

# Résumé

## Redresser la barre : les marchés financiers naviguent en eaux incertaines

1. Depuis l'édition d'avril 2024 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde, l'activité économique mondiale s'est tassée et l'inflation a continué de ralentir. La plupart des principales banques centrales procédant à un assouplissement monétaire, les conditions financières sont restées accommodantes, les pays émergents ont continué à faire preuve de résilience et la volatilité des prix des actifs est restée relativement faible, en valeur nette. D'après l'indicateur de croissance à risque à horizon d'un an du FMI, les risques pour la stabilité financière à court terme restent maîtrisés aux alentours de leur 40<sup>e</sup> centile historique. Cependant, un environnement financier accommodant qui écarte les risques à court terme favorise dans le même temps l'accumulation de vulnérabilités, telles que des évaluations trop optimistes des actifs, l'augmentation de la dette privée et souveraine à l'échelle mondiale (graphique ES.1) et un recours accru à l'effet de levier par les institutions financières non bancaires (IFNB), avec pour conséquence d'accentuer les risques pesant sur la stabilité financière à l'avenir.

2. L'accroissement de ces vulnérabilités pourrait amplifier des chocs défavorables, dont la survenue est devenue plus probable en raison du niveau élevé d'incertitude économique et géopolitique créé par les conflits militaires en cours et les questions entourant les stratégies adoptées par des dirigeants récemment élus. En particulier, la déconnexion croissante entre l'incertitude et la volatilité du marché (graphique ES.2) augmente la probabilité de poussées soudaines de volatilité et de fortes réévaluations des actifs, qui pourraient être amplifiées par les vulnérabilités. Comme le montre le chapitre 1, la tourmente des marchés financiers de début août 2024, qui a vu la volatilité boursière monter en flèche au Japon et aux États-Unis (graphique ES.3) et les prix mondiaux des actifs enregistrer de fortes baisses, a donné un aperçu des réactions violentes pouvant se produire lorsque des pics de volatilité conjugués au recours à l'effet de levier par les institutions financières créent des réactions non linéaires sur les marchés et précipitent des ventes massives d'actifs.

3. De fait, le chapitre 2 montre par une approche quantitative qu'un nouvel accroissement de l'incertitude économique pourrait accentuer les aléas baissiers pour la croissance, les prix des actifs et la croissance des prêts bancaires. Par exemple, en supposant que l'incertitude entourant l'économie réelle au niveau mondial bondisse dans des proportions équivalentes à son augmentation pendant la crise financière mondiale, le chiffre pessimiste (le 10<sup>e</sup> centile) de la croissance moyenne du PIB réel mondial à horizon d'un an se dégrade de 1,2 point de pourcentage (graphique ES.4). Cet effet est encore plus prononcé lorsque les vulnérabilités macrofinancières sont plus importantes ou que la volatilité des marchés est davantage déconnectée de l'incertitude. L'incertitude peut aussi être à l'origine d'effets de contagion entre pays par le biais de liens commerciaux et financiers.

4. Ce Rapport sur la stabilité financière dans le monde examine les vulnérabilités et déséquilibres du secteur financier qui mettent la stabilité financière en péril, tout en soulignant le caractère urgent d'une action corrective des pouvoirs publics.

## Vulnérabilités et déséquilibres

5. Les niveaux élevés de la dette souveraine ainsi que sa rapide progression demeurent un problème à l'échelle mondiale, de nombreux pays ne parvenant pas à dégager les soldes primaires requis pour stabiliser la dette à long terme. Dans de nombreux pays avancés, la part croissante des émissions de titres de créance publics devra être absorbée par des acheteurs sensibles aux prix dans un contexte d'assouplissements quantitatifs menés par les banques centrales, ce qui pourrait accroître la volatilité des marchés obligataires. Les pays émergents et les pays préémergents caractérisés par la faiblesse et la dégradation de leurs amortisseurs budgétaires ont vu les écarts sur les rendements de leurs obligations souveraines et sur leurs contrats d'échange sur risque de défaillance se creuser davantage que dans d'autres pays, avec pour conséquence de compliquer le service de la dette.

6. Les pays émergents ont continué à faire preuve de résilience depuis l'édition d'avril 2024 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde. Dans la définition de leur politique monétaire, les banques centrales sont restées concentrées sur l'évolution de l'activité économique et de l'inflation dans leur pays, et elles ont eu recours à des ajustements de taux de change pour atténuer les vents contraires venus de l'étranger. La pression sur les pays émergents devrait s'estomper à court terme sous l'effet de l'assouplissement monétaire auquel devraient procéder les principaux pays avancés. À plus long terme, en revanche, les pays émergents pourraient avoir plus de difficultés à préserver la stabilité financière en raison du haut niveau d'incertitude entourant les politiques commerciales et la situation géopolitique ainsi que de la tendance à un ralentissement de la croissance en Chine, partenaire commercial stratégique pour nombre d'entre eux. Les flux d'investissements de portefeuille pourraient devenir plus volatils et l'accès aux marchés de capitaux internationaux pourrait se compliquer, en particulier pour les pays préémergents. En effet, la dernière décennie a donné lieu à une intensification des effets de contagion des taux d'intérêt depuis les pays avancés vers les pays émergents. C'est ainsi que les variations de la prime d'échéance sur les obligations américaines à 10 ans (à savoir les primes de risque que demandent les investisseurs en échange de la détention de titres de créance à long terme) sont à l'origine d'une part croissante des variations des primes d'échéance des obligations à 10 ans dans les pays émergents (graphique ES.5).

7. L'émission d'instruments de dette liés à des objectifs de développement durable à l'échelle mondiale a rebondi en 2024. Cependant, les pays émergents ne représentent que 13 % des émissions réalisées depuis le début de l'année (graphique ES.6) et les instruments libellés en monnaie nationale ne représentent qu'une petite partie des émissions dans les pays émergents. Le sous-investissement dans le financement de l'action climatique pourrait retarder les efforts en matière d'atténuation et d'adaptation, ce qui pourrait menacer la stabilité financière à l'avenir.

8. En dépit de la baisse des taux d'intérêt dans le monde, de nombreuses entreprises pourraient peiner à rembourser leur dette dans les années à venir. Bien que certaines entreprises soient parvenues à conserver des marges robustes à la faveur de la solidité de l'activité économique et de la bonne santé de leurs bilans, le nombre de défaillances enregistrées s'est inscrit en augmentation constante, car les entreprises fragiles ont été à la peine. Certaines entreprises de taille intermédiaire empruntant à des taux d'intérêt élevés sur les marchés du crédit privé sont de plus en plus sous tension et ont recours à des méthodes de paiement en nature, ce qui a pour effet de reporter les paiements d'intérêts et d'alourdir leur endettement. Par ailleurs, les restrictions appliquées aux échanges commerciaux et les événements géopolitiques sont susceptibles d'entraîner des répercussions sur les entreprises, ainsi confrontées à une augmentation des coûts de production et à une moindre capacité de paiement des intérêts. Malgré des signes de détérioration du crédit de plus en plus explicites, les obligations d'entreprises ont continué de se négocier avec des écarts de rendement étroits au regard de leurs niveaux historiques, ce qui a créé des désalignements des prix, indicateurs d'un risque accru de révision brutale du risque de crédit.

9. Bien que les risques pour la stabilité liés à l'immobilier résidentiel semblent maîtrisés dans la plupart des pays, l'immobilier commercial reste soumis à des pressions toujours intenses. Les désalignements entre les prix et les paramètres fondamentaux annoncent de nouvelles corrections sur le marché de l'immobilier commercial, en particulier dans le secteur des bureaux, en grande souffrance. Des financements pourraient être retirés, ce qui ferait baisser les prix et mettrait davantage d'institutions financières sous pression en raison d'une chaîne de réaction négative (graphique ES.7). Les banques présentant des concentrations disproportionnées dans l'immobilier commercial ainsi que des investisseurs non bancaires tels que des fonds de placement immobilier pourraient se retrouver sous tension.

10. Le secteur bancaire mondial a conservé sa résilience, grâce à d'importantes réserves de capitaux et de liquidités. Même si les ratios de créances improductives ont augmenté pour certaines formes de prêts, comme les cartes de crédit à la consommation, les crédits automobiles et l'immobilier commercial, la qualité globale des actifs ne s'est pas dégradée de façon notable. Toutefois, les marges nettes d'intérêts et la rentabilité des banques pourraient pâtir de baisses de taux d'intérêt. Les ventes massives de certaines actions de banques intervenues temporairement début août ont d'ailleurs mis en lumière certains des risques qui se profilent, en particulier pour un nombre relativement important d'institutions en difficulté, confrontées à des défis inhérents à leur modèle économique (graphique ES.8).

11. La tourmente qui a secoué les marchés début août illustre la façon dont les institutions financières non bancaires peuvent véhiculer des perturbations par le biais du système financier et amplifier les tensions, car un dénouement rapide des positions peut être à l'origine de déséquilibres de liquidité générateurs de volatilité. Avec l'essor des organismes de placement collectif investis en obligations, des fonds spéculatifs et du crédit privé, le recours à l'effet de levier dans plusieurs segments des IFNB est en augmentation. Les lacunes en matière de données, qui limitent la capacité des autorités à évaluer les vulnérabilités associées à l'utilisation de l'effet de levier par le secteur non bancaire ainsi qu'à détecter les positions massives et concentrées, constituent un obstacle majeur pour remédier à ces problèmes.

12. L'utilisation de l'intelligence artificielle (IA) dans les activités sur les marchés de capitaux pourrait stimuler encore davantage l'essor des IFNB. Le chapitre 3 montre que même si l'adoption de l'IA dans les activités de négoce et d'investissement en est encore à un stade précoce, elle pourrait s'accélérer dans les années à venir : la part des applications liées à l'IA et à l'apprentissage automatique dans les dépôts de demandes de brevets dans la gestion d'actifs a par exemple considérablement augmenté ces dernières années (graphique ES.9). Même si l'adoption de ces nouvelles technologies pourrait être une source d'efficacité et d'économies de coûts pour les banques et les IFNB, ces dernières sont généralement plus souples et soumises à moins de contraintes s'agissant de l'utilisation de l'IA. De fait, les IFNB détiennent déjà une position dominante sur plusieurs marchés d'actifs reposant sur des opérations de marché électroniques. Les fragilités du secteur financier pourraient se retrouver aggravées par une adoption généralisée de l'IA, en raison d'une volatilité potentiellement plus élevée pendant les périodes de tension, d'une plus grande opacité, des difficultés à surveiller comment et par qui l'IA est utilisée sur les marchés de capitaux, de la dépendance à l'égard d'un nombre restreint de prestataires critiques de services en IA ayant pour conséquence d'accentuer les risques opérationnels, et des risques croissants de cybermanipulation et de manipulation des cours des marchés.

## Recommandations

13. Bien que les risques pour la stabilité financière à court terme semblent modérés, le système financier présente des vulnérabilités croissantes. Les décideurs doivent agir sans délai pour limiter ces fragilités. Les banques centrales contribueraient à réduire l'incertitude en communiquant clairement sur le fait que la trajectoire de la politique monétaire ne doit pas réagir de façon excessive à un point de donnée pris isolément. Dans les pays où la croissance et la dynamique de l'inflation semblent se poursuivre, il conviendrait que les banques centrales assouplissent progressivement leur politique monétaire pour adopter une orientation plus neutre. Dans les pays confrontés à une inflation

tenace au-dessus des niveaux ciblés, les banques centrales devraient refroidir l'excès d'optimisme des investisseurs s'attendant à un assouplissement de la politique monétaire.

14. Face à une dette publique largement supérieure à ses niveaux d'avant la pandémie dans de nombreux pays, les rééquilibrages budgétaires devraient en priorité porter sur une reconstitution crédible des amortisseurs afin de maintenir les coûts de financement à un niveau raisonnable, de contribuer à ancrer les anticipations d'inflation à moyen terme et de maîtriser les risques de dégradation des notes souveraines. Les pays disposant d'un espace budgétaire plus restreint devront impérativement adopter des projets budgétaires crédibles afin d'éviter des effets de falaise dans les notations, qui pourraient entraîner des conséquences négatives sur les conditions de financement. Les emprunteurs souverains des pays préémergents et des pays à faible revenu doivent redoubler d'efforts pour maîtriser les risques liés 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.

15. Compte tenu de l'essor continu des IFNB, depuis les fonds communs de placement jusqu'aux fonds spéculatifs et aux fonds privés, les risques liés aux asymétries des échéances et à l'effet de levier soulignent la nécessité d'une posture plus active en termes de réglementation et de supervision. Il est primordial de relever les exigences de communication des données s'appliquant aux IFNB et de renforcer les mesures qui atténuent les vulnérabilités et les mécanismes d'amplification provenant des effets de levier hors secteur bancaire. L'amélioration de l'état de préparation des IFNB sur le plan des liquidités, la mise en œuvre des normes reconnues du Conseil de stabilité financière et le perfectionnement des tests de résistance applicables aux établissements non bancaires sont autant de mesures qui pourraient réduire les risques systémiques.

16. L'accumulation continue de dette et le niveau élevé de l'incertitude économique soulignent la nécessité de renforcer le cadre de politique macroprudentielle afin d'éviter des prises de risques excessives dans le secteur financier non bancaire, et de veiller à ce que les réserves de capitaux et de liquidités dans les systèmes bancaires soient suffisantes pour favoriser l'octroi de crédit à l'économie dans les périodes de tension. Les décideurs devraient durcir les outils macroprudentiels afin d'améliorer la capacité d'adaptation de l'économie face à un large éventail de chocs tout en évitant un resserrement généralisé des conditions financières.

17. Il est impératif de rester vigilants afin de détecter d'éventuelles vulnérabilités au niveau des entreprises et du secteur de l'immobilier commercial. Afin de veiller à la résilience du secteur bancaire et d'étayer leurs décisions relatives aux niveaux suffisants de fonds propres, les autorités devraient procéder à des exercices fondés sur des tests de résistance qui comportent des scénarios simulant des restrictions sur les échanges commerciaux, des événements géopolitiques et de fortes chutes des prix de l'immobilier commercial. Compte tenu du rôle de plus en plus important du crédit privé sur les marchés financiers, il est primordial de renforcer les exigences de communication des données afin d'améliorer le suivi et la gestion des risques.

18. La présence d'un certain nombre de banques fragiles dans le système financier et le risque de contagion aux institutions en bonne santé soulignent la nécessité de se tenir prêt à corriger l'instabilité financière. Il est capital de veiller à ce que les organes de supervision disposent des instruments nécessaires pour intervenir à un stade précoce et à ce que les banques soient prêtes pour accéder aux liquidités des banques centrales. Il est essentiel de poursuivre les avancées sur l'adoption et la mise en œuvre de mécanismes de redressement et de résolution pour remédier aux problèmes des banques faibles ou défailtantes sans ébranler la stabilité financière ou mettre en péril les finances publiques. Il demeure important d'appliquer les normes internationales de façon exhaustive et cohérente, et en temps voulu, pour renforcer les cadres prudents.

Le rapport intégral est disponible en anglais à l'adresse : <http://IMF.org/GFSR-October2024>.