

RAPPORT SUR LA STABILITE FINANCIERE DANS LE MONDE

Résumé

Les conditions financières mondiales se sont sensiblement durcies et les risques de dégradation des perspectives économiques se sont accrus du fait de la guerre en Ukraine (graphique 1). Ce durcissement a été particulièrement prononcé dans les pays d'Europe de l'Est et du Moyen-Orient qui entretiennent des liens étroits avec la Russie, en raison d'une baisse des valorisations boursières et d'une hausse des coûts de financement, au moment même où la plupart des pays jugulaient lentement la pandémie et que l'économie mondiale se remettait de la pandémie de COVID-19.

Les risques pesant sur la stabilité financière se sont aggravés sur plusieurs fronts bien que, jusqu'à présent, aucun événement systémique mondial n'a frappé les établissements ou les marchés financiers. Une brusque révision du risque à la suite d'une intensification de la guerre et d'une escalade concomitante des sanctions pourrait exposer les marchés à certaines vulnérabilités accumulées durant la pandémie et interagir avec elles, et provoquer ainsi une forte baisse du prix des actifs.

Alors que la nette hausse des prix des produits de base devrait accentuer les pressions inflationnistes préexistantes, les banques centrales doivent procéder à un arbitrage difficile entre lutter contre des niveaux records d'inflation et sauvegarder la reprise après la pandémie, dans un climat d'incertitude accrue sur les perspectives de l'économie mondiale (graphique 2). Pour ramener l'inflation à son taux cible et éviter un désancrage des anticipations d'inflation, il faudra parvenir à un dosage subtil entre mettre fin aux politiques accommodantes et éviter un resserrement désordonné des conditions financières, qui pourrait se conjuguer aux vulnérabilités financières et peser sur la croissance économique. Les nouvelles données sur l'inflation laissent à penser qu'il est nécessaire d'appliquer des mesures plus résolues de resserrement de la politique monétaire dans de nombreux pays.

Après avoir monté au début de l'année du fait des inquiétudes suscitées par les perspectives de l'inflation, les rendements nominaux des obligations dans les pays avancés ont encore augmenté depuis l'invasion, dans un contexte de volatilité accrue des taux (graphique 3). Les points morts d'inflation (indicateur indirect de l'inflation future dérivé des marchés) se sont sensiblement accrus sous l'effet d'un fort renchérissement des prix des produits de base.

Les répercussions de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et les sanctions qui ont suivi continuent de faire sentir leurs effets dans le monde entier et vont mettre à l'épreuve la résilience du système financier par le biais de divers circuits d'amplification potentiels, notamment l'exposition directe et indirecte des établissements bancaires et non bancaires, les perturbations des marchés des produits de base et l'augmentation du risque de contrepartie, la faible liquidité des marchés et les difficultés de financement, l'accélération de la cryptoïsation dans les pays émergents et les risques possibles pour la cybersécurité.

La guerre a d'ores et déjà eu des retombées sur les intermédiaires financiers, les entreprises non financières et les marchés exposés directement ou indirectement à la Russie ou à l'Ukraine. L'Europe est soumise à un risque plus élevé que d'autres régions du fait de sa proximité géographique, de sa dépendance à l'égard de la Russie pour ses besoins énergétiques et de l'exposition non négligeable de certaines banques et d'autres institutions financières aux marchés et aux actifs financiers russes.

Les banques sont relativement peu exposées directement à la Russie, à l'exception de certaines banques européennes ne présentant pas d'importance systémique (graphique 4). L'exposition indirecte des banques (en particulier l'ampleur de leur interdépendance) reste plus difficile à déterminer et à évaluer, en ce qu'elle est moins connue et qu'il est difficile de la chiffrer faute de données détaillées et cohérentes par pays ou par type d'activité. Le risque est que l'exposition indirecte soit significative et qu'elle surprenne les investisseurs une fois révélée, et provoque alors une forte augmentation du risque de contrepartie et des primes de risques. Les intermédiaires financiers non bancaires étrangers ont fortement investi dans des actifs russes, les fonds d'investissement américains et européens étant les plus exposés, bien que, en part du total de leurs actifs, ils demeurent peu exposés à la Russie.

Les fonds spécialisés des pays émergents ont fait preuve de prudence dans leur exposition à la dette russe depuis l'occupation de la Crimée en 2014 puisqu'ils ont ramené la part de leur dette russe de plus de 10 % avant 2014 à un peu plus de 4 % en 2022. Les fonds indexés à des indices mondiaux sont également beaucoup moins exposés à la Russie puisqu'en moyenne, 0,2 % de leurs actifs sont investis dans de la dette russe en 2022.

Les graves perturbations des marchés des produits de base et des chaînes d'approvisionnement partout dans le monde ont provoqué une volatilité extrême des prix des produits de base, amplifiée par des tensions sur les marchés financiers de matières premières et les marchés des produits dérivés (graphique 5). Les banques intermédiaires jouent un rôle crucial et sont très exposées sur ces marchés, notamment en fournissant des liquidités et du crédit à un petit groupe de grandes sociétés de négoce d'énergie qui exercent leurs activités à l'échelle internationale, sont très peu réglementées et appartiennent pour l'essentiel au secteur privé. Les tensions sur les marchés de produits de base, souvent exacerbées par une liquidité insuffisante, se sont ainsi traduites par un moindre goût du risque et des craintes croissantes quant au risque de contrepartie, qui se répercutent sur les conditions de financement.

Les pays émergents et préémergents sont confrontés à un resserrement des conditions financières et des risques plus élevés de sorties de capitaux. Depuis le début de la guerre en Ukraine, les rendements des obligations en monnaie forte des pays émergents ont rapidement augmenté, rappelant des épisodes passés de difficultés dans ces pays, puis se sont quelque peu rétractés à la mi-mars (graphique 6). Le nombre d'émetteurs négociant à des prix fortement décotés a bondi à près de 25 % (graphique 7), dépassant les niveaux records atteints durant la pandémie. La dégradation des écarts de rendement, conjuguée à la hausse des rendements obligataires américains, a porté les coûts de financement bien au-delà des niveaux observés avant la pandémie pour de nombreux emprunteurs. Les marchés restent ouverts à des émissions malgré ces coûts de financement plus élevés. Les flux d'actions et d'obligations en monnaie locale connaissent des tensions, et les remboursements hebdomadaires n'ont jamais été aussi élevés depuis mars 2020. Un resserrement des conditions financières extérieures à la suite de la normalisation de la politique monétaire américaine et d'un accroissement des incertitudes géopolitiques va sans doute augmenter les risques de dégradation des flux d'investissements de portefeuille (graphique 8).

En Chine, les ventes massives sur le marché boursier observées récemment, en particulier dans le secteur des nouvelles technologies, et l'augmentation des cas de COVID-19, ont suscité des craintes d'un ralentissement de la croissance et de répercussions possibles sur les marchés émergents. Les difficultés persistantes dans un secteur immobilier déjà éprouvé ont intensifié les risques pour la stabilité financière et les pressions sur la croissance. Des mesures exceptionnelles de soutien financier pourraient se révéler nécessaires afin d'atténuer les tensions sur

les bilans provoquées par la pandémie, mais accentueraient les facteurs de vulnérabilité liés à la dette à moyen terme.

Les liens réciproques entre la dette souveraine des pays émergents et les banques intérieures se sont resserrés depuis deux ans alors que les besoins de financements supplémentaires des États pour amortir l'effet de la pandémie ont été essentiellement satisfaits par les banques (voir le chapitre 2). C'est pourquoi le portefeuille de dette souveraine intérieure détenu par les banques a atteint des niveaux sans précédent en 2021 (graphique 9). Les difficultés que connaissent les pays émergents pourraient provoquer une chaîne de réaction négative entre les emprunteurs souverains et les banques, également appelée interdépendance entre États et banques, susceptible d'affaiblir la solidité bancaire et de réduire le crédit à l'économie.

La guerre en Ukraine a mis en évidence un certain nombre de difficultés structurelles à moyen terme auxquelles les décideurs vont devoir faire face ces prochaines années, notamment la possibilité que les enjeux géopolitiques de la sécurité énergétique mettent en péril la transition climatique ; le risque de fragmentation des marchés des capitaux et les conséquences éventuelles sur le rôle du dollar américain ; le risque de fragmentation des systèmes de paiement et de création de blocs de monnaies numériques émises par les banques centrales ; une généralisation de l'utilisation des cryptoactifs dans les pays émergents ; et enfin, une allocation des actifs plus complexe et sur mesure en vue d'éviter l'imposition éventuelle de sanctions.

La guerre a nettement démontré qu'il était urgent de réduire la dépendance à l'égard des énergies à forte intensité de carbone et d'accélérer la transition vers les énergies renouvelables. Mais tandis que la sécurité énergétique et l'accès aux sources d'énergie suscitent de plus en plus de préoccupations (graphique 10), la stratégie actuelle de transition énergétique pourrait bien subir des revers pendant un certain temps. La crise énergétique en cours risque de ralentir l'élimination progressive des subventions aux combustibles fossiles dans les pays émergents et en développement, alors que l'intensification des pressions inflationnistes pourrait dans le même temps amener les autorités à recourir à des subventions ou à d'autres mesures de soutien budgétaire en faveur des ménages ou des entreprises.

Les volumes des transactions portant sur des cryptoactifs par rapport à certaines monnaies de pays émergents ont bondi après l'introduction de sanctions contre la Russie et de restrictions sur les mouvements de capitaux en Russie et en Ukraine, sur fond d'une augmentation sur le long terme de ces transactions transfrontalières qui met en évidence les difficultés d'application de sanctions et de mesures relatives aux flux de capitaux.

Si les innovations technologiques des activités financières (fintech) peuvent favoriser une croissance inclusive en renforçant la concurrence, le développement financier et l'inclusion (chapitre 3), la croissance rapide de segments risqués peut être un sujet de préoccupation quant à la stabilité financière alors que les entreprises de technologie financière sont soumises à une réglementation moins stricte (graphique 11).

Recommandations

Les banques centrales devraient agir résolument pour afin d'éviter que les pressions inflationnistes s'installent et de parer à un désancrage des anticipations d'inflation. Pour éviter une volatilité excessive des marchés financiers, il est fondamental que les banques centrales des pays avancés donnent des indications claires sur le processus de normalisation, tout en continuant d'adosser leur politique à des données.

Les pays émergents restent vulnérables à un resserrement désordonné des conditions financières mondiales. Beaucoup de banques centrales ont déjà sensiblement durci leur politique monétaire. De nouvelles hausses de taux, ou une normalisation de la politique monétaire suite aux mesures prises durant la pandémie (achats d'actifs, par exemple), devraient continuer si nécessaire en fonction de l'inflation ou des perspectives économiques propres à chaque pays, et ce afin d'ancrer les anticipations d'inflation et de préserver la crédibilité de la politique monétaire.

Les décideurs devraient durcir certains outils macroprudentiels pour s'attaquer à des poches de forte vulnérabilité, tout en évitant un durcissement désordonné des conditions financières. Il semble important de trouver un équilibre entre maîtriser les facteurs de vulnérabilité qui se sont accumulés et éviter la procyclicité, compte tenu des incertitudes qui pèsent sur les perspectives économiques, du processus de normalisation en cours de la politique monétaire et de la marge de manœuvre budgétaire limitée au lendemain de la pandémie.

Tout en prenant des mesures pour résoudre les enjeux de sécurité énergétique, les décideurs devraient intensifier leurs efforts de mise en œuvre de la feuille de route de la Conférence des Nations Unies sur le changement climatique (COP26) de 2021 afin d'atteindre les objectifs de neutralité carbone. Ils devraient prendre des mesures visant à accroître l'accès aux énergies renouvelables et aux solutions de rechange aux combustibles fossiles, ainsi qu'à en réduire le coût tout en améliorant l'efficacité énergétique ; à intensifier le financement privé de la transition vers une économie bas carbone ; et à continuer de renforcer l'infrastructure informationnelle sur le financement de l'action climatique.

Les décideurs devraient élaborer un ensemble complet de normes mondiales applicables aux cryptoactifs sur l'ensemble du spectre des activités et du risque. Un contrôle plus solide des entreprises du secteur des fintech et des plateformes de finance décentralisée s'impose pour exploiter leurs avantages tout en atténuant les risques qu'elles présentent. Afin que les mesures de gestion des flux de capitaux restent efficaces alors que les cryptoactifs sont de plus en plus utilisés, les décideurs doivent adopter une stratégie multiforme. Les mesures prises récemment sur les marchés et les plateformes boursières pour faire face à la volatilité accrue des cours des produits de base démontrent qu'il est nécessaire que les organismes de réglementation examinent les répercussions plus vastes, notamment les mécanismes de gouvernance des bourses des valeurs, la résilience des systèmes d'échange, la concentration des risques, la fixation des marges et la transparence des transactions sur les marchés des changes et les marchés de gré à gré.

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/2022/04/19/global-financial-stability-report-april-2022>