

Tracer la voie d'une reprise

Panorama de l'édition d'octobre 2020 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report* — GFSR)

- **Les risques à court terme pour la stabilité financière dans le monde** sont maîtrisés pour le moment. En prenant au bon moment des mesures sans précédent, les pouvoirs publics sont parvenus à maintenir le flux de crédit à l'économie et à éviter une réaction en chaîne néfaste au niveau macrofinancier, traçant ainsi la voie d'une reprise économique.
- Les **facteurs de vulnérabilité** n'en continuent pas moins d'augmenter, ce qui ravive les craintes pour la stabilité financière de certains pays. Les sources de vulnérabilité se sont accrues pour les sociétés non financières, les entreprises s'étant endettées pour faire face à des pénuries de liquidités ; il en va de même des États, qui ont creusé les déficits budgétaires pour se porter au secours de l'économie.
- Les **pressions sur les liquidités des entreprises risquent de dégénérer en insolvabilités** à mesure que la crise se poursuit, surtout si l'activité tarde à se rétablir. Les petites et moyennes entreprises sont plus vulnérables que les grandes entreprises capables de se financer sur les marchés. L'ampleur des défauts de paiement dépendra, en dernière instance, de la portée et de la durée des mesures de soutien à l'économie, et de la rapidité de la reprise de l'activité, qui devrait considérablement varier d'un secteur et d'un pays à l'autre.
- Le **système bancaire mondial** est bien capitalisé, mais ce n'est pas le cas de toutes les banques ; certains systèmes bancaires pourraient souffrir d'un déficit global de fonds propres si le scénario défavorable de l'édition d'octobre 2020 des *Perspectives de l'économie mondiale* venait à se réaliser, et ce malgré les mesures actuellement mises en œuvre.
- Certains **pays émergents et pays préémergents** connaissent des difficultés de financement qui risquent de les faire basculer dans le surendettement ou l'instabilité financière, auquel cas l'octroi d'une aide officielle pourrait s'avérer indispensable.
- À mesure que les économies rouvriront, la mise en place de mesures accommodantes sera indispensable pour s'assurer que le redressement s'installe durablement (voir la feuille de route ci-dessous). Le **programme de réforme financière post-pandémie** doit porter principalement sur la consolidation du cadre réglementaire appliqué au secteur financier non bancaire, et sur le renforcement du contrôle prudentiel : il s'agit de limiter la prise de risques excessive, dans un environnement où les taux d'intérêt vont être plus bas, plus longtemps.

Feuille de route pour les politiques monétaires et financières au lendemain du Grand confinement

Réouverture progressive sur fond d'incertitude

Politique monétaire : maintenir une politique accommodante pour favoriser le redressement

Apport de liquidités : prolonger les mesures d'aide mais faire évoluer la tarification pour encourager un retour progressif à la normale

Offre de crédit : encourager les banques à puiser dans leurs volants de fonds propres et de liquidité pour continuer à prêter

Secteur privé non financier : accorder des moratoires sur le service de la dette seulement lorsque c'est nécessaire pour empêcher des faillites généralisées, aider les entreprises viables grâce à une restructuration qui réduit le poids de la dette, à une aide à la solvabilité (le cas échéant) et à des renégociations extrajudiciaires efficaces de dettes

Aide multilatérale : accorder des aides aux pays émergents et pays préémergents qui rencontrent des difficultés de financement

Pandémie maîtrisée

Politique monétaire : maintenir une politique accommodante tant que les objectifs de politique monétaire ne seront pas atteints

Apport de liquidités : mettre fin progressivement aux mesures en place

Offre de crédit : exiger des banques qu'elles reconstituent petit à petit leurs volants de fonds propres et de liquidités, qu'elles élaborent des plans réalistes pour réduire leur encours d'actifs à problèmes et qu'elles créent des marchés pour ces actifs à problèmes

Secteur privé non financier : recapitaliser, restructurer, ou procéder à la liquidation des entreprises qui ne sont pas viables

Reprise économique verte : encourager une gestion plus volontariste des risques climatiques et des investissements verts

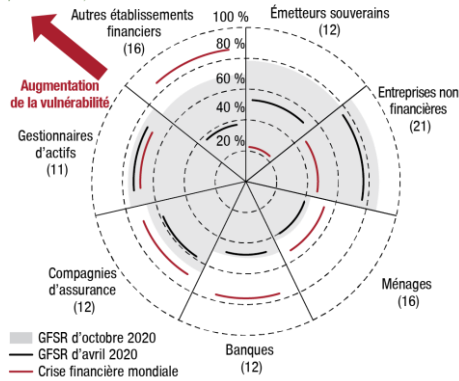
Passage au numérique : encourager davantage les investissements dans le numérique pour accroître l'efficacité et l'inclusivité du secteur financier

Programme de réforme financière post-pandémie

Secteur financier non bancaire : consolider le cadre réglementaire pour remédier aux facteurs de vulnérabilité découverts à l'occasion de la crise de la COVID-19.

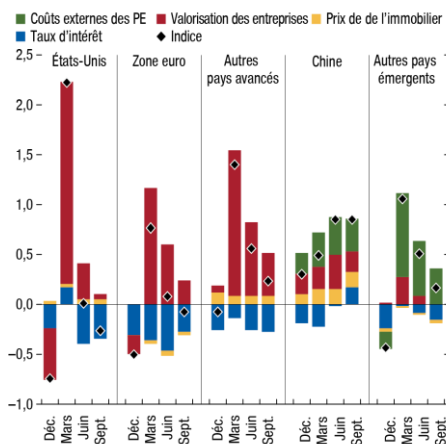
Des taux plus bas, plus longtemps : mettre en œuvre des mesures prudentielles pour limiter la prise de risques dans un environnement où les taux d'intérêt vont être plus bas, plus longtemps.

Graphique 1. Part des pays d'importance systémique présentant des facteurs élevés de vulnérabilité, par secteur
(Pourcentage des pays présentant des vulnérabilités élevées et assez élevées, par PIB ou avoirs ; nombre de pays vulnérables entre parenthèses)



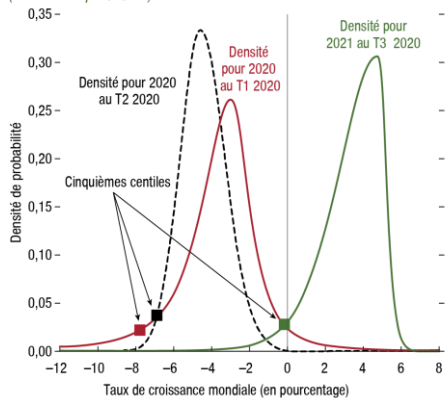
Sources : Banque des règlements internationaux ; Haver Analytics ; autorités nationales ; Standard & Poor's ; WIND Information Co. ; calculs des services du FMI.
Note : Les données utilisées concernent 29 économies comportant des secteurs d'importance systémique (voir le chapitre 1 pour plus de détails). La « crise financière mondiale » est ici entendue comme la période de vulnérabilité maximale entre 2007 et 2008. GFSR = Rapport sur la stabilité financière dans le monde.

Graphique 2. Facteurs principaux influençant les indices de conditions financières mondiales
(Écart-type par rapport à la moyenne)



Sources : Banque des règlements internationaux ; Bloomberg Finance L.P. ; Haver Analytics ; base de données des statistiques financières internationales du FMI ; calculs des services du FMI.
Note : voir le chapitre 1 pour plus de détails. PE = pays émergents.

Graphique 3. Densités des prévisions de croissance mondiale à court terme
(Densités de probabilité)



Sources : Banque des règlements internationaux ; Bloomberg Finance L.P. ; Haver Analytics ; base de données des statistiques financières internationales du FMI ; calculs des services du FMI.
Note : Les estimations de densité des prévisions se fondent sur les prévisions des Perspectives de l'économie mondiale pour 2020 et 2021. La crise actuelle étant sans équivalent, les estimations de croissance à risque basées sur des modèles présentent nécessairement des marges d'incertitude plus importantes qu'à l'accoutumée.

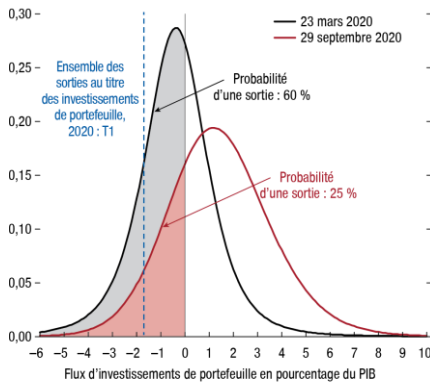
Face à une crise sanitaire et économique touchant le monde entier, les dirigeants ont pris des mesures exceptionnelles pour protéger les populations, l'économie et le système financier. Cependant, la perspective d'une reprise de l'activité restera très incertaine tant que des traitements et des vaccins efficaces contre la COVID-19 ne seront pas disponibles. De plus, au moment où la crise les a frappés, de nombreux pays présentaient déjà une forte vulnérabilité dans certains secteurs (gestion d'actifs, entreprises non financières et État) ; certaines de ces vulnérabilités augmentent, ce qui pourrait ralentir le retour de l'activité à un niveau normal (graphique 1)

Depuis la Mise à jour du rapport sur la stabilité financière mondiale de juin 2020, les conditions financières au niveau mondial sont restées accommodantes, et les mesures de soutien à l'économie se sont prolongées. Dans les pays avancés, les conditions financières se sont encore assouplies, ce qui tient à la baisse des taux d'intérêt sans risque et à l'augmentation des valorisations d'entreprises (graphique 2). De manière générale, au cours de la même période, les conditions financières se sont également assouplies dans les pays émergents (à l'exception de la Chine), bien que de nombreux pays continuent de supporter des coûts de financement extérieurs plus élevés qu'avant la COVID-19 (graphique 2). En Chine, les conditions financières sont restées globalement stables : en raison des mesures prises par les autorités, les acteurs ont moins tendance à anticiper de nouvelles baisses de taux d'intérêt. L'activité économique connaît un rebond, qui s'accompagne d'une augmentation des risques pour le secteur financier.

Bien que l'assouplissement considérable des conditions financières depuis fin mars ait permis d'éviter une crise financière et d'atténuer l'impact de la COVID-19 sur l'économie, la détérioration des perspectives économiques devrait entraîner une forte contraction de la production mondiale en 2020 (graphique 3). L'économie mondiale devrait ensuite croître de 5,2 % en 2021, d'après l'édition d'octobre 2020 des Perspectives de l'économie mondiale (PEM). En raison du regain d'activité attendu et de l'assouplissement anticipé des conditions financières, il y a peu de chances que le PIB mondial continue de se contracter en 2021, même si les aléas influant sur les perspectives restent orientés à la baisse (graphique 3).

La mise en œuvre de mesures sans précédent pour remédier à la pandémie a permis de rassurer les investisseurs et de maintenir le flux de crédit à l'économie. Pour faire face à des difficultés de trésorerie, certaines entreprises ont accru leurs émissions obligataires, puisé dans les lignes de crédit que leur accordent les banques (en particulier aux États-Unis), et bénéficié de prêts garantis par l'État (voir le chapitre 3, à paraître).

Graphique 4. Flux de capitaux à risque : prévisions à court terme des flux de portefeuille
(Fonction de densité de probabilité)

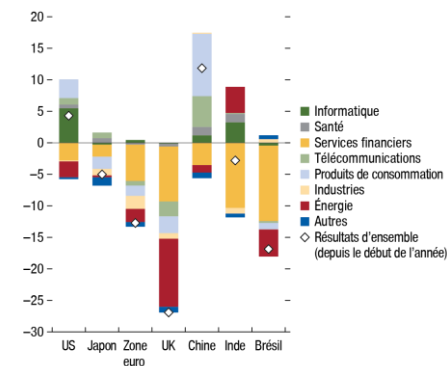


Sources : Bloomberg Finance L.P. ; Haver Analytics ; base de données des Perspectives de l'économie mondiale du FMI ; estimations de JP Morgan ; sources nationales ; estimations des services du FMI.
Note : Sur la base des flux d'endettement et d'investissements de portefeuille des 19 pays émergents les plus importants ; court terme = les trois trimestres prochains. Voir le chapitre 1 pour plus de détails.

Par ailleurs, les émissions obligataires en monnaie forte dans les pays émergents sont abondantes. Au plus bas au mois de mars, les flux cumulés d'investissements de portefeuille ont connu un rattrapage, même si environ la moitié des pays émergents continuent de subir des sorties de capitaux depuis trois mois. L'assouplissement des conditions financières a amélioré les perspectives de flux d'investissements de portefeuille à destination des pays émergents : la probabilité de sorties au cours des trois prochains trimestres passe ainsi d'environ 60 % au plus fort des turbulences du marché à 25 % en septembre (graphique 4), bien qu'elle soit toujours supérieure à son niveau d'avant la COVID-19.

Après avoir connu des creux au plus fort de la pandémie, les marchés des actions ont fortement rebondi dans le monde entier, mais la situation diffère sensiblement d'un pays à l'autre en fonction de la circulation du virus, de la portée des mesures de soutien à l'économie et du poids relatif des différents secteurs d'activité. Les marchés des actions en Chine et aux États-Unis ont surpassé les autres marchés, grâce aux actions technologiques (barres vert foncé et vert clair, graphique 5), malgré la rectification de tendance intervenue sur les marchés au mois de septembre. Les activités fortement dépendantes des contacts interpersonnels, comme l'hôtellerie, la restauration et les loisirs, ont souffert des mesures de confinement et de distanciation physique. Les résultats décevants des secteurs de l'énergie et de la finance (barres rouges et jaunes, graphique 5) s'expliquent par le fait que les investisseurs anticipent un fléchissement de la croissance à l'avenir.

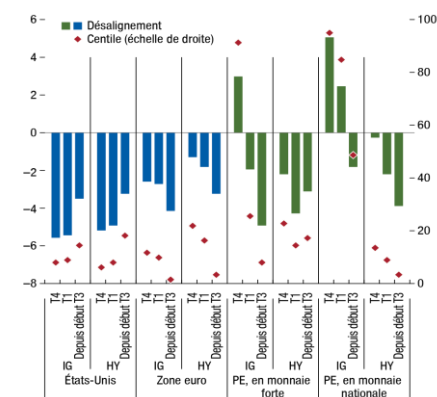
Graphique 5. Performance boursière en 2020 : contributions de différents secteurs
(En pourcentage, depuis le début de l'année)



Sources : Bloomberg Finance L.P. ; MSCI ; calculs des services du FMI.
Note : Tous les indices nationaux sont des sous-indices MSCI en monnaie locale. Les résultats globaux sont obtenus par agrégation des indices sectoriels. « Produits de consommation » réunit le secteur des biens de consommation de base et le secteur des biens de consommation discrétionnaire ; « Autres » désigne les secteurs des services collectifs, des matériaux de base et de l'immobilier.
UK = Royaume-Uni ; US = États-Unis.

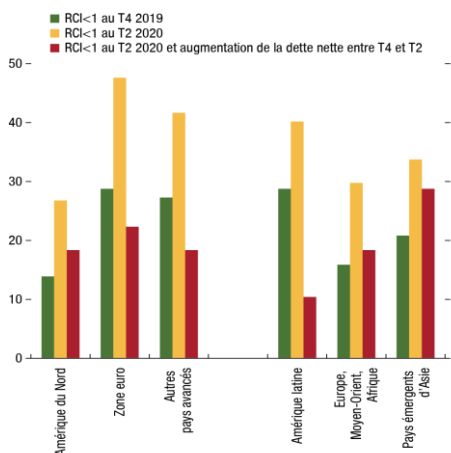
En juin 2020, la Mise à jour du rapport sur la stabilité financière mondiale faisait état d'un découplage entre l'augmentation des valorisations boursières et la situation de l'économie réelle ; force est de constater que cette situation persiste. Ainsi, l'analyse des chiffres du marché boursier américain depuis le début de l'année révèle que la nette détérioration des perspectives de bénéfices des entreprises a été plus que compensée par la baisse des taux sans risque et de la prime de risque sur actions ; cela tient aux réductions des taux directeurs par les banques centrales et à d'autres mesures de nature à rassurer les investisseurs, malgré l'incertitude croissante qui pèse sur l'activité économique (voir chapitre 1). De même, la baisse des rendements des obligations d'entreprises tient à la chute des taux sans risque et à la baisse des différentiels de taux, bien souvent au-dessous des valeurs jugées en adéquation avec les paramètres économiques fondamentaux (graphique 6). Dans les pays émergents, le resserrement des écarts de taux tient également à la mise en œuvre de mesures accommodantes, y compris dans la mesure où les décisions des banques centrales des pays avancés peuvent se répercuter sur l'économie des pays émergents. Si les marchés estiment que les mesures de soutien à l'économie vont se prolonger ou s'intensifier face à la détérioration des perspectives économiques, la valorisation actuelle des actifs à risque pourrait perdurer pendant un certain temps. En revanche, si

Graphique 6. Désalignement des écarts de rendement obligataire
(Écart par rapport à la juste valeur par unité de risque, échelle de gauche ; centile basé sur la période 1995–2020, échelle de droite)



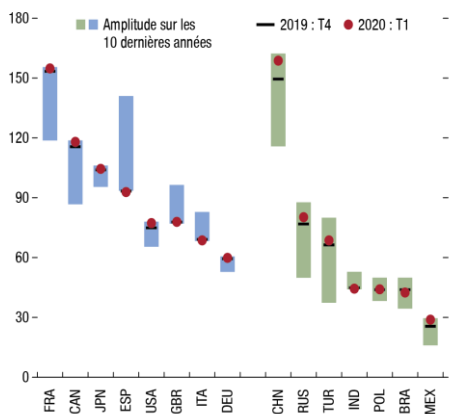
Sources : Bloomberg Finance L.P. ; Consensus Economics ; Haver Analytics ; Refinitiv I/B/E/S ; calculs des services du FMI.
Note : Il faut entendre par « Désalignement » la différence entre les valeurs de marché et les valeurs basées sur un modèle, mise à l'échelle de l'écart-type des variations mensuelles des écarts ; les valeurs négatives de l'échelle de gauche indiquent une surévaluation. Voir le chapitre 1 pour plus de détails. CI = catégorie investissement ; PE = pays émergent ; RE = rendement élevé.

Graphique 7. Sociétés cotées en bourse : dette à risque
(Pourcentage de la dette des sociétés)



Sources : Banque des règlements internationaux ; Bloomberg L.P. ; Haver Analytics ; Institut de la finance internationale ; S&P Global Ratings ; S&P Leveraged Commentary and Data ; calculs des services du FMI.
Note : L'échantillon est composé de sociétés qui publient des états financiers trimestriels. Les bâtons indiquent la part de la dette des sociétés ayant un RCI < 1 et qui ont vu leur dette nette augmenter par rapport à la dette totale de l'échantillon. RCI = ratio de couverture des intérêts.

Graphique 8. Endettement global des entreprises non financières
(En pourcentage du PIB)



Sources : Banque des règlements internationaux ; Haver Analytics ; calculs des services du FMI.
Note : Dans le cas de la France, la dette des entreprises n'est pas consolidée. Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

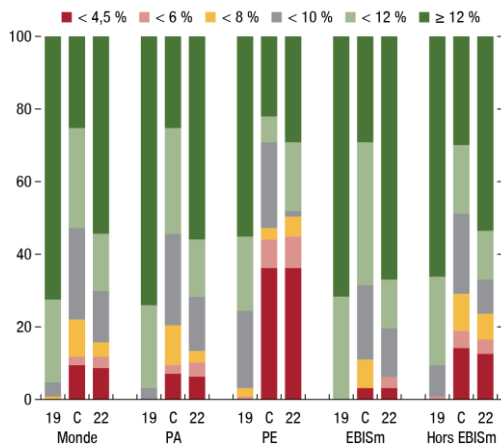
les investisseurs revoient à la baisse leurs anticipations du soutien public à l'économie, ou si la reprise est retardée, un ajustement brutal pourrait être plus probable.

Les entreprises non financières sont soumises à d'importantes contraintes de liquidités depuis le déclenchement de l'épidémie de COVID-19. Les entreprises les plus vulnérables (celles dont la solvabilité et la liquidité sont les plus faibles, ainsi que les petites entreprises) ont rencontré des difficultés financières plus importantes que les autres au début de la crise (cf. chapitre 3). Pour faire face aux pénuries de liquidités, de nombreuses entreprises, notamment celles dont les bénéfices sont tombés au-dessous de leurs charges d'intérêts, se sont endettées davantage (graphique 7), ce qui alourdit la dette déjà élevée des entreprises dans plusieurs pays (graphique 8). Les taux de défaut de paiement ont également augmenté. À mesure que la crise se poursuit, les pressions sur les liquidités risquent de dégénérer en insolvabilités, surtout si l'activité tarde à se rétablir de manière durable.

Sous réserve d'un durcissement notable des conditions de financement, les grandes entreprises ayant accès aux marchés financiers devraient être en mesure de se prémunir contre des menaces importantes sur leur solvabilité. En revanche, les entreprises des secteurs les plus touchés par la pandémie voient leurs perspectives de croissance s'assombrir et leurs liquidités se raréfier, d'où un risque plus élevé de défaillance et d'insolvabilité. L'onde de choc économique pourrait ainsi se propager de manière notable par l'intermédiaire des petites et moyennes entreprises, généralement plus vulnérables que les autres. En outre, les petites et moyennes entreprises sont souvent sur-représentées dans certains secteurs fortement tributaires des contacts interpersonnels (hôtellerie, restauration et divertissement), qui ont beaucoup souffert de la COVID-19.

Les banques ont abordé la crise de la COVID-19 avec des volants de fonds propres et de liquidités nettement plus importants qu'en 2008-09. Cela leur a permis de continuer à faire crédit à l'économie. Les mesures visant à soutenir les emprunteurs et à inciter les banques à faire usage de la flexibilité prévue par les dispositifs réglementaires ont vraisemblablement rendu les banques plus désireuses et plus capables de prêter. Cependant, certaines banques commencent déjà à durcir leurs critères en matière d'octroi de prêts, ce qui pourrait avoir des conséquences négatives sur le redressement de l'activité. Une analyse prospective de la solvabilité des banques dans 29 pays (hors Chine) montre que si l'on se place dans le scénario de référence des PEM d'octobre 2020, la plupart des banques seront en mesure de couvrir leurs pertes tout en maintenant leurs volants de fonds propres au-dessus des exigences minimales en la matière (voir le chapitre 4, à paraître). Dans le scénario défavorable des PEM, c'est-à-dire si la récession était plus grave et la reprise plus timide, de nombreuses banques se trouveraient en mauvaise posture en raison de l'épuisement de leurs volants de fonds propres, qui pourrait limiter leur capacité de crédit

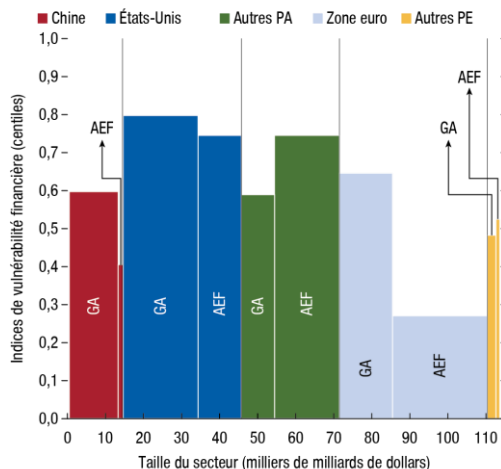
Graphique 9. Répartition des actifs des banques par ratio de fonds propres dans le scénario défavorable des PEM d'octobre 2020, avec la mise en place de mesures d'atténuation
(Fonds propres de catégorie 1, en pourcentage)



Sources : Bloomberg Finance L.P. ; Fitch ; base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI ; estimations des services du FMI.

Note : Le scénario tient compte des mesures d'atténuation (voir chapitre 4 pour plus de détails). C = année correspondant au creux ; EBISm = établissements bancaires d'importance systémique mondiale ; PA = pays avancés ; PE = pays émergents ; PEM = *Perspectives de l'économie mondiale*.

Graphique 10. Établissements financiers non bancaires : indices de vulnérabilité financière et taille du secteur



Sources : Banco de Mexico ; Banque centrale européenne ; Haver Analytics ; Reserve Bank of India ; Commission des valeurs mobilières et des opérations boursières du Brésil ; WIND Information Co. ; calculs des services du FMI.

Note : Voir le chapitre 1 pour plus de détails. PA = pays avancés ; GA = gestionnaires d'actifs ; PE = pays émergents ; AEF = autres établissements financiers.

(graphique 9). Même en présence de mesures d'atténuation au bénéfice des banques et des emprunteurs, le déficit de fonds propres au regard des exigences réglementaires de base (notamment pour ce qui concerne le volant de fonds propres contracyclique, le volant de conservation de fonds propres et les volants systémiques) pourrait atteindre 220 milliards de dollars (voir le chapitre 4, à paraître).

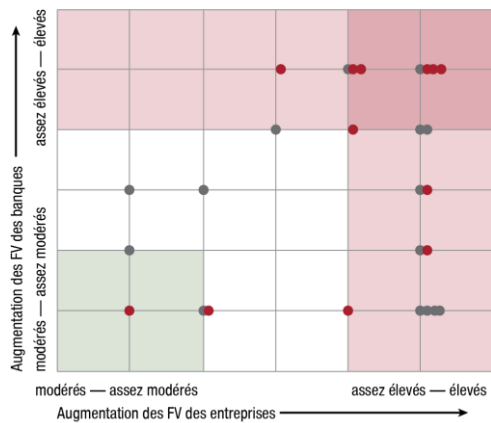
Les établissements financiers non bancaires présentaient déjà une forte vulnérabilité juste avant la crise (graphique 10). Les mesures de soutien les ont certes aidés à résister aux remous que la pandémie a provoqués sur les marchés, mais ils demeurent très fragiles. Ainsi, si les pertes au titre des investissements de portefeuille s'avéraient plus élevées et que les durées de remboursement venaient à être plus longues que lors des ventes massives de mars, les gestionnaires de patrimoine pourraient se voir contraints de procéder à des cessions précipitées d'actifs. Les établissements financiers non bancaires jouent un rôle de plus en plus important sur les marchés du crédit, notamment dans les segments les plus risqués ; par ailleurs, leurs liens de plus en plus étroits avec les banques pourraient favoriser la contagion des facteurs de fragilité à l'ensemble du système financier.

La vulnérabilité des États s'est accrue à mesure que les pouvoirs publics ont étendu leurs dispositifs de relance budgétaire, et les États pourraient faire face à une augmentation soudaine du montant de leurs passifs conditionnels. Les sources de vulnérabilité se sont multipliées dans de nombreux secteurs : ainsi, 6 des 29 pays dont le secteur financier est d'importance systémique présentent désormais une forte vulnérabilité au niveau des entreprises, des banques et de l'État (graphique 11).

Les besoins de financement des pays émergents ont très nettement augmenté en raison de la pandémie. Il est possible que les craintes concernant le surcroît d'endettement et la médiocrité des paramètres fondamentaux des économies nationales aient réduit la demande d'obligations en monnaie nationale de la part des investisseurs étrangers (graphique 12), surtout lorsque ces derniers détiennent une part importante de ces dettes et que la base d'investisseurs nationaux n'est pas suffisante. Dans certains pays émergents, les banques centrales ont acheté une part considérable des obligations sur le marché secondaire pour stabiliser le marché (voir le chapitre 2, à paraître). Les pays préémergents connaissent des difficultés financières encore plus graves : beaucoup d'entre eux ont vu leurs coûts d'emprunt atteindre des niveaux prohibitifs en raison de la crise de la COVID-19, et l'octroi d'une aide officielle pourrait s'avérer indispensable.

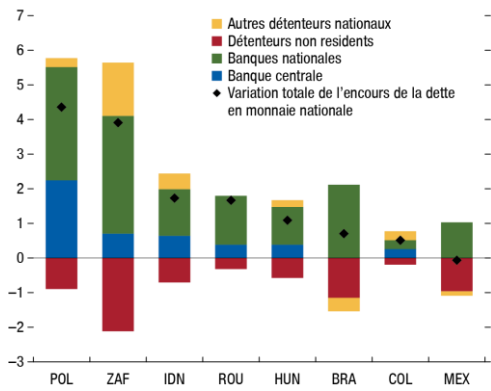
Pour tracer la voie qui mènera à la reprise, les dirigeants devront ajuster leurs politiques pour les adapter à l'évolution de la pandémie et tenir compte de la vitesse du regain d'activité (voir la feuille de route qui figure dans l'encadré consacré au panorama du GFSR, à la première page du présent résumé). À chaque étape, ils doivent se souvenir que

Graphique 11. Sources de vulnérabilité des banques, des entreprises et des États dans 29 économies comportant un secteur financier d'importance systémique



Sources : Banque des règlements internationaux ; Haver Analytics ; Institut de la finance internationale ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2020 ; estimations des services du FMI.
 Note : Ce graphique utilise les mêmes données que le graphique 1 ; les points rouges représentent des pays présentant des facteurs de vulnérabilité souveraine élevés ou assez élevés. FV = facteurs de vulnérabilité.

Graphique 12. Variation de l'encours d'obligations publiques en monnaie locale par détenteur, de fin février à juin 2020 (En pourcentage du PIB)



Sources : Bloomberg Finance L.P. ; Haver Analytics ; base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI ; sources nationales ; estimations des services du FMI.
 Note : Les données ne sont pas corrigées pour tenir compte des obligations indexées sur l'inflation. La variation totale de l'encours de la dette pour l'Afrique du Sud s'écarte légèrement de la somme des variations par détenteurs. Les titres d'État détenus par la banque centrale d'Indonésie sont déclarés nets des opérations monétaires par source. Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

leur action implique des arbitrages entre le court et le long terme, et que toute mesure peut avoir des conséquences indésirables. Ainsi, se servir dès aujourd'hui des volants disponibles peut présenter des avantages, mais les montants en question pourraient aussi bien s'avérer nécessaires plus tard pour financer d'autres mesures de soutien ; il faut en outre se garder d'aggraver de futurs facteurs de vulnérabilité.

À mesure que les économies rouvriront, la poursuite d'une politique monétaire accommodante et d'un soutien ciblé à la solvabilité sera essentielle pour favoriser un redressement pérenne de l'activité. Un dispositif efficace de restructuration de la dette sera indispensable pour réduire le surendettement et procéder à la liquidation des entreprises non viables. Les pays à faible revenu rencontrant des difficultés de financement pourront être amenés à solliciter une aide multilatérale. Bien qu'elle entrave les progrès des entreprises en matière de respect de l'environnement, la crise de la COVID-19 offre également l'occasion de jeter les bases d'une transition vers une économie plus verte (voir le chapitre 5, à paraître).

Une fois la pandémie pleinement maîtrisée, les mesures de soutien à l'économie pourront être progressivement abandonnées ; les nouvelles mesures porteront alors en priorité sur la reconstitution des volants de fonds propres des banques, sur le renforcement de la réglementation des établissements financiers non bancaires, et sur la mise en place d'un contrôle prudentiel renforcé pour limiter les prises de risques excessives dans un environnement où les taux d'intérêt seront plus bas, plus longtemps.