

RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE

La hausse de l'inflation et des taux d'intérêt met à l'épreuve le système financier

Les risques pour la stabilité financière ont rapidement augmenté avec les différentes épreuves qui ont ébranlé la résilience du système financier mondial depuis la publication du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* d'octobre 2022. Au lendemain de la crise financière mondiale, dans un contexte de taux d'intérêt extrêmement bas, de volatilité réduite et de liquidités abondantes, les acteurs du marché se sont davantage exposés aux risques liés à la liquidité, à la duration et au crédit en ayant souvent recours au levier financier pour accroître les rendements. En raison de ces facteurs de vulnérabilité, les risques pour la stabilité financière sont restés élevés, comme indiqué dans les éditions précédentes du Rapport sur la stabilité financière dans le monde.

Les faillites soudaines de la Silicon Valley Bank et de la Signature Bank aux États-Unis, ainsi que la perte de confiance à l'égard de Credit Suisse, une banque d'importance systémique au niveau mondial basée en Europe, ont rappelé avec force les difficultés que pose le resserrement des conditions tant monétaires que financières conjugué à l'accumulation des facteurs de vulnérabilité. Avec l'utilisation des nouvelles technologies et la diffusion rapide de l'information sur les médias sociaux, ces cas, qui semblaient initialement isolés et circonscrits au secteur bancaire américain, se sont rapidement répercutés sur les banques et les marchés financiers du monde entier, provoquant une liquidation des actifs à risque (graphique ES.1). Ces faits ont également entraîné une révision majeure des anticipations de taux directeurs, dont l'ampleur est comparable à celle du lundi noir de 1987 (graphique ES.2).

La riposte vigoureuse des décideurs pour endiguer les risques systémiques a apaisé les inquiétudes sur les marchés. Aux États-Unis, les organismes de réglementation bancaire ont pris des mesures afin de garantir les dépôts non assurés auprès des deux établissements en faillite et de fournir des liquidités supplémentaires dans le cadre du *Bank Term Funding Program*. En Suisse, la Banque nationale suisse a fourni des liquidités d'urgence à Credit Suisse, qui a ensuite été rachetée par UBS dans le cadre d'une transaction soutenue par l'État. Le climat sur les marchés demeure néanmoins instable et il est évident qu'un certain nombre d'institutions et de marchés sont toujours soumis à des tensions alors que les investisseurs réévaluent la santé réelle du système financier.

La question fondamentale que se posent les acteurs du marché et les décideurs est de savoir si ces faits récents sont le présage de tensions plus systémiques qui mettront à l'épreuve la résilience du système financier mondial – un canari dans la mine de charbon – ou simplement des cas isolés, résultant du resserrement des conditions monétaires et financières après plus de dix ans de liquidités abondantes. Les nouvelles réglementations adoptées depuis la crise financière mondiale, en particulier celles relatives aux plus grandes banques, ont incontestablement rendu le système financier plus résilient, mais des préoccupations subsistent quant aux faiblesses sous-jacentes, non seulement des banques, mais aussi des intermédiaires financiers non bancaires (IFNB).

Aux États-Unis, les craintes des investisseurs concernant les pertes potentielles sur les actifs sensibles aux taux d'intérêt ont conduit à la vente indiscriminée d'actifs relatifs aux banques, en particulier pour les banques dont les bases de dépôts sont concentrées et dont les pertes après estimation à la valeur du marché sont importantes (graphique ES.3). En Europe, les banques qui ont le plus souffert sont celles dont les titres se négocient à une décote importante par rapport à leur valeur comptable, et pour lesquelles la rentabilité et la capacité à mobiliser des capitaux sont incertaines à long terme.

Jusqu'à présent, les banques des marchés émergents semblent avoir évité des pertes significatives sur leurs placements et le financement par les dépôts est resté stable. Les services du FMI estiment que les effets sur les ratios réglementaires relatifs aux pertes latentes sur les titres détenus jusqu'à leur échéance pour une banque médiane en Europe, au Japon et dans les pays émergents seraient modestes, mais plus notables pour certaines autres banques (graphique ES.4). Cela dit, de nombreux pays ont de faibles niveaux de couverture d'assurance-dépôts et, comparé aux pays avancés, les banques des pays émergents détiennent généralement des actifs dont la qualité du crédit est moindre. En outre, la place qu'occupent les banques dans le système financier est dans l'ensemble plus grande que dans les pays avancés, et les faiblesses du secteur bancaire pourraient donc avoir des conséquences plus graves.

Ces événements nous ont rappelé que les financements peuvent vite disparaître lorsque la perte de confiance est généralisée. L'évolution de la structure des dépôts dans les différentes institutions pourrait faire croître les coûts de financement pour les banques et ainsi restreindre leur capacité à octroyer du crédit à l'économie. Ces inquiétudes sont particulièrement pertinentes pour les banques régionales américaines. Avec la récente chute des cours des actions bancaires, la capacité de prêt des banques américaines pourrait diminuer de près de 1 % au cours de l'année à venir, ce qui réduirait le PIB réel de 44 points de base, toutes choses égales par ailleurs.

Défis à l'horizon

Ces nouvelles tensions sur les marchés financiers ne font qu'accroître la complexité de la tâche qui incombe aux banques centrales alors que les pressions inflationnistes s'avèrent plus persistantes que prévu. Avant les récents épisodes de tension, les taux d'intérêt dans les pays avancés, qui avaient fortement augmenté, étaient davantage en ligne avec le message des banques centrales, à savoir la nécessité de maintenir une politique monétaire restrictive plus longtemps. Mais depuis, les investisseurs ont considérablement ajusté à la baisse la trajectoire anticipée de la politique monétaire dans les pays avancés. Ils s'attendent

maintenant à ce que les banques centrales commencent à assouplir leur politique monétaire bien plus tôt que prévu. Toutefois, l'inflation est restée élevée, bien au-dessus des cibles des banques centrales.

Alors qu'elles avaient considérablement étoffé leurs portefeuilles de titres pendant la pandémie, les banques centrales ont désormais commencé à réduire la taille de leurs bilans. Ce processus de normalisation pourrait poser des difficultés pour les marchés de dette souveraine car, actuellement, la liquidité est globalement faible, les niveaux d'endettement sont élevés et l'offre supplémentaire de titres de dette souveraine devra être absorbée par les investisseurs privés. Aux États-Unis, par exemple, l'émission nette de titres du Trésor américain devrait augmenter en 2023 et 2024, tandis que le resserrement quantitatif réduit la part absorbée par le bilan de la Réserve fédérale (graphique ES.6).

L'effet de levier financier, les asymétries de liquidité entre actifs et passifs et les profondes interconnexions au sein du secteur des IFNB et avec les institutions bancaires traditionnelles sont autant de facteurs qui pourraient amplifier les effets du resserrement des conditions monétaires et financières. À titre d'exemple, dans le but d'accroître les rendements, les compagnies d'assurance-vie ont doublé leurs placements non liquides au cours des dix dernières années et ont par ailleurs eu de plus en plus recours à l'effet de levier pour financer des actifs non liquides (graphique ES.7).

Jusqu'à présent, les grands pays émergents ont relativement bien géré le resserrement brutal de la politique monétaire dans les pays avancés, en partie grâce au fait qu'au niveau mondial, le durcissement des conditions financières n'a pas été aussi conséquent que le resserrement de la politique monétaire. Ils pourraient néanmoins faire face à de graves difficultés si les tensions actuelles sur les marchés financiers ne s'atténuent pas car elles pourraient à terme entraîner un recul de la prise de risque à l'échelle mondiale et, par conséquent, des sorties de capitaux.

Les indicateurs de viabilité de la dette souveraine continuent de se dégrader dans le monde entier, en particulier dans les pays pré-émergents et dans les pays à faible revenu, où une grande partie des plus vulnérables sont déjà mis à rude épreuve. Il y a maintenant 12 États qui négocient des titres avec des spreads indiquant le surendettement et 20 autres avec des spreads de plus de 700 points de base, niveau auquel l'accès aux marchés a toujours été très difficile (graphique ES.8).

Sur les marchés pré-émergents, les émissions de dette se sont évaporées en 2021 et pourraient ne pas renouer avec leurs niveaux antérieurs, compte tenu des facteurs de vulnérabilité macroéconomique et des problèmes actuels relatifs aux défauts souverains (graphique ES.9). Les pays à faible revenu ont été durement touchés par la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie et ont peu ou pas d'accès aux financements de marché. Ces pays demeurent dans une situation d'endettement extrêmement difficile, et plus de la moitié d'entre eux (37 sur 69) sont surendettés ou exposés à un risque élevé de surendettement.

Au-delà des institutions financières, les ménages ont beaucoup épargné pendant la pandémie, en partie grâce au soutien budgétaire et à l'assouplissement monétaire mis en place durant cette période. Cependant, la charge du service de la dette est plus lourde pour eux, ce qui érode leur épargne et les rend plus susceptibles de se retrouver en défaut de paiement. La forte hausse des taux hypothécaires résidentiels a freiné la demande mondiale de logements. Les prix moyens des logements ont chuté dans 60 % des pays émergents au second semestre 2022, tandis que dans les pays avancés, les hausses de prix ont ralenti. Les pays où la part de prêts hypothécaires à taux variable est plus grande ont enregistré les baisses les plus marquées des prix réels. Les valorisations restent excessives dans de nombreux pays, ce qui exacerbe le risque d'une forte correction des prix si les taux d'intérêt augmentaient rapidement (graphique ES.10).

Le marché de l'immobilier commercial suscite de plus en plus d'inquiétudes, car il subit les pressions liées à la détérioration des paramètres économiques fondamentaux et à la hausse des coûts de financement. Aux États-Unis, les banques dont le total des actifs est inférieur à 250 milliards de dollars possèdent environ les trois quarts des prêts bancaires dans l'immobilier commercial, de sorte qu'une détérioration de la qualité des actifs aurait des répercussions importantes à la fois sur leur rentabilité et sur leur appétit à octroyer des prêts bancaires. En outre, les IFNB jouent un rôle important dans le secteur des titres de fonds de placement immobilier (FPI) et sur les marchés des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales. Aussi, les tensions sur le marché de l'immobilier commercial ont des répercussions plus larges, tant pour la stabilité financière que pour la croissance économique. Le nombre de transactions à l'échelle mondiale a diminué de 17 % par rapport à l'année précédente et les FPI ont connu des corrections de prix allant jusqu'à 20 %. Les pertes ont été particulièrement lourdes dans le secteur des bureaux, car la demande et les taux d'occupation sont bien plus faibles dans l'environnement postpandémique.

Pour les entreprises, les taux de défaillance sont restés faibles, car les importantes réserves de liquidités que le secteur s'est constitué pendant la pandémie lui ont permis de se prémunir financièrement (graphique ES.11). Cependant, la chute des bénéfices des entreprises et le resserrement des conditions de financement ont commencé à éroder ces marges de manœuvre et pourraient entraîner des difficultés de remboursement à l'avenir et exposer les entreprises à des défauts de paiement. Les petites entreprises et les entreprises des marchés émergents seraient probablement plus touchées car elles possèdent comme seule source de financement les prêts bancaires, et les normes de ces derniers sont déjà devenues plus strictes.

Le marché de l'immobilier chinois reste atone malgré sa réouverture. Bien que les conditions de financement se soient améliorées pour certains promoteurs, les acquéreurs continuent d'éviter d'acheter auprès de promoteurs privés plus fragiles, signe que la confiance dans l'ensemble du marché du logement est loin d'être rétablie. Les inquiétudes concernant la viabilité de la dette des structures de financement des collectivités locales, qui sont fortement impliqués dans le marché immobilier, se sont intensifiées en 2022. En effet, la dette totale de ces structures est estimée à environ 50 % du PIB chinois ; un surendettement plus généralisé de ces entités pourrait causer des pertes conséquentes pour certaines banques, en particulier dans les régions à faible revenu où la dette des administrations locales est plus élevée et où le parc immobilier de logements inachevés est vaste (graphique ES.12).

Le chapitre 2 est consacré aux IFNB, qui sont de plus en plus interconnectées avec les banques et les autres institutions financières du système financier mondial (graphique ES.13). Les études de cas montrent que les tensions des intermédiaires financiers non bancaires ont tendance à se manifester dans un contexte d'endettement élevé, de faible liquidité et de niveaux élevés d'interconnexion, et qu'elles peuvent se propager d'un pays à l'autre, y compris aux pays émergents et aux pays en développement. Ces facteurs de vulnérabilité pourraient être amplifiés compte tenu du taux d'inflation élevé, dans la mesure où fournir des liquidités à des fins de stabilité financière devient plus difficile, y compris pour la communication des banques centrales.

Le chapitre 3 montre comment la montée des tensions géopolitiques entre les grandes économies pourrait exacerber les risques pour la stabilité financière en causant une plus grande fragmentation économique et financière à l'échelle mondiale et en entravant l'allocation des capitaux entre les pays (graphique ES.14). Cela pourrait provoquer une inversion soudaine des flux de capitaux et menacer la stabilité macrofinancière en augmentant les coûts de financement des banques. Les pays émergents et les banques dont les ratios de capitalisation sont plus bas risquent d'être touchés de manière disproportionnée. La fragmentation pourrait également exacerber la volatilité macrofinancière en réduisant la diversification des risques internationaux, en particulier dans les pays disposant de réserves extérieures plus faibles.

Recommandations

Le système financier est mis à l'épreuve par la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt, à l'heure où dans de nombreux pays, l'inflation reste dangereusement supérieure aux objectifs des banques centrales. L'apparition de tensions sur les marchés financiers complique la tâche des banques centrales. Les outils disponibles pour faire face aux risques qui pèsent sur la stabilité financière devraient aider les banques centrales à dissocier les objectifs de politique monétaire des objectifs de stabilité financière, leur permettant ainsi de continuer à durcir leur politique de façon à réagir aux pressions inflationnistes.

Si les tensions financières s'intensifient notablement et menacent la santé du système financier dans un contexte d'inflation élevée, il faudra sans doute faire des arbitrages entre les objectifs d'inflation et de stabilité financière. Il sera essentiel de communiquer clairement sur les objectifs des banques centrales et les fonctions de leur politique monétaire pour éviter toute incertitude inutile. Les décideurs devront agir rapidement pour éviter tout événement systémique qui aurait un effet défavorable sur la confiance des marchés dans la résilience du système financier mondial. S'il se révélait nécessaire que les décideurs ajustent l'orientation de la politique monétaire pour favoriser la stabilité financière, ils devraient clairement faire savoir qu'ils demeurent déterminés à ramener l'inflation à son niveau cible dès que possible, une fois que les tensions financières se seront atténuées.

Les turbulences qui ont récemment secoué le secteur bancaire ont mis en lumière les carences des pratiques internes de gestion des risques en matière de risques de taux d'intérêt et de liquidité au niveau des banques, ainsi que les défaillances des instances de contrôle. Ces dernières devraient veiller à ce que la gouvernance et la gestion des risques des banques correspondent à leur profil de risque, y compris dans le domaine du suivi des risques par les conseils d'administration et dans celui de la capacité et de l'adéquation des tests de résistance des fonds propres et de la liquidité. S'agissant des institutions financières non bancaires, les décideurs devraient combler les déficits de données, encourager les bonnes pratiques de gestion des risques, établir une réglementation appropriée et intensifier la supervision.

Des exigences minimales de fonds propres et de liquidité adéquates, y compris pour les petites institutions qui, prises séparément, ne sont pas jugées d'importance systémique, sont essentielles pour limiter les risques pesant sur la stabilité financière. Les règles prudentielles devraient faire en sorte que les banques détiennent des fonds propres suffisants pour faire face au risque de taux d'intérêt et se prémunir contre les pertes cachées qui pourraient brusquement se matérialiser en cas de chocs de liquidité. Dans la situation actuelle d'une inflation persistante et de taux d'intérêt élevés, les autorités devraient prêter une attention particulière à la classification et au provisionnement des actifs bancaires ainsi qu'à l'exposition aux risques de taux d'intérêt et de liquidité.

Les mesures de soutien à la liquidité prises par les banques centrales devraient viser à résoudre les problèmes de liquidité, et non pas de solvabilité. Les problèmes de solvabilité doivent être du ressort des autorités budgétaires (ou de résolution) compétentes. Les liquidités doivent être fournies aux contreparties qui sont tenues par la supervision et la réglementation d'internaliser le risque de liquidité (le « bâton ») de sorte que les banques centrales ne soient obligées d'intervenir que pour résoudre des risques de liquidité systémiques (la « carotte »). Une grande partie du risque devrait rester sur le marché (« assurance partielle ») afin de réduire au minimum l'aléa moral, et les interventions devraient être assorties d'une date de fin précise permettant aux forces du marché de se rétablir une fois que les tensions les plus graves s'atténuent.

Certaines réactions récentes des décideurs semblent indiquer qu'il faut travailler davantage sur le programme de réforme de la résolution afin d'accroître la probabilité de résoudre les banques systémiques sans exposer les fonds publics. Le fait que les actionnaires et les détenteurs d'autres instruments de fonds propres aient subi des pertes est certes une avancée positive, mais il se révèle plus difficile de répartir davantage de pertes sur toute la hiérarchie des créanciers avant d'utiliser des fonds publics. La communauté internationale va devoir faire le bilan de ces expériences et tirer des conclusions sur l'efficacité des réformes de résolution décidées après la crise financière mondiale.

D'après le cadre stratégique intégré du FMI, les interventions sur le marché des changes peuvent se justifier si le marché des changes est illiquide, les bilans présentent des asymétries et les anticipations inflationnistes sont mal ancrées, à condition que les réserves soient suffisantes et qu'une intervention ne compromette pas la crédibilité des politiques macroéconomiques ou ne remplace pas un ajustement nécessaire. En cas de crise imminente, des mesures de gestion des sorties de capitaux peuvent être une solution pour atténuer les pressions liées aux sorties de capitaux, mais elles doivent faire partie d'un train de mesures global de lutte contre les déséquilibres macroéconomiques sous-jacents et prendre fin une fois que la crise s'estompe.

Les emprunteurs souverains des pays en développement et des pays préémergents devraient redoubler d'efforts pour maîtriser les risques associés aux fortes vulnérabilités liées à leur dette, notamment en dialoguant de manière anticipée avec leurs créanciers et en faisant appel à la coopération multilatérale et au soutien de la communauté internationale. L'adoption de plans crédibles d'assainissement budgétaire à moyen terme pourrait contribuer à contenir les coûts d'emprunt et atténuer les inquiétudes quant à la viabilité de la dette. Dans le cas des pays proches d'une situation de surendettement, les créanciers bilatéraux et ceux du secteur privé devraient coordonner une restructuration préventive en utilisant, le cas échéant, le cadre commun du G20.

Il pourrait s'avérer nécessaire que les institutions financières non bancaires bénéficient d'un accès direct aux liquidités des banques centrales en période de tension, moyennant des garde-fous appropriés. La mise en place d'une première ligne de défense, à savoir une surveillance, une réglementation et une supervision rigoureuses des institutions financières non bancaires, est essentielle. Si la stabilité financière est menacée, on peut envisager que les banques centrales prennent des mesures, adaptées à la situation, de soutien de la liquidité des institutions financières non bancaires (opérations de marché discrétionnaires, facilités de prêt permanentes ou prêteur de dernier ressort), mais ces aides doivent être soigneusement conçues pour éviter l'aléa moral.

Les décideurs devraient consacrer des ressources à l'évaluation, la gestion et l'atténuation des risques pour la stabilité financière causés par la montée des tensions géopolitiques. Les institutions financières pourraient avoir besoin de détenir des réserves de fonds propres et de liquidités adéquates pour atténuer ces risques géopolitiques. Les décideurs devraient également veiller à ce que le dispositif mondial de sécurité financière soit approprié. Compte tenu des risques importants qui pèsent sur la stabilité macrofinancière mondiale, il faudrait redoubler d'efforts au niveau multilatéral afin de réduire les tensions géopolitiques et la fragmentation économique et financière.

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/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>