

Rapport sur la stabilité financière dans le monde

Résumé

Atterrissage en douceur ou réveil en sursaut

L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) reste élevée et ne recule que lentement dans nombre de pays avancés, aussi les banques centrales pourraient-elles avoir à durcir l'orientation de leur politique monétaire plus longtemps que les marchés ne l'anticipent actuellement. Dans les pays émergents, la lutte contre l'inflation semble mieux engagée, et les avantages des premières hausses de taux commencent à se faire sentir, quoique la situation varie d'une région à l'autre. Une inflation et des perspectives économiques de plus en plus divergentes pourraient marquer le début d'une désynchronisation de la politique monétaire mondiale.

Pourtant, l'optimisme quant à un « atterrissage en douceur » de l'économie mondiale, grâce auquel la désinflation se poursuivrait à un rythme soutenu et une récession serait évitée, a favorisé une valorisation des actifs depuis l'édition d'avril 2023 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde. Malgré les baisses de cours des actions observées depuis septembre, les conditions financières se sont globalement assouplies dans les pays avancés (graphique 1 du résumé). Sur une perspective légèrement plus longue, jusqu'à présent cette année, les cours des actions ont grimpé d'environ 10 % en Europe et 12 % aux États-Unis, respectivement, et les écarts de taux des obligations d'entreprises sont restés proches de leur niveau le plus bas depuis le début de ce cycle de hausse des taux. Au Japon, le marché des actions a surpassé celui d'autres pays avancés, en partie sous l'effet de la poursuite d'une politique monétaire accommodante et des bénéfices plus élevés des entreprises. Des pays émergents tels que le Chili, la Hongrie, l'Inde, le Mexique et la Pologne ont également vu une augmentation sensible du cours des actions, qui coïncide avec l'appréciation des monnaies de la plupart des grands pays émergents au premier semestre. De mauvaises surprises en matière d'inflation viendraient remettre en question ce scénario d'atterrissage en douceur, et pourraient amener certains actifs à être fortement réévalués.

La phase aiguë des difficultés du secteur bancaire mondial est certes passée, mais il reste un certain nombre de banques fragiles dans plusieurs pays. Des fissures pourraient également se faire jour dans d'autres secteurs, voire se transformer en failles préoccupantes. Si les conditions financières venaient soudainement à se durcir, elles pourraient provoquer des chaînes de réaction négatives et mettre de nouveau à l'épreuve la résilience du système financier mondial. L'évolution la plus notable est le début de retournement du cycle mondial du crédit, dans la mesure où la capacité de remboursement des emprunteurs diminue et la croissance du crédit ralentit. L'indicateur de « croissance à risque » du FMI résume ce constat, en indiquant que les risques qui pèsent sur la croissance mondiale restent orientés à la baisse, comme nous l'avons estimé en avril (graphique 2 du résumé). Dans un scénario dans lequel l'atterrissage en douceur espéré ne se matérialise pas, les investisseurs se replient vers un positionnement moins risqué et les conditions financières se durcissent en se rapprochant de la moyenne à long terme, le modèle de « croissance à risque » prévoit que les aléas qui pèsent sur la distribution de la croissance sont encore plus fermement orientés à la baisse.

Facteurs de vulnérabilité

Depuis un an, la transmission des hausses de taux a pu être freinée car les entreprises et les ménages ont prolongé la période de remboursement de leur dette ou ont recouru à l'épargne accumulée durant la pandémie, afin de consolider leurs bilans et le paiement de leurs intérêts. Toutefois, ces facteurs ne sont sans doute pas suffisants pour renverser une évolution vers une augmentation des difficultés de remboursement. En effet, la part des entreprises ayant un faible ratio trésorerie/charge d'intérêts, à savoir les entreprises les plus faibles qui ont le moins de marge de manœuvre, a rebondi depuis deux ans. Cette situation concerne également les pays émergents, où les entreprises sont confrontées à un durcissement des conditions de financement (graphique 3 du résumé). Ce rebond s'observe particulièrement dans les petites et moyennes entreprises. De même, les emprunteurs hypothécaires vont continuer de supporter des remboursements plus élevés, ce qui va ralentir l'activité dans le secteur du logement et faire encore baisser les prix de l'immobilier résidentiel. En termes réels, les prix mondiaux des logements reculent depuis la fin 2022, les principales banques centrales ayant vigoureusement durci leur politique monétaire. Dans les pays avancés, les prix réels des logements ont chuté de 8,4 % au premier trimestre 2023, tandis que les pays émergents ont connu une baisse plus faible, de l'ordre de 2,4 %. Les pays ayant une forte proportion de prêts immobiliers à taux variable et où les prix de l'immobilier sont supérieurs à la moyenne antérieure à la pandémie ont enregistré une baisse à deux chiffres des prix de l'immobilier résidentiel.

Compte tenu de l'importance et de la concentration de l'immobilier commercial, ainsi que de ses liens étroits avec l'ensemble du système financier et l'économie réelle, toute difficulté dans ce secteur peut avoir de fortes répercussions sur la stabilité financière. En part du PIB, la dette liée au secteur de l'immobilier commercial représente près de 12 % en Europe et 18 % aux États-Unis. Le risque d'un creusement du déficit de financement a suscité des préoccupations alors que les sources de financement se tarissent pour les emprunteurs de ce secteur qui ont des besoins de refinancement. Ainsi, les banques ont indiqué avoir durci leurs conditions de prêt, les levées de fonds privés ont fortement ralenti (graphique 4 du résumé) et les émissions de titres adossés à des créances immobilières commerciales sont désormais modestes. La perspective de taux d'intérêt restant élevés plus longtemps, conjuguée à une baisse de la valorisation des biens, va continuer d'exercer une pression sur les conditions de refinancement dans le secteur de l'immobilier commercial.

En Chine, l'affaiblissement de la dynamique économique, un fléchissement accru du secteur de l'immobilier et l'intensification des tensions sur le financement des collectivités locales pèsent lourdement sur l'humeur du marché. Le renminbi a subi des pressions à la baisse notables alors que les cours des actions ont fortement chuté. Les tensions désinflationnistes se sont accentuées et ont amené la Banque populaire de Chine à réduire les taux directeurs. Elle a été l'une des rares banques centrales à assouplir sa politique monétaire. Cet assouplissement, ainsi que d'autres mesures de relance annoncées, n'ont cependant pas encore rétabli la confiance des entreprises, des consommateurs, et, plus important encore, des acheteurs immobiliers. Les promoteurs privés les plus solides, et même les promoteurs publics, ont vu le volume des ventes immobilières sensiblement baisser ces derniers mois (graphique 5 du résumé), et un grand promoteur privé n'a pas versé les intérêts sur ses obligations exigibles en août. La

poursuite des tensions dans le secteur de l'immobilier s'est propagée aux finances des collectivités locales, les investisseurs étant de plus en plus préoccupés par la viabilité de la dette des dispositifs de financement des collectivités locales. En outre, un grand gestionnaire d'actifs qui a suspendu les paiements et remboursements sur ses produits de gestion de patrimoine et ses produits fiduciaires a fait craindre de nouvelles tensions financières, si le public venait à perdre confiance dans les produits d'investissement.

Les investisseurs continuent de distinguer les pays émergents qui possèdent des paramètres fondamentaux solides et des marges de manœuvre de ceux jugés moins résilients et plus sensibles aux chocs. La plupart des écarts de taux sur la dette souveraine des pays émergents sont restés faibles malgré la poursuite du durcissement de la politique monétaire et la hausse des rendements (graphique 6 du résumé). Cependant, l'écart entre les instruments de la catégorie investissement (« *investment grade* ») et le compartiment à haut rendement (« *high yield* ») des marchés de la dette souveraine des pays émergents reste grand. Les dégradations de notation successives depuis la pandémie ont baissé la note moyenne des pays préémergents, ce qui a fait augmenter les écarts implicites et les coûts de financement dans de nombreux pays émergents.

Les banques étant les principaux prêteurs dans l'économie mondiale, elles devraient supporter un coût du crédit plus élevé car la hausse des taux d'intérêt a réduit la capacité des emprunteurs à rembourser les prêts. Dans l'ensemble, le système bancaire semble avoir prudemment ajouté des provisions pour de nouveaux défauts, et les réserves pour pertes sur prêts semblent suffisantes pour couvrir les prêts improductifs dans de nombreux pays. En outre, la hausse des taux devrait permettre d'enregistrer des marges d'intérêt nettes sur les nouveaux prêts bancaires. Ceci dit, l'histoire a montré que le risque de crédit peut se dégrader rapidement, et la demande de crédit peut s'effondrer lorsqu'une économie entre en récession, ce qui nuit à la rentabilité des banques. Le chapitre 2 présente l'évaluation par le FMI des banques exposées à une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt en suivant deux approches nouvelles. L'évaluation est réalisée en appliquant une version améliorée du test de résistance mondial du FMI, complétée par un nouveau dispositif de suivi prospectif fondé sur des prévisions d'analyses des indicateurs des principaux risques (bilan des banques, valorisation et indicateurs de rentabilité). Les deux approches révèlent un nombre notable de banques fragiles. Le test de résistance mondial fait apparaître que de très nombreuses banques, y compris plusieurs établissements d'importance systémique en Chine, aux États-Unis et en Europe, subiront des pertes en capital dans un scénario défavorable de stagflation (graphique 7 du résumé). Ce constat cadre avec les indicateurs des principaux risques qui prévoient que certaines banques en Chine et aux États-Unis vont vraisemblablement continuer à subir des tensions compte tenu de la baisse attendue des bénéfices et de la faiblesse des ratios cours/valeur comptable des banques chinoises.

Un contexte de taux d'intérêt élevés est susceptible de bénéficier à certains intermédiaires financiers non bancaires, et d'en mettre d'autres à l'épreuve. Les taux d'intérêt élevés ont réduit la valeur actuelle des engagements et amélioré les ratios de financement des établissements qui ont des obligations financières à plus long terme, telles que les compagnies d'assurance et les fonds de pensions. Les principaux risques qui pèsent sur ces établissements tiennent au fait qu'ils sont passés d'une période

prolongée de taux d'intérêt extrêmement faibles à des actifs moins liquides et plus risqués comme le crédit privé. En revanche, les fonds d'investissement dont les structures de financement ont des échéances plus courtes, en particulier ceux fournissant des liquidités au jour le jour, pourraient subir des pressions liées aux remboursements exercées par leurs investisseurs, la hausse des taux d'intérêt réduisant la valeur de leurs actifs à revenu fixe. Ceux ayant adopté des stratégies d'investissement financé par l'emprunt supposant une désinflation rapide pourraient être tenus de dénouer leurs positions si l'inflation reste obstinément élevée.

Le chapitre 3 montre que selon les estimations, d'ici à 2030, les besoins d'investissements dans l'atténuation du changement climatique dans les pays émergents et les pays en développement (PEPD) vont atteindre 2 000 milliards de dollars par an environ. Le secteur privé est essentiel pour financer les investissements nécessaires dans les PEPD, compte tenu de la faible marge de manœuvre budgétaire et des conditions de marché défavorables de ces derniers. D'ici à 2030, la part des financements privés doit augmenter de façon à couvrir environ 80 % des besoins d'investissement dans l'atténuation du changement climatique dans les PEPD, et cette proportion devrait être encore plus importante si l'on exclut la Chine (graphique 8 du résumé).

Recommandations

En définitive, une croissance économique durable passe à la fois par une stabilité des prix et une stabilité financière. Les banques centrales doivent rester déterminées dans leur lutte contre l'inflation tant qu'elles n'ont pas de preuves concrètes que l'inflation se rapproche durablement de son niveau cible, mais l'orientation de la politique monétaire doit tenir compte du rythme de la reprise économique et des processus désinflationnistes propres à chaque pays. La communication demeure essentielle pour faire connaître la détermination des décideurs.

Les progrès sur le plan de l'inflation dans un certain nombre de pays émergents ont été notables, mais les banques centrales doivent faire preuve de prudence et ne pas assouplir leurs taux directeurs trop vigoureusement. Les pays doivent intégrer leurs stratégies, y compris, le cas échéant, par le biais du cadre stratégique intégré, cadre macrofinancier du FMI qui permet aux pays de gérer les risques découlant de l'instabilité des flux de capitaux alors que l'incertitude plane sur la politique monétaire mondiale et les marchés des changes. Les politiques doivent être dosées en fonction de la nature des chocs et des caractéristiques du pays concerné. Toute mesure de riposte doit faire partie d'un plan de lutte contre les déséquilibres macroéconomiques sous-jacents qui permet d'apporter les ajustements qui s'imposent.

Les emprunteurs souverains des pays émergents, des pays préémergents et des pays à faible revenu devraient redoubler d'efforts pour maîtriser les risques associés aux fortes vulnérabilités de leur dette, notamment en dialoguant avec leurs créanciers ou en faisant appel à la coopération multilatérale et au soutien de la communauté internationale. Le cas échéant, il faut recourir au cadre commun du G20, dans une version réformée plus rapide et efficace, y compris dans le cas des restructurations préventives. Les créanciers bilatéraux et ceux du secteur privé devraient trouver les moyens de coordonner une restructuration préventive et ordonnée afin d'éviter des défauts unilatéraux coûteux et une perte prolongée

d'accès au marché. Si cela est réalisable, il faut procéder à des opérations de refinancement ou de gestion du passif pour reconstituer des réserves.

En Chine, des mesures énergiques pour rétablir la confiance dans le secteur de l'immobilier seront essentielles pour limiter le risque de retombées négatives sur le secteur financier, les entreprises et les collectivités locales. Il faudrait en priorité faciliter l'achèvement des projets immobiliers, ce qui pourrait mettre fin à la morosité des acheteurs immobiliers, et procéder rapidement à la résolution et la restructuration des promoteurs en difficulté. Un nouvel assouplissement de la politique monétaire et une réorientation du soutien budgétaire en faveur des ménages sont nécessaires pour stimuler la croissance économique. Une stratégie globale s'impose pour résoudre le problème de la dette des dispositifs de financement des collectivités locales afin qu'ils retrouvent leur capacité à assurer le service de la dette et que la dette des collectivités locales atteigne un niveau viable. Bien que les autorités aient récemment pris des mesures pour atténuer les risques systémiques émanant du secteur de la gestion d'actifs, d'autres progrès sont nécessaires pour faire face aux expositions risquées à l'immobilier et aux dispositifs de financement des collectivités locales, ainsi qu'à l'asymétrie des liquidités entre leurs actifs et leurs passifs. S'agissant des banques, il est essentiel, pour atténuer les risques qui pèsent sur la stabilité financière, qu'elles disposent d'une marge de manœuvre suffisante pour absorber les pertes, qu'elles abandonnent progressivement les mesures de report d'échéances qui pourraient retarder la comptabilisation des pertes sur prêts, et qu'elles accélèrent les efforts visant à restructurer les banques en difficulté.

Le grand nombre de banques fragiles dans le système financier mondial et le risque de propagation à des établissements sains montrent qu'il est urgent de mettre en place des normes internationales harmonisées dans tous les pays, de déterminer si des modalités particulières de ces normes ont fonctionné comme prévu durant les turbulences récentes et de renforcer la supervision en cas de besoin. Il est essentiel que les grands établissements, tout comme les petits, respectent les ratios de fonds propres et de liquidité pour maîtriser les risques pesant sur la stabilité financière. Les autorités doivent être mieux préparées à intervenir rapidement pour faire face aux difficultés des banques, notamment en veillant à ce qu'elles soient prêtes à faire appel aux facilités mises à leur disposition par les banques centrales, et en renforçant, si nécessaire, leur régime de résolution bancaire et leur capacité à le déployer.

Les autorités nationales doivent réaliser des tests de résistance rigoureux afin d'estimer les effets que l'érosion de la capacité de remboursement des emprunteurs et la forte chute des prix de l'immobilier résidentiel pourraient avoir sur le bilan des ménages et, en fin de compte, sur les établissements financiers. La vigilance reste de mise pour surveiller les facteurs de vulnérabilité du secteur de l'immobilier commercial, notamment en analysant l'évaluation de ce secteur par les banques, et en veillant à ce que les provisions soient suffisantes. Il faudrait constituer des réserves pour se protéger contre des pertes futures et continuer d'offrir du crédit en périodes de difficultés. Ainsi, les autorités peuvent augmenter les volants de fonds propres contracycliques ou les amortisseurs du risque systémique sectoriel si les circonstances le permettent. Pour éviter les effets procycliques, il faudrait subordonner le renforcement des volants de sécurité à l'absence de signes que le crédit est déjà restreint par l'adéquation des fonds propres des banques.

Un large éventail de mesures structurelles et de politiques du secteur financier est nécessaire pour créer un environnement propice aux investissements de façon que les capitaux privés répondent aux besoins de financements climatiques dans les PEPD. Par ailleurs, il est indispensable d'améliorer l'architecture d'information climatique (composée de données, de la publication d'informations par les entreprises et de méthodes d'alignement, dont les taxonomies) pour attirer les investisseurs privés. Les politiques du secteur financier doivent viser à créer un impact sur le climat. Dans les PEPD, l'élaboration de taxonomies de transition pourrait aider les institutions à identifier les activités susceptibles de réduire les émissions de gaz à effet de serre au fil du temps, notamment dans les secteurs les plus intensifs en carbone. S'agissant des fonds d'investissement durable, les informations à fournir et les labels devraient améliorer la transparence et l'intégrité des marchés et accroître la conformité avec les résultats en matière d'impact climatique. Grâce à son pouvoir fédérateur, le FMI a un rôle fondamental à jouer en mobilisant le financement de l'action climatique, en particulier dans les pays à faible revenu. La facilité pour la résilience et la durabilité peut catalyser les financements privés grâce à sa conditionnalité, en soutenant les réformes propres à attirer les capitaux privés.

Pour voir les graphiques, veuillez consulter la version en anglais du résumé et du rapport dans son intégralité à l'adresse suivante : <http://IMF.org/GFSR-October2023>