IMF staff calculations.
Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging markets.

Graphique 8. Encaisse des entreprises émettant des obligations à haut rendement
(Part de la dette, en pourcentage, médiane)



Sources: Morgan Stanley; and IMF staff.

favorables pour émettre des titres de créance et remédier aux tensions sur leurs liquidités (graphiques 7 et 8). L'augmentation du ratio d'endettement des entreprises du fait de conditions financières favorables crée cependant un dilemme pour les dirigeants, qui doivent mettre en balance, d'une part, la stimulation de l'activité à court terme et, d'autre part, l'aggravation des facteurs de vulnérabilité et des risques de révision à la baisse de la croissance à plus long terme (voir le chapitre 2).

Une évaluation plus précise menée au niveau des entreprises révèle des différences notables selon les secteurs et la taille des entreprises. Selon une analyse des services du FMI, les tensions sur la liquidité sont fortes pour les petites entreprises de la plupart des secteurs et des pays, tandis que les tensions sur la solvabilité sont fortes pour les petites entreprises, mais sont également marquées pour les entreprises de taille moyenne et même pour les grandes entreprises dans les secteurs les plus touchés (graphique 9). Le chapitre 1 propose une méthode pour évaluer si les entreprises doivent privilégier le financement sur le marché, solliciter l'aide de l'État, ou faire l'objet d'une restructuration ou d'une liquidation.

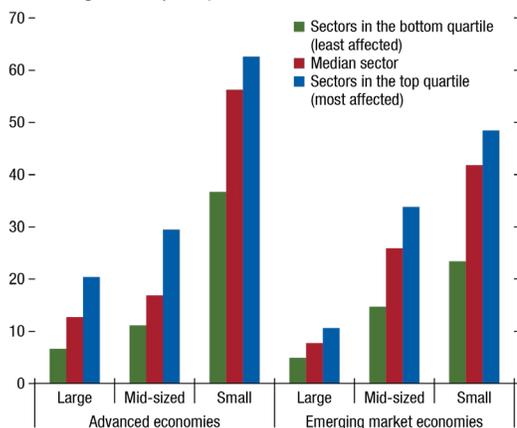
La crise a frappé le secteur immobilier commercial de plein fouet (voir le chapitre 3). Les volumes de transactions et les prix se sont effondrés en 2020 (graphique 10). L'effet délétère sur les segments du commerce de détail, des bureaux et des hôtels pourrait être en partie structurel, parce que certaines activités se pratiquent de plus en plus à distance ou sont relocalisées en dehors des grandes villes. En cas de baisse structurelle de la demande, les prix de l'immobilier commercial à leur juste valeur pourraient chuter : d'après les estimations, une hausse permanente de 5 points de pourcentage du taux d'inoccupation se traduirait en moyenne par une diminution d'environ 15 % de la juste valeur sur cinq ans (graphique 11). Depuis la pandémie, il apparaît que les désalignements de prix se sont creusés. Si cette situation persiste, elle pourrait peser sur la croissance.

À l'abord de la pandémie, les banques disposaient de volants élevés de fonds propres et de liquidités, grâce aux réformes apportées à la réglementation après la crise financière de 2007–08, et elles résistent jusqu'ici, mais reste à voir dans quelle mesure elles continueront de fournir du crédit pendant la phase de reprise. Si la croissance des prêts, en particulier aux entreprises, a ralenti dans certains pays, la demande de crédit devrait se raffermir une fois que la reprise prendra de la vitesse, en particulier dans les pays où elle s'est montrée la plus timide. Mais dans la plupart des pays, les chargés de prêt ne s'attendent pas à un relâchement des normes d'octroi de prêts (graphique 12). L'arrêt progressif des mesures de soutien pourrait avoir des incidences considérables pour certaines banques, ce qui pèserait vraisemblablement sur leur propension au prêt. En outre, il est probable que l'incertitude entourant les pertes de crédit et les piètres perspectives de rentabilité dissuadent la plupart des banques de réduire fortement leurs volants de fonds propres pour soutenir la reprise. De tels obstacles pourraient se montrer particulièrement préoccupants pour les entreprises n'ayant que peu de possibilités de financement, car elles sont plus tributaires du crédit bancaire. Les autorités doivent continuer d'encourager les banques à recourir à leurs volants, là où il est prudent de le faire, pour soutenir la reprise.

RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE

Graphique 9. Indicateurs de tensions sur la solvabilité

(Part de la dette des entreprises dont la solvabilité est soumise à une forte tension, en pourcentage de la dette totale de toutes les entreprises de leurs segments respectifs)

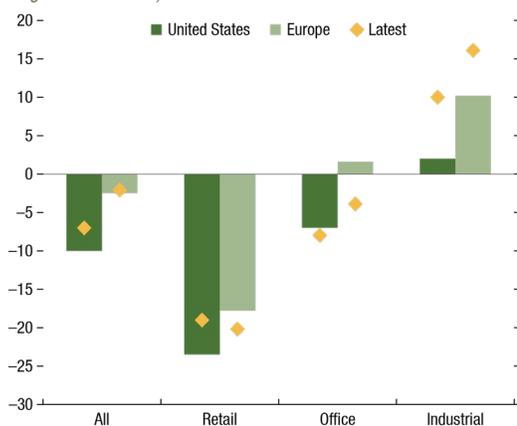


Sources: S&P Capital IQ; and IMF staff.

Note: Large, mid-sized, and small firms are defined by total assets.

Graphique 10. Prix de l'immobilier commercial

(En pourcentage, 2^e trimestre 2020 et dernières données, en glissement annuel)

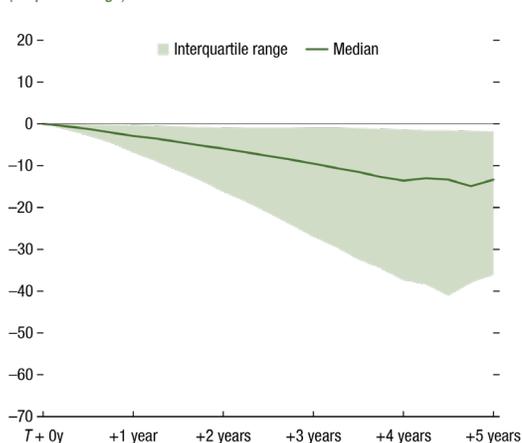


Source: Green Street Advisors.

Note: Latest data available are for January 2021 in Europe and February 2021 in the United States.

Graphique 11. Réaction des prix de l'immobilier commercial à un choc permanent sur le taux d'inoccupation

(En pourcentage)



Sources: Haver Analytics; MSCI Real Estate; and IMF staff calculations.

Note: See Chapter 3 for background. 7 denotes quarter of shock.

Il est essentiel de maintenir les mesures de soutien jusqu'à ce qu'une reprise durable et inclusive prenne pied, afin d'assurer le flux de crédit à l'économie et d'éviter que la pandémie ne menace le système financier mondial. La politique monétaire devra rester accommodante jusqu'à ce que les pouvoirs publics atteignent les objectifs fixés. Les dirigeants doivent agir rapidement pour éviter que les facteurs de vulnérabilité financière ne prennent racine et ne deviennent des problèmes permanents. Compte tenu des décalages éventuels entre le moment de l'activation des outils macroprudentiels et la manifestation de leurs effets, les dirigeants doivent prendre les devants.

Ils doivent durcir certains outils macroprudentiels pour remédier à des poches de vulnérabilité élevée tout en évitant un resserrement général des conditions financières. S'ils ne disposent pas de tels outils (par exemple dans certains segments du secteur de l'intermédiation financière non bancaire), les dirigeants doivent s'atteler à en concevoir. Compte tenu des difficultés à créer et mettre en pratique des outils macroprudentiels dans les cadres existants, les dirigeants devraient également envisager d'établir des amortisseurs ailleurs pour protéger le système financier.

Dans les pays émergents et les pays préémergents, les pays ayant accès aux marchés devraient tirer parti des conditions financières favorables pour améliorer la composition de la structure de leur dette. Les pays n'ayant que peu accès aux marchés auront vraisemblablement besoin du concours de la communauté internationale. Une restructuration en profondeur de la charge de la dette pourrait être utile à d'autres pays confrontés à de grandes difficultés sur ce plan. Le cadre commun pour les traitements de dette, établi par le Groupe des Vingt (G20), peut aider à remédier aux facteurs de vulnérabilité en matière de dette. Là où c'est possible, il doit être prioritaire de reconstituer des coussins pour anticiper toute correction subite des prix ou un retournement des flux de capitaux.

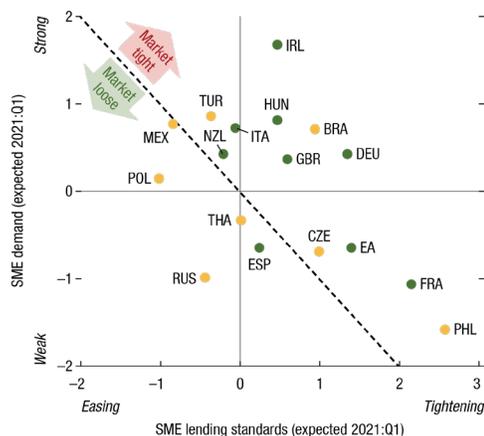
L'assainissement des bilans des entreprises doit également constituer une priorité pour que la reprise soit durable et inclusive. Des mesures de soutien ciblées, directes et adaptées aux entreprises pourraient s'avérer nécessaires pour les entreprises viables n'ayant que peu accès au marché et connaissant des problèmes temporaires de liquidité ou de solvabilité. Certains pays ayant des ressources budgétaires très limitées, les dirigeants doivent également accélérer les réformes visant à améliorer les dispositifs de résolution, y compris en assurant le développement des marchés des créances sinistrées et des prêts improductifs.

Lorsque les mutations structurelles du secteur de l'immobilier commercial apparaîtront plus clairement, il conviendra d'appliquer des outils macroprudentiels ciblés (tels que des limites à la quotité de prêt et au ratio de couverture du service de la dette) afin de réduire les risques pour la croissance. Le moment optimal de l'application de telles mesures dépendra du rythme de la reprise dans chaque pays et du degré de vulnérabilité financière dans le secteur de l'immobilier commercial. Il est également essentiel d'élargir la panoplie des outils macroprudentiels pour englober les institutions financières non bancaires présentes sur certains marchés de financement de l'immobilier commercial.

RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE

Graphique 12. Petites et moyennes entreprises : conditions d'octroi et demande de prêts (attentes)
(En écarts-types)

(En écarts-types)



Source: IMF staff calculations.

Note: Countries are identified by three-letter International Organization for Standardization (ISO) country codes. Expected refers to next 3 months. Green dots = advanced economies; yellow dots = emerging markets; EA = euro area; SME = small and medium enterprises.

Dans le secteur financier, les orientations réglementaires relatives à la constitution de provisions pour pertes attendues dans le but d'éviter des mouvements excessivement procycliques demeurent pertinentes, mais les autorités de contrôle doivent surveiller la constitution de telles provisions. Il convient de maintenir les restrictions relatives aux distributions prélevées sur les capitaux propres, ou de ne les assouplir que progressivement dans les pays qui surmontent la pandémie, sous réserve de tests de résistance que les autorités de contrôle doivent mener pour s'assurer que les banques restent suffisamment capitalisées.