

# **RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE (GFSR) – AVRIL 2014**

## **Marchés : la croissance prend le relais de la liquidité**

### **CHAPITRE 2 : EN QUOI L'ÉVOLUTION DES INVESTISSEURS ET LE DÉVELOPPEMENT DES CIRCUITS FINANCIERS INFLUENT-ILS SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS?**

#### **Synthèse**

Le paysage des investissements de portefeuille dans les pays émergents a considérablement évolué au cours des quinze dernières années. Les circuits financiers se sont développés et se sont mondialisés. De nouveaux types d'actifs ont gagné en ampleur, dont les dettes souveraines en monnaie locale avec une participation directe grandissante d'investisseurs internationaux. La composition de ces investisseurs a elle aussi évolué. 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 exclusivement opportuniste dans les pays émergents.

Ce chapitre 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 à partir de diverses méthodes et de données relativement inexploitées. Nous examinons la sensibilité des flux liés à divers types d'investisseurs internationaux pour apprécier si la nouvelle composition des investisseurs avait rendu les flux de portefeuille plus ou moins sensibles aux chocs financiers mondiaux. Nous examinons en outre le rôle du mimétisme des investisseurs et des fondamentaux macroéconomiques nationaux. Nous analysons enfin en quoi la solidité des systèmes financiers locaux agit sur la sensibilité des prix des actifs locaux aux chocs financiers mondiaux.

Nous constatons que la structure des investisseurs et des systèmes financiers locaux joue un rôle important. Le nouveau profil des investisseurs mondiaux de portefeuille rendra sans doute les flux de portefeuille globalement plus sensibles aux conditions financières mondiales. 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, généralement plus stables en conjoncture normale, est jugée salutaire, mais le retrait de ces investisseurs peut être plus brutal et plus durable en présence de chocs extrêmes. Les conditions macroéconomiques locales ont certes leur importance, mais le mimétisme persiste chez les investisseurs et les fonds mondiaux, et les crises des quinze dernières années font apparaître chez eux peu de signes de différenciation sur la base de fondamentaux macroéconomiques. Cependant, le renforcement des systèmes financiers des marchés émergents réduit la sensibilité des prix de leurs actifs aux chocs financiers mondiaux.

Nos résultats esquissent des options permettant aux marchés émergents de recueillir les fruits de la mondialisation financière tout en limitant les coûts potentiels. Les gouvernements peuvent promouvoir une plus grande participation des investisseurs locaux, un développement plus poussé des secteurs bancaires et financiers et la mise en place de meilleures institutions. Les initiatives en faveur du développement des marchés obligataires en monnaie locale sont bénéfiques, mais l'ampleur de la participation des investisseurs étrangers aux marchés locaux doit être surveillée et considérée dans la perspective des politiques de développement du système financier dans son ensemble. Il est essentiel de connaître l'univers des investisseurs et leurs

caractéristiques pour pouvoir évaluer les risques de retrait de capitaux et élaborer les politiques macroprudentielles pertinentes.

### CHAPITRE 3 : QUELLE EST L'AMPLEUR DE LA SUBVENTION IMPLICITE EN FAVEUR DES BANQUES DITES TROP IMPORTANTES POUR FAIRE FAILLITE?

#### **Synthèse**

La protection accordée par l'État aux banques dites trop importantes pour faire faillite 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'assument pas l'intégralité du coût d'une faillite, aussi sont-ils 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. Autrement dit, les banques d'importance systémique jouissent d'un avantage par rapport aux autres établissements et peuvent se consacrer à des activités plus risquées, d'où une aggravation du risque systémique. Les ressources budgétaires nécessaires au sauvetage de ces banques d'importance systémique sont souvent considérables.

Le problème des banques trop importantes s'est vraisemblablement intensifié depuis la crise financière. Lorsque la crise a éclaté en 2007, et notamment après les turbulences financières qui ont suivi l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008, 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 doute sur leur volonté de sauver les banques d'importance systémique. Cela a incité d'autant plus les banques à se développer et, compte tenu par ailleurs de l'appui ponctuel des pouvoirs publics aux fusions, le secteur bancaire de beaucoup de pays est devenu de plus en plus concentré.

La réaction des gouvernements a été de lancer d'ambitieux plans de réformes financières. Ils ont ainsi augmenté les fonds propres réglementaires et renforcé la supervision des banques d'importance systémique mondiale afin de réduire la probabilité et le coût des faillites et de la contagion. Les gouvernements s'emploient aussi à améliorer les dispositifs de résolution nationaux et internationaux applicables aux établissements financiers importants et complexes. Plusieurs pays ont adopté des mesures structurelles pour limiter certaines activités bancaires.

Le chapitre cherche à savoir en quoi ces politiques pourraient atténuer la problématique des banques trop importantes en étudiant 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 mais elles ont depuis reculé dans la plupart des pays, à mesure que les banques assainissaient leur bilan et que les réformes financières progressaient. Cela étant, les subventions demeurent plus importantes dans la zone euro qu'aux États-Unis, ce qui s'explique sans doute par le rythme différent d'assainissement des bilans ainsi que par les différences dans la réponse des gouvernements aux problèmes du secteur bancaire. Globalement, cependant, les probabilités de sauvetage éventuel des banques d'importance systémique demeurent élevées dans toutes les régions.

Les gouvernements n'ont pas mis en oeuvre toutes les mesures annoncées et ils devraient renforcer celles qui ont déjà été engagées. On citera notamment le renforcement des 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 différentes dans chaque pays.