

Les vaccins tranquilisent les marchés, mais le soutien des pouvoirs publics reste indispensable

Panorama de la *Mise à jour du Rapport sur la stabilité financière dans le monde* (GFSR)

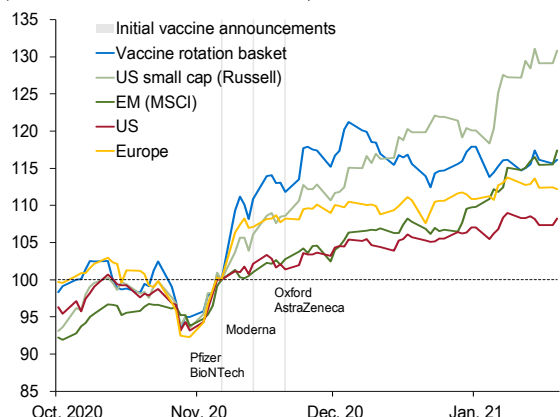
- L'approbation et le déploiement de vaccins ont nourri les espoirs d'une reprise mondiale et entraîné une hausse des cours des actifs à risque, malgré l'augmentation du nombre de cas de COVID-19 et l'incertitude qui continue d'entourer les perspectives économiques.
- Tant que les vaccins ne sont pas largement disponibles, le redressement des marchés et la reprise économique restent tributaires du soutien continu des politiques monétaires et budgétaires. Une distribution inéquitable des vaccins risque d'exacerber les vulnérabilités financières, en particulier dans les pays préémergents.
- Le rebond en cours des flux d'investissements de portefeuille offre de meilleures options de financement aux pays émergents confrontés à des besoins élevés de refinancement en 2021.
- Les politiques accommodantes ont atténué les tensions sur les liquidités jusqu'à présent, mais des problèmes de solvabilité pourraient réapparaître dans un avenir proche, en particulier sur les segments plus risqués des marchés du crédit et dans les secteurs les plus durement touchés par la pandémie. Dans un contexte caractérisé par le faible niveau des taux d'intérêt, les problèmes de rentabilité pourraient nuire à la capacité et à la volonté des banques de prêter à l'avenir.
- Les dirigeants doivent continuer d'apporter leur soutien jusqu'à ce qu'une reprise durable soit bien en place : un soutien insuffisant risque de compromettre la reconstruction de l'économie mondiale. Cependant, avec des investisseurs qui misent sur le soutien persistant des pouvoirs publics et des marchés qui semblent de plus en plus complaisants devant la hausse continue des valorisations des actifs, les dirigeants doivent aussi être préparés aux risques d'une correction des marchés.
- Dans la mesure où la politique monétaire devrait rester accommodante dans les années à venir, les dirigeants doivent limiter la hausse de la vulnérabilité pour éviter de mettre la croissance en péril à moyen terme.

Soutien des pouvoirs publics dans l'attente des vaccins

Les marchés financiers ont vu au-delà de la recrudescence des cas de COVID-19 à l'échelle mondiale. Les annonces et le déploiement de vaccins ont nourri les espoirs d'une reprise de l'économie mondiale en 2021 et entraîné une hausse continue des cours des actifs à risque. La vitesse de la reprise dépendra fondamentalement de la production, des réseaux de distribution et de l'accessibilité des vaccins. Comme le souligne la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale (Mise à jour des PEM)*, le soutien continu des politiques monétaires et budgétaires reste indispensable pour atténuer les incertitudes persistantes, servir de tremplin vers la reprise et assurer la stabilité financière.

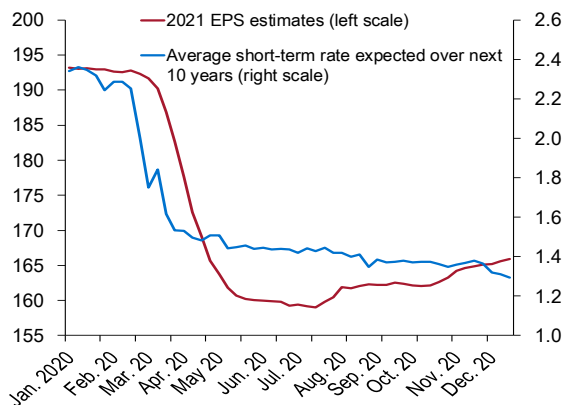
Les risques qui pèsent sur le scénario de base pourraient menacer la stabilité financière dans un certain nombre de secteurs et de régions. Une reprise différée exigerait de prolonger les politiques accommodantes, ce qui continuerait d'alimenter les vulnérabilités financières. Une distribution inéquitable des vaccins et une reprise asynchrone pourraient mettre en danger les flux de capitaux vers les pays émergents et quelques pays pourraient être confrontés à de sérieux problèmes, surtout si les pays avancés commençaient à normaliser leurs politiques économiques. Une correction des cours des actifs, si les investisseurs venaient à réévaluer brusquement les perspectives de croissance ou l'action future des pouvoirs publics, pourrait interagir avec les vulnérabilités accrues, ce qui entraînerait des répercussions sur la confiance et compromettrait la stabilité macrofinancière.

Figure 1. Equity Market Performance
(Index; November 6, 2020 = 100)



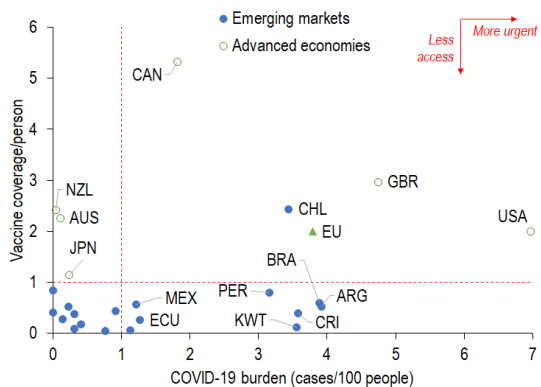
Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: Vaccine rotation basket is an equal weighted index of US hotels and real estate and world airline equities. EM = emerging markets.

Figure 2. US Earnings Revisions and Rate Expectations
(US dollars a share, left scale; percent, right scale)



Source: IMF staff calculations.
Note: Earnings per share (EPS) based on Thomson Reuters Datastream IBES for the S&P 500; average expected short-term rates derived from Treasury bonds and Adrian, Crump, and Moench model.

Figure 3. COVID-19 Infections and Vaccine Preorders



Source: Duke Global Health Innovation Center.
Note: Vaccine preorders refers to confirmed doses as of January 19, 2021. EU = European Union. Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

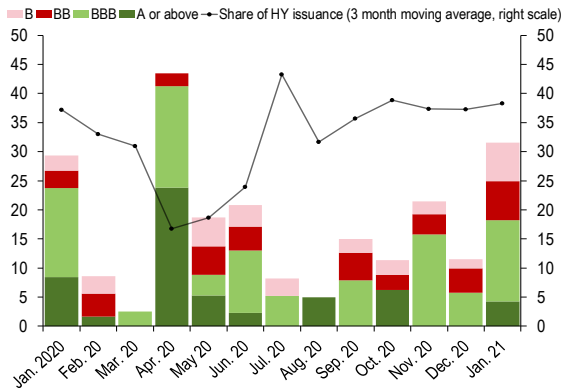
Enfin de bonnes nouvelles

Les annonces de l'arrivée de vaccins efficaces contre la COVID-19 plus tôt que prévu ont renforcé la confiance des marchés et tracé la voie de la reprise économique mondiale. Les secteurs tels que l'aéronautique, l'hôtellerie et les services à la consommation ont rebondi à la fin de l'année 2020, car les investisseurs, à la recherche de valeur, se sont tournés vers ces secteurs auparavant en difficulté (graphique 1). Les cours des actions d'entreprises de plus petite taille, notamment dans le secteur de l'énergie propre, ont progressé aussi. Dans les pays avancés, les écarts de taux des obligations d'entreprise de catégorie investissement et à haut rendement se sont nettement resserrés, s'approchant des niveaux enregistrés avant février 2020 ou se situant même en deçà, tandis que les taux n'ont jamais été aussi bas, dans un contexte où les investisseurs continuent de rechercher du rendement. Les écarts de taux des dettes souveraines des pays émergents se sont resserrés de manière similaire.

Les marchés financiers ont fait fi du récent fléchissement de l'activité économique. La forte hausse d'infections à la COVID-19 et les mesures de restrictions plus sévères qui ont été prises depuis la fin de l'année 2020 ont durement touché l'activité économique dans nombre de pays, laissant entrevoir un éventuel ralentissement au quatrième trimestre (voir la *Mise à jour des PEM* de janvier 2021). Toutefois, en dépit de l'incertitude qui continue d'entourer les perspectives économiques, les investisseurs semblent garder confiance dans les perspectives de croissance pour 2021, misant sur le soutien continu des pouvoirs publics qui compensera d'éventuelles déceptions à court terme. Le décalage tant évoqué entre les marchés financiers et l'économie persiste. Malgré la hausse récente des taux longs américains, le redressement des marchés depuis les annonces de vaccins peut s'expliquer, selon les participants aux marchés, par des anticipations de taux très faibles dans les années à venir et à des révisions à la hausse des bénéfices (graphique 2).

L'accès aux vaccins risque d'être inégal et une distribution équitable peut prendre du temps. Nombre de pays avancés, tels que le Canada, un

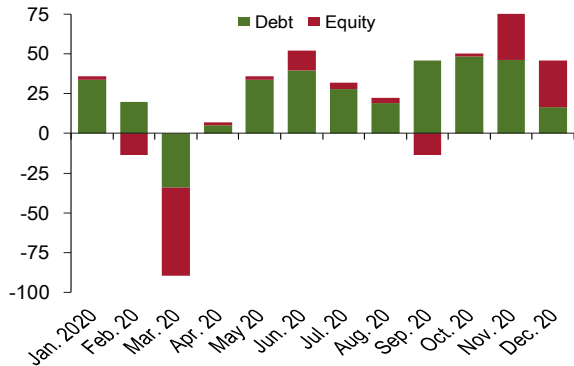
Figure 4. Emerging Market Sovereign Bond Issuance
(Billions of US dollars; share in percent)



Sources: Bondradar; and IMF staff calculations.

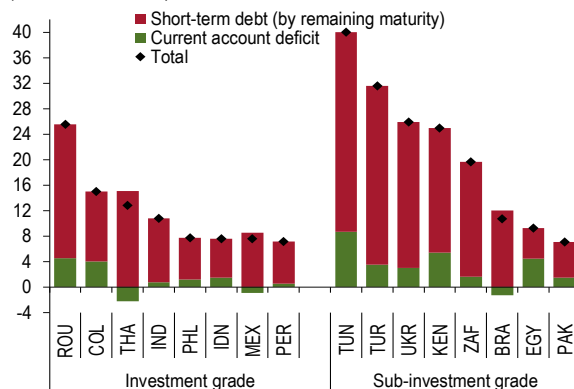
Note: Refers to international hard currency bond issuance. January 2021 is partial data through January 20. HY = high yield.

Figure 5. Portfolio Flows to Emerging Markets
(US billions)



Sources: Institute of International Finance; and IMF staff calculations.

Figure 6. 2021 Gross External Financing Needs
(Percent of GDP)



Sources: National authorities; and IMF staff calculations.

Note: Brazil, Romania, South Africa, Thailand, and Ukraine report intercompany lending in their gross external financing needs.

certain nombre de pays de l'Union européenne, les États-Unis et le Royaume-Uni, ont préacheté des vaccins, assurant une vaste couverture vaccinale par habitant. En revanche, l'approvisionnement des pays émergents et des pays en développement en doses de vaccin, par négociation directe ou par l'intermédiaire du pilier multilatéral COVAX, a pris un retard considérable¹. Le besoin d'accéder aux vaccins est particulièrement urgent dans les pays où le nombre de cas s'est accéléré récemment ou demeure très élevé (graphique 3).

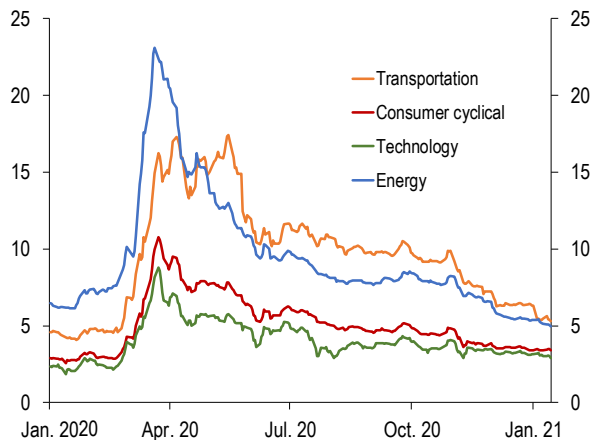
Pas de crise financière mondiale à ce stade : attention à ne pas en créer une !

Un accès retardé à l'ensemble des solutions sanitaires pourrait se traduire par une reprise mondiale incomplète et mettre en péril le système financier mondial. Les pays émergents ont représenté environ 65 % de la croissance mondiale (40 % à peu près en excluant la Chine) au cours de la période 2017–19 : le moindre retard dans la lutte contre la pandémie dans ces pays peut être de mauvais augure pour l'économie mondiale. L'interruption des chaînes d'approvisionnement pourrait nuire à la rentabilité des entreprises, même dans les régions où la pandémie est maîtrisée. Et parce que la croissance est un ingrédient indispensable à la stabilité financière, une reprise inégale et partielle risque de mettre en péril la santé du système financier.

Les pays émergents ont des besoins de financement considérables. La plupart des pays émergents et préémergents vont probablement encore afficher des déficits budgétaires élevés en 2021, bien que moindres qu'en 2020. Dans le scénario de base des PEM où les conditions financières demeurent favorables, le marché restera une source essentielle de financement, comme il l'a été ces derniers mois (graphique 4). La reprise des flux d'investissements de portefeuille est primordiale pour la stabilité de nombre de pays émergents (graphique 5) et le maintien de l'accès au marché est

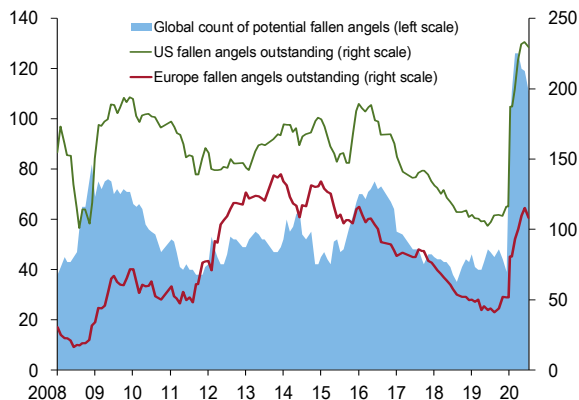
¹ COVAX est le pilier vaccins de l'Accélérateur d'accès aux outils COVID-19, partenariat entre l'Organisation mondiale de la santé, la Commission européenne et la France. Il est chargé de mettre au point et de fournir un accès innovant et équitable aux vaccins contre la COVID-19 à tous les pays participants. Il a été lancé en avril 2020 en réponse à la pandémie et vise à assurer la disponibilité de 2 milliards de doses d'ici la fin de 2021.

Figure 7. US High-Yield Spreads
(Percent)



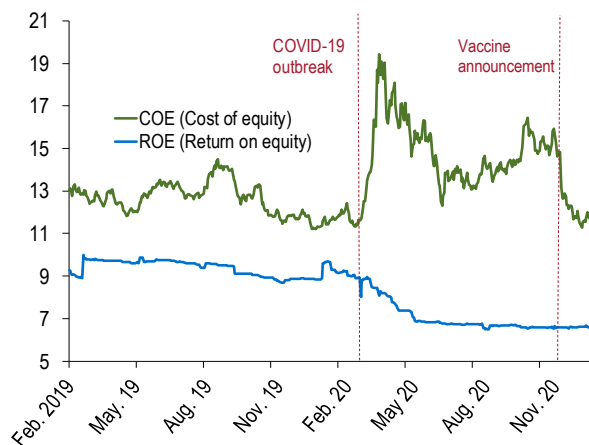
Sources: S&P Global; and IMF staff calculations.

Figure 8. Evolution of Potential “Fallen Angels”
(Count, left scale; US billions, right scale)



Sources: ICE BAML; S&P Global; and IMF staff calculations.
Note: See text for definition of “fallen angel” companies.

Figure 9. European Bank Performance Metrics
(Percent)

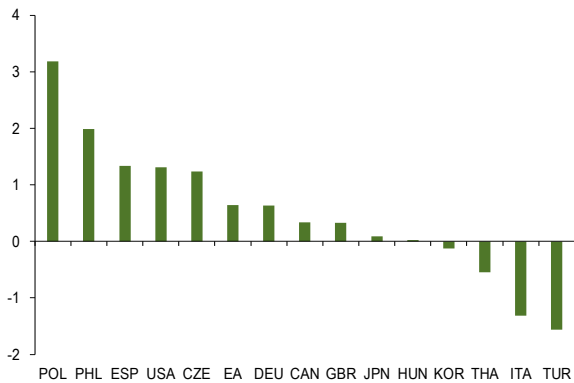


Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: 2022 consensus EPS forecasts are used for the market-implied cost of equity, with consensus expectations used for ROE.

fondamental. Une reprise inégale de l'économie mondiale, en raison de solutions sanitaires et vaccinales différées, peut poser un défi colossal aux pays émergents et préémergents. Pour un certain nombre de pays dont la marge de manœuvre budgétaire est déjà limitée et en particulier pour ceux d'entre eux où l'accès aux marchés de capitaux n'est pas totalement rétabli, la perspective d'une hausse des taux d'intérêt dans les pays avancés à mesure que les banques centrales vont se rapprocher d'une normalisation de leur politique monétaire pourrait compromettre le refinancement de leurs besoins élevés de financement extérieur (graphique 6).

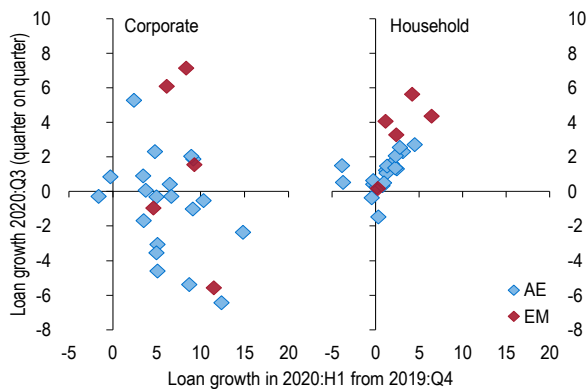
Si les problèmes de solvabilité ont été limités jusqu'à présent, des risques demeurent dans le secteur des entreprises non financières. Grâce au soutien inédit des pouvoirs publics, les écarts de taux se sont presque entièrement résorbés, même dans le secteur des entreprises de catégorie spéculative, bien que des différences sectorielles persistent (graphique 7). Les taux de défaut de paiement des grandes entreprises sont restés très inférieurs aux pics précédents et les faillites parmi les entreprises de plus petite taille sont restées peu nombreuses ou ont même diminué dans un certain nombre de cas. Toutefois, des difficultés persistent. Par exemple, le nombre « d'anges déchus » potentiels (entreprises avec une note BBB- et des perspectives négatives) a triplé dans le monde depuis le début de la pandémie, et dans certains pays (Union européenne et États-Unis, notamment), le risque de nouvelles révisions à la baisse des notations est élevé (graphique 8). En Chine, les défauts de paiement d'entreprises publiques au cours du dernier trimestre 2020 semblent indiquer que la lutte contre les vulnérabilités financières reste une priorité. En définitive, la santé du secteur des entreprises à l'échelle mondiale dépendra fondamentalement de l'évolution de la pandémie et de l'ampleur et de la durée du soutien des pouvoirs publics. Si les investisseurs venaient à réévaluer les perspectives de croissance économique et d'action sur les plans monétaire et budgétaire, les tensions sur les liquidités et le risque de les voir se transformer en insolvabilités pourraient refaire surface.

Figure 10. Bank Lending Standards, Nonfinancial Firms
(Standard deviations from mean; higher is tighter; Q3 2020)



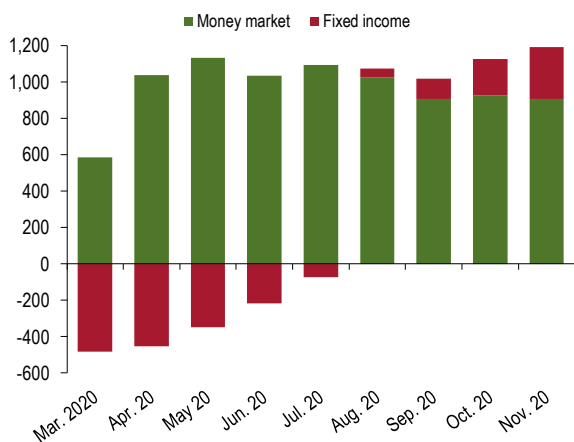
Sources: CEIC; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

Figure 11. Bank Loan Growth
(Percent)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.
Note: AE = advanced economy; EM = emerging market.

Figure 12. Flows into Global Investment Funds
(Billions of US dollars, cumulative since March 2020)



Source: Morningstar.

L'endettement des ménages pourrait augmenter sous l'effet des conditions financières accommodantes.

Jusqu'à présent, les tensions dans les secteurs des ménages ont été atténuées par les vastes programmes publics de soutien et de secours, ainsi que par la baisse des taux d'intérêt, qui a réduit le service de la dette. Mais les ménages plus pauvres et marginalisés ont été nettement plus touchés que les autres. Il semble donc que les vulnérabilités soient inégalement réparties parmi un certain nombre de ménages et que les tensions financières puissent s'accroître si les pouvoirs publics retirent leur soutien trop tôt ou si la reprise économique est incomplète.

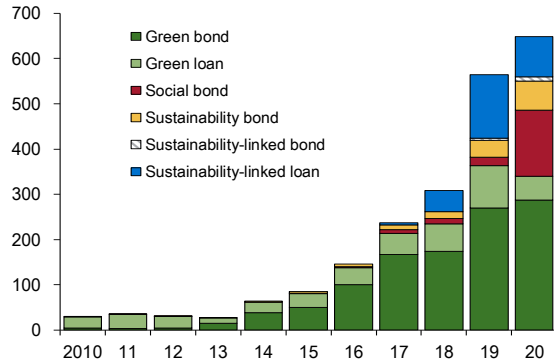
Les banques n'ont pas fait partie du problème jusqu'à présent.

Les banques ont abordé la pandémie avec des volants élevés de fonds propres et de liquidités et ont fait preuve de résilience jusqu'à présent ; l'appui sans précédent des pouvoirs publics a contribué à maintenir le flux de crédit vers les ménages et les entreprises. Toutefois, les problèmes de rentabilité dans un contexte caractérisé par le faible niveau des taux d'intérêt remettent en question la capacité ou la volonté des banques de continuer de prêter au cours des trimestres à venir. Les banques pourraient craindre une augmentation de leur exposition au risque de crédit et de la hausse des prêts non performants lorsque les pouvoirs publics mettront fin à leurs mesures de soutien, surtout si la reprise est retardée ou incomplète. Elles pourraient également avoir des difficultés à générer des rendements supérieurs à leur coût du capital dans un contexte où les marges d'intérêt nettes ne cessent de diminuer, un phénomène observé depuis longtemps au Japon et en Europe (graphique 9). Les normes de souscription pour les entreprises non financières ont été durcies dans certains cas (graphique 10), et la croissance des prêts bancaires dans nombre de pays est restée faible ou a ralenti ces derniers mois (graphique 11).

Les flux vers les fonds d'investissement ont repris grâce au regain de confiance des marchés.

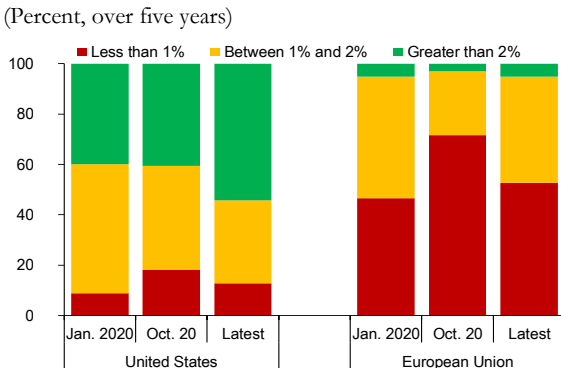
L'impératif de placer les liquidités dans un contexte de marché porteur a poussé les investisseurs à rechercher le rendement. Entre mars et novembre 2020, les fonds à revenu fixe ont enregistré

Figure 13. Global Sustainable Debt Issuance
(Billions of US dollars)



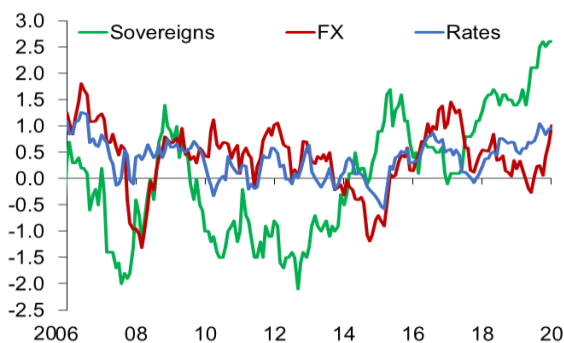
Sources: BloombergNEF; and IMF staff calculations.
Note: 2020 is partial data as of November 30.

Figure 14. Market-Implied Probability of Inflation Outcomes
(Percent, over five years)



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

Figure 15. Investor Positioning in Emerging Market Assets
(Reported investment position in excess of average in units of standard deviation)



Source: J.P. Morgan emerging markets client survey as of December 10, 2020. Note: FX = foreign exchange.

des entrées cumulées d'environ 280 milliards de dollars, dont 230 milliards de dollars depuis le début du mois de septembre (graphique 12). Toutefois, les vulnérabilités des fonds d'investissement restent préoccupantes : les valorisations excessives des actifs exposent ces fonds au risque d'une correction des prix, et les asymétries de liquidités et d'échéances restent en grande partie non résolues².

Les marchés de capitaux deviennent de plus en plus importants comme sources de financement pour lutter contre les changements climatiques et atteindre des objectifs sociaux, et peuvent jouer un rôle crucial pour une reprise plus verte. Une plus grande prise de conscience de la nécessité des dépenses sociales, probablement liée à la lutte contre la pandémie, a entraîné une très forte augmentation des émissions d'obligations sociales en 2020. Les émetteurs ont recouru davantage à la finance durable, avec un encours d'émissions de dette durable en 2020 qui devrait dépasser le record de 2019 avec plus 650 milliards de dollars (graphique 13).

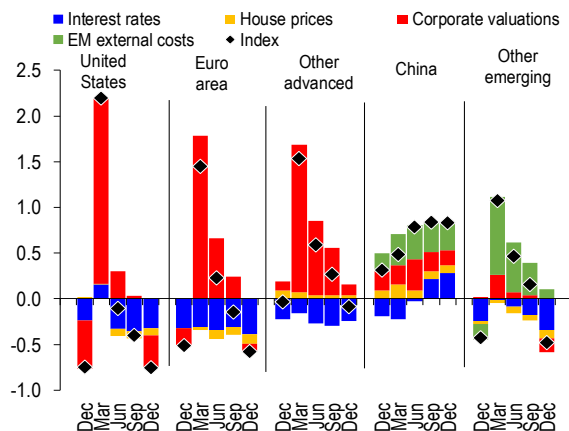
Encore une fois sur la brèche

Le soutien continu des pouvoirs publics reste indispensable jusqu'à ce qu'une reprise durable soit bien en place, pour empêcher que la crise de la pandémie ne mette en péril le système financier mondial. La communauté internationale doit œuvrer pour une coopération multilatérale dans la mise au point et la distribution équitables des vaccins à travers le monde afin d'assurer une reprise économique uniforme et complète. Les dirigeants doivent préserver les progrès accomplis jusqu'à présent et tirer parti du déploiement des vaccins pour revenir à une croissance durable. Pour tracer la voie vers une disponibilité généralisée des vaccins, il convient de maintenir une politique monétaire accommodante, d'apporter des liquidités aux ménages et aux entreprises, ainsi que de contenir les risques financiers³. Une action insuffisante des pouvoirs publics risque de mettre en danger la reprise, et le

² Voir le chapitre 1 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'octobre 2020 et [FSB holistic review](#).

³ Voir le Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'octobre 2020 pour une analyse des politiques monétaires, budgétaires et financières favorables à la reprise et des priorités des pouvoirs publics une fois la pandémie maîtrisée.

Figure 16. Financial Conditions Indices
(Standard deviations from mean)



Source: IMF staff calculations.

Note: Higher indicates tighter financial conditions. EM = emerging market. Series begins December 2019 and ends December 2020.

Note for all charts where applicable: Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

FMI et d'autres institutions multilatérales sont prêtes à fournir une aide supplémentaire si d'autres risques se matérialisaient.

Toutefois, les dirigeants doivent également être conscients des risques d'une correction des marchés si les investisseurs réévaluent brusquement les perspectives de croissance ou d'action.

Comme la reprise est encore à ses prémices et que l'inflation devrait rester modérée, la politique monétaire devrait demeurer accommodante au cours des années à venir (graphique 14). Les valorisations d'actifs semblent tendues sur plusieurs marchés. Un sentiment de complaisance se répand sur les marchés financiers : les investisseurs semblent miser sur la persistance du soutien des pouvoirs publics et une position aussi unanime des marchés augmente le risque d'une correction des prix (graphique 15). Un resserrement brutal et soudain des conditions financières par rapport aux niveaux actuellement très accommodants, en raison par exemple d'une hausse persistante des taux d'intérêt à long terme, pourrait être particulièrement néfaste en cas d'interaction entre ce resserrement et les vulnérabilités financières (graphique 16).

Les risques pour la stabilité financière sont maîtrisés pour le moment, mais des mesures s'imposent pour remédier aux vulnérabilités financières mises en évidence par la crise. Les responsables politiques font face à un arbitrage intertemporel entre le maintien du soutien à la reprise jusqu'à ce qu'une croissance durable soit bien en place et la lutte contre les vulnérabilités financières déjà manifestes avant la pandémie ou découvertes depuis son apparition. Il s'agit notamment de la hausse de la dette des entreprises, des fragilités du secteur des institutions financières non bancaires, de l'augmentation de la dette souveraine, des défis d'accès aux marchés pour un certain nombre de pays en développement et de la baisse de la rentabilité dans un certain nombre de systèmes bancaires. Face à ces vulnérabilités, il est crucial de recourir à des mesures macroprudentielles pour éviter de compromettre la croissance à moyen terme.