

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

Le système financier mondial traverse des phases de transition délicates sur la voie d'une plus grande stabilité. Aux États-Unis, où la reprise s'affermi, la politique monétaire a commencé à se normaliser. Les pays émergents, dont le secteur financier s'oriente vers une croissance plus soutenable, ont entrepris de corriger les vulnérabilités macroéconomiques dans un contexte financier extérieur moins favorable. La zone euro renforce les fonds propres bancaires, à l'heure où elle surmonte la fragmentation pour se doter d'un dispositif d'intégration plus robuste.

Ces transitions sont loin d'être achevées, et les conditions de stabilité loin d'être normales. Depuis octobre, plusieurs poussées de turbulences financières laissent entrevoir les considérables ajustements qu'il reste à accomplir. Dans les pays avancés, les marchés financiers continuent de s'appuyer sur une politique monétaire exceptionnellement accommodante et sur un accès facile aux liquidités. Ils devront s'affranchir de ces soutiens pour pouvoir créer un environnement de croissance viable animé par une augmentation de l'investissement des entreprises et génératrice d'emploi.

Dans les pays avancés et dans les pays émergents, pour que la croissance prenne correctement le relais de la liquidité sur les marchés, plusieurs facteurs doivent intervenir,

dont une normalisation de la politique monétaire américaine en évitant les risques pour la stabilité financière; un rééquilibrage financier dans les pays émergents sur fond de durcissement des conditions financières extérieures; la poursuite de la transition de la fragmentation vers une solide intégration dans

la zone euro; et la bonne mise en œuvre de l'*Abenomics* pour assurer une croissance soutenue et une inflation stable au Japon.



C'est aux États-Unis que l'évolution progressive vers une économie auto-entretenu est la plus avancée. La reprise en cours donne des signes évidents de «pousses vertes», comme le signale l'édition d'avril 2014 des *Perspectives de l'économie mondiale*. La transition à l'œuvre aux États-Unis pourrait avoir des retombées sur la stabilité financière. La «recherche

du rendement» se généralise et se traduit par une montée du levier financier dans le secteur des entreprises et un relâchement des normes de souscription dans certains créneaux des marchés du crédit. Un affaiblissement de la liquidité et la forte croissance de véhicules d'investissement vulnérables au risque de rachat pourraient amplifier les chocs économiques ou financiers. Durant cette phase de transition, une politique monétaire moins accommodante aux États-Unis pourrait avoir d'importantes retombées sur les pays avancés et émergents avec l'adaptation des portefeuilles et la réévaluation des risques.

Dans cette conjoncture mondiale en mutation, les marchés émergents doivent faire face aux difficultés qui sont liées à leur propre transition et varient sensiblement d'un pays à l'autre. Depuis le début de la crise, les bilans publics et privés mettent en évidence un plus grand levier financier et, partant, sont plus sensibles aux variations des conditions intérieures et extérieures. Durant ces dernières années, les déséquilibres macroéconomiques se sont accentués dans plusieurs pays, tandis que la présence grandissante d'investisseurs étrangers sur les marchés obligataires nationaux expose certaines économies à une source supplémentaire de volatilité et des tensions relatives aux flux de capitaux.

Cette conjoncture aboutit à une «asymétrie de liquidité systémique», c'est-à-dire une discordance entre l'ampleur potentielle des sorties de capitaux et la capacité des institutions locales et des teneurs de marchés (en particulier les banques internationales) à en assurer l'intermédiation. Ce goulet d'étranglement pourrait amplifier l'impact des chocs émanant d'autres économies et propager les effets sur les prix des actifs, en particulier si les gestionnaires de patrimoine cherchent à protéger leurs positions en intervenant sur des marchés plus liquides mais entièrement distincts. Cette discordance pourrait contraindre les autorités à injecter des liquidités sur certains marchés en difficulté pour préserver le bon fonctionnement des marchés obligataires et monétaires locaux et maîtriser les effets de contagion.

S'agissant des entreprises des marchés émergents, beaucoup d'entre elles ont une marge de manœuvre suffisante pour parer à des chocs nationaux ou internationaux d'ampleur normale, encore que certaines vulnérabilités soient manifestes. Dans un scénario très défavorable où les coûts d'emprunt s'envoleraient et les bénéfices se détérioreraient gravement, la dette compromise détenue par les sociétés plus faibles et fortement endettées pourrait s'accroître de 740 milliards de dollars, pour atteindre en moyenne 35 % de la dette totale des entreprises de l'échantillon. Dans la plupart des pays émergents les volants de fonds propres et la rentabilité des banques restent élevés et devraient suffire à absorber des chocs modérés sur les entreprises non financières. Cependant, dans certains pays, les faibles niveaux de provisionnement et de capitalisation des banques pourraient poser des problèmes si les bilans des entreprises se détérioraient davantage.

En Chine, les autorités vont devoir gérer une transition sans heurts vers une plus grande discipline des marchés financiers, notamment avec la suppression des garanties implicites.

Dans ce processus, les investisseurs et les prêteurs devront assumer une partie des coûts des excès financiers du passé, et les prix du marché devront s'ajuster pour tenir compte plus fidèlement des risques. Le rythme de l'ajustement a son importance. S'il est trop rapide, il risque de provoquer des turbulences, et s'il est trop lent, les vulnérabilités pourraient continuer de s'accumuler. Par ailleurs, pour que la transition puisse être menée à bonne fin, il faudra également accroître la capacité de la banque centrale à gérer les variations imprévisibles de la demande de liquidités, mettre en place sans tarder une garantie des dépôts et la libéralisation des taux d'intérêt, et renforcer le dispositif de résolution des établissements financiers en faillite.

Dans la zone euro, les politiques mises en œuvre au niveau national et communautaire accompagnent la transition vers un cadre d'intégration plus robuste, mais il reste d'importants obstacles à surmonter. La restructuration du secteur fortement endetté des entreprises marque le pas en raison de l'assainissement inachevé des bilans bancaires. En outre, les conditions de crédit demeurent difficiles dans les pays de la zone euro en difficulté. Les marchés ont certes sensiblement amélioré leur attitude à l'égard des banques et des États de la zone euro en difficulté, mais ils n'anticipent peut-être pas entièrement l'assainissement nécessaire des bilans. Aussi les responsables européens doivent-ils procéder sans tarder à une évaluation rigoureuse et transparente de la santé du système bancaire, puis à un assainissement résolu des bilans ainsi qu'à la liquidation des établissements qui ne sont plus viables. D'autres mesures s'imposent pour améliorer le fonctionnement des circuits du crédit non bancaire et du financement en fonds propres. Il en résultera un renforcement tangible des bilans, qui sera de nature à insuffler un nouvel optimisme sur les marchés financiers.

Au Japon, le maintien d'une politique monétaire accommodante est nécessaire mais non suffisant pour redynamiser solidement l'économie. La transition vers une croissance plus forte et une diminution des risques liés à l'endettement exige des réformes structurelles persuasives. Les premières phases de l'*Abenomics* ont globalement réussi à altérer les anticipations déflationnistes, mais il faudra redoubler d'efforts pour consolider et développer ces gains en stabilité financière.

De manière plus générale, il sera sans doute difficile d'entretenir la dynamique et l'élan des réformes et des politiques avisées compte tenu des nombreuses échéances électorales fixées dans beaucoup de pays. Les risques géopolitiques liés à l'Ukraine pourraient également représenter une menace plus grave pour la stabilité financière s'ils s'intensifiaient. Les effets de débordement pourraient s'accroître et aller au-delà de l'activité des partenaires commerciaux voisins si les turbulences provoquaient une nouvelle aversion pour le risque sur les marchés financiers mondiaux, ou si les échanges et la finance connaissaient d'autres bouleversements. Au vu de cela, une action renforcée s'impose dans un cadre de coopération pour contribuer à réduire les risques de nouvelles turbulences de l'économie mondiale, à la fois en réduisant les déséquilibres extérieurs et les distorsions internes qui en découlent, et en rehaussant la confiance des marchés. En outre, un dialogue renforcé entre les instances de

supervision des pays avancés et des pays émergents devrait contribuer à prévenir les perturbations dans les liquidités et les crédits transfrontaliers.

Le chapitre 2 traite de l'évolution du paysage des investissements de portefeuille dans les pays émergents au cours des quinze dernières années. Les circuits financiers s'y sont développés et se sont mondialisés. La participation directe grandissante des investisseurs internationaux a encouragé le développement de nouveaux types d'actifs, dont les dettes souveraines en monnaie locale. La composition de ces investisseurs a, elle aussi, évolué et le rôle des fonds obligataires s'est intensifié, notamment les fonds en monnaie locale, les fonds de placement ouverts avec options de facilité de rachat et les fonds à vocation opportuniste dans les pays émergents. À partir de diverses méthodes et de données relativement inexploitées, le chapitre 2 vise à cerner les effets de ces changements sur la stabilité des flux de portefeuille et sur les prix des actifs dans les pays émergents.

Il constate que les variations dans la composition des investisseurs vont sans doute rendre les flux de portefeuille globalement plus sensibles aux chocs financiers mondiaux. La part des flux obligataires plus volatils a augmenté et la plus forte participation des investisseurs étrangers aux marchés locaux peut relayer une nouvelle instabilité. Une présence accrue des investisseurs institutionnels peut apporter une certaine stabilité, mais en présence de chocs extrêmes le retrait de ces investisseurs peut être plus brutal et plus durable. Les conditions macroéconomiques locales ont certes leur importance, mais le mimétisme persiste chez les investisseurs mondiaux, et les crises des quinze dernières années ont fait apparaître chez eux peu de signes de différenciation sur la base de fondamentaux macroéconomiques.

Cependant, les progrès réalisés jusqu'à présent par les pays émergents dans la promotion d'un vivier d'investisseurs locaux, dans le développement de leur secteur bancaire et de leurs marchés de capitaux et l'amélioration de leurs institutions ont réduit leur sensibilité aux chocs financiers mondiaux. La poursuite de ces efforts peut permettre aux pays émergents de recueillir les fruits de la mondialisation financière tout en limitant les coûts potentiels.

Le chapitre 3 examine en quoi les subventions implicites accordées aux banques dites trop importantes pour faire faillite ont évolué au cours des dernières années. La protection accordée par l'État à ces établissements est à l'origine de plusieurs problèmes : libre concurrence faussée, prise de risque excessive et coûts élevés pour le secteur public. Les créanciers des banques d'importance systémique n'assumant pas l'intégralité du coût d'une faillite, ils sont disposés à apporter leur financement sans accorder une attention suffisante au profil de risque de leur placement, ce qui a pour effet d'encourager le levier financier et la prise de risque. Durant la crise financière mondiale, les pouvoirs publics ont mobilisé des sommes colossales pour venir en aide aux banques en difficulté et préserver la stabilité du système financier, laissant ainsi planer peu de doutes sur leur volonté de sauver les banques d'importance systémique. Cela a incité d'autant plus les banques à se développer et, de fait, le secteur bancaire de beaucoup de pays est devenu de plus en plus concentré. La réaction des

gouvernants a été de lancer d'ambitieux plans de réformes financières pour rendre le système financier plus sûr, notamment en s'attaquant au problème des banques trop importantes.

Le chapitre 3 cherche à savoir si ces politiques suffiront à atténuer la problématique des banques trop importantes. À cette fin, il étudie en particulier l'évolution des avantages de coûts de financement accordés aux banques d'importance systémique. La conviction que l'État apportera son soutien en cas de difficulté représente une subvention implicite. Les subventions ont connu une augmentation généralisée durant la crise. Elles ont certes depuis reculé dans la plupart des pays, mais elles demeurent élevées, notamment dans la zone euro, ce qui s'explique sans doute par le rythme différent d'assainissement des bilans ainsi que par les différences dans la riposte des gouvernements aux problèmes du secteur bancaire. Globalement, cependant, les probabilités de sauvetage éventuel des banques d'importance systémique restent élevées dans toutes les régions.

Toutes les mesures n'ont certes pas été mises en œuvre, mais les réformes peuvent être renforcées. On citera des exigences plus rigoureuses de fonds propres réglementaires des banques d'importance systémique ou l'imposition d'une contribution de stabilité financière calculée à partir de la taille des engagements bancaires. Des progrès s'imposent également dans la supervision et la résolution des établissements financiers transfrontaliers. Dans ces domaines, un travail soutenu de coordination internationale s'impose pour éviter d'autres distorsions et prévenir les effets de contagion internationaux qui pourraient s'être intensifiés du fait de l'adoption de réformes particulières à chaque pays.