

Études économiques et financières

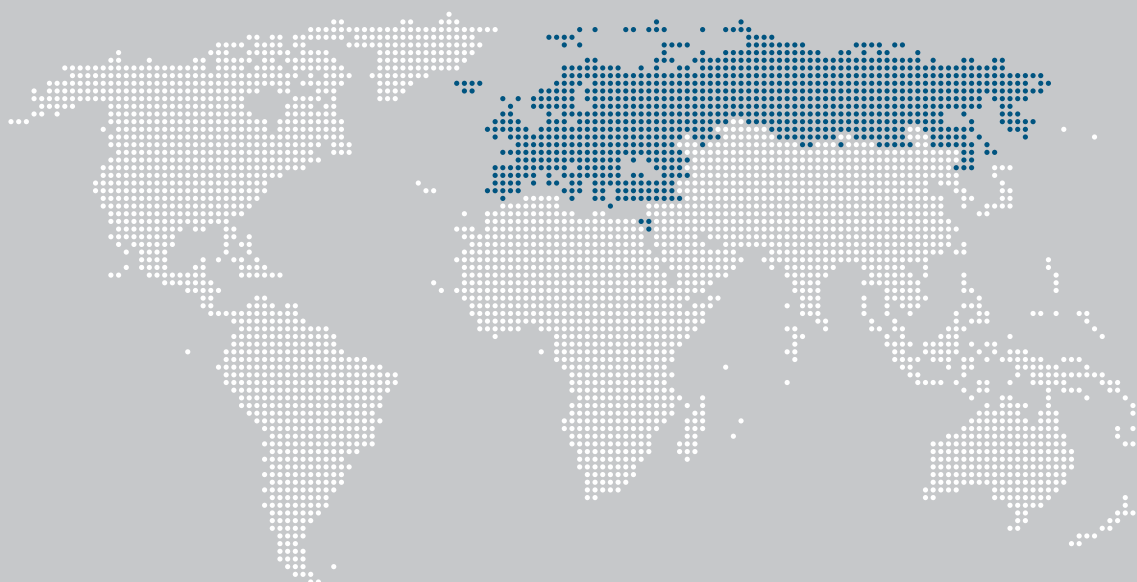
Perspectives économiques régionales

**Europe**

**Renforcer les systèmes financiers**

.....

**NOV 07**



# Études économiques et financières

## Perspectives économiques régionales

Europe

Renforcer les systèmes financiers



NOV 07

©2007 International Monetary Fund

### **Cataloging-in-Publication Data**

Perspectives économiques régionales : Europe — [Washington, D.C.] :  
Fonds monétaire international, 2007.  
p. cm. — (Études économiques et financières)

“Renforcer les systèmes financiers”

French translation of: Regional Economic Outlook: Europe  
Nov. 07

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-698-4

1. Economic forecasting — Europe. 2. Europe — Economic conditions — 1945– 3.  
Europe — Economic conditions — Statistics. I. International Monetary Fund. II. Series  
(World economic and financial surveys) III. Title.  
HC240 .R44514 2007

Prix : 31 dollars EU  
(26 dollars EU pour les enseignants  
et les étudiants de l'enseignement supérieur)

Les commandes doivent être adressées à :  
International Monetary Fund, Publication Services  
700 19th Street, N.W., Washington, DC 20431, U.S.A.  
Téléphone : (202) 623-7430 Télécopie : (202) 623-7201  
Messagerie électronique : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)  
Internet : [www.imf.org](http://www.imf.org)

# Table des matières

<b>Avant-propos</b>	vii
<b>Résumé analytique</b>	ix
<b>I<sup>e</sup> PARTIE</b>	1
Perspectives : entre turbulences financières et croissance soutenue	3
La bonne tenue des indicateurs économiques fondamentaux devrait permettre de surmonter les perturbations financières	3
Un resserrement prolongé du crédit accentuerait le risque de ralentissement	7
Les pouvoirs publics sont confrontés à des facteurs d'incertitude inattendus	9
Les réformes sont indispensables pour soutenir la croissance	10
<b>II<sup>e</sup> PARTIE</b>	21
Analyse : renforcer les systèmes financiers	23
1. Réglage des systèmes financiers dans les pays avancés	27
Aperçu général	27
Évolution des systèmes financiers	28
L'importance de la qualité du système financier	32
Recueillir les fruits de l'innovation sans risques excessifs	33
2. Gérer la financiarisation rapide des pays émergents d'Europe	41
Le rôle de la finance dans la convergence	42
Conduire vite en toute sécurité	45
Se préparer à négocier le prochain virage	52
3. Poursuivre le développement financier dans les pays émergents d'Europe	57
Où en est le développement financier?	57
Quels sont les facteurs clés?	59
Que faire pour que ces progrès continuent?	60
<b>Bibliographie</b>	69
<b>Tableaux</b>	
1. Pays d'Europe — Croissance réelle du PIB et inflation selon l'IPC, 2006–08	4
2. Pays d'Europe — Solde extérieur courant et solde budgétaire, 2006–08	12
3. Indice de liberté économique — Position par rapport au reste du monde, 2005	18
4. Crédit aux ménages et aux entreprises non financières, 2000–06	44
5. Engagements des banques dans les pays émergents, 2006	50

## Graphiques

1. Europe et reste du monde — Croissance du PIB réel, 2001–08	3
2. Convergence en Europe et dans le reste du monde, 2001–06	5
3. Zone euro — Taux interbancaires moyens, 25 juillet 2007–3 octobre 2007	5
4. Variation des cours des actions du secteur bancaire, 25 juillet 2007–3 octobre 2007	7
5. Indices boursiers quotidiens, janvier 2005–octobre 2007	8
6. Écarts d'intérêt sur les emprunts souverains, 25 juillet 2007–1 <sup>er</sup> octobre 2007	8
7. Indicateurs de confiance UE-27, janvier 2005–septembre 2007	8
8. Europe et groupes de pays européens — Solde des administrations publiques, 2003–08	11
9. Pays émergents d'Europe — Conditions monétaires, 2000–06	13
10. Pays émergents d'Europe — Expansion du crédit, 1999–2006	13
11. Europe et groupes de pays européens — Solde courant/PIB, 2003–08	14
12. Dette extérieure, 2006	14
13. Crédit bancaire au secteur privé en Europe, 1995–06	23
14. Innovation financière en Europe, juin 1995–juin 2007	23
15. Intégration financière en Europe, 1995–06	24
16. Indice financier par sous-indices, 1995 et 2004	28
17. Écarts de taux, 1995 et 2004	29
18. Avoirs des institutions financières non bancaires, 1995 et 2006	29
19. Volume des transactions boursières, 1995 et 2005	29
20. Encours des titres de dette intérieure émis par les sociétés non financières, 1995 et 2006	29
21. Convergence en Europe, 2000–06	42
22. Soldes des comptes courants et niveaux de revenu en Europe, 2006	42
23. Convergence avec et sans afflux de capitaux	43
24. Avoirs et engagements extérieurs par rapport au PIB, 2005	44
25. Crédit aux corporations non financières, 2000–06	45
26. Crédit aux ménages, 2000–06	46
27. Productivité, flexibilité et le compte courant	46
28. Rythme d'augmentation du crédit et des prix immobiliers, 2002–06	47
29. Part des prêts en devises dans le total des prêts, 2006	50
30. Effet de la confiance sur le prix relatif des biens non échangeables	50
31. Part des actifs détenus par des banques étrangères, 2000 et 2005	50
32. Les deux stades de la convergence	52
33. Changement de composition de la production	52
34. Rigidité du marché du travail et rythme d'expansion du crédit	54
35. Crédit bancaire au secteur privé et revenu par habitant, 2006	57
36. Encours des titres d'emprunt, 2006	58
37. Volume des transactions et capitalisation des marchés d'actions, 2006	58
38. Taille des investisseurs institutionnels, 2006	60
39. Crédit bancaire et qualité des institutions	60
40. Indice de la qualité des institutions, 2006	61
41. Indice des droits des prêteurs et emprunteurs, 2006	61
42. Indice de l'information sur le crédit, 2006	61
43. Gouvernement d'entreprise (respect des principes de l'OCDE), 2004	61

44. Réforme bancaire et indice de libéralisation des taux d'intérêt, 2006	64
45. Indice du pouvoir de réglementation et de surveillance, 2003	64

### **Encadrés**

1. Pourquoi l'Europe a-t-elle été touchée par l'effondrement du marché hypothécaire à risque aux États-Unis?	6
2. L'intégration économique de l'Europe	15
3. Les prêts fondés sur les relations prêteurs–emprunteurs gardent leur pertinence dans un système financier en évolution	31
4. L'intermédiation financière à l'œuvre au Danemark	34
5. Modernisation d'un système financier : le cas de l'Italie	36
6. Excès de vitesse financier en Lettonie	48
7. Financiarisation rapide : les leçons du Portugal	53
8. Marchés boursiers nationaux ou marché régional : les conséquences pour les pays émergents d'Europe	63
9. Développer le marché des titres publics	65
10. Qualité des institutions, gouvernement d'entreprise et développement financier : le cas de l'Ukraine	67



## Avant-propos

Ce numéro des *Perspectives économiques régionales : Europe* est le premier d'une nouvelle publication périodique du Département Europe du Fonds monétaire international. Le prochain numéro paraîtra en 2008 dans le sillage de l'édition d'avril des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Chaque numéro des *Perspectives économiques régionales : Europe* comportera une partie consacrée à l'évolution de la situation économique et une partie analytique abordant un ou plusieurs thèmes particuliers. La première partie a pour objet de compléter les informations présentées dans les *Perspectives de l'économie mondiale* en exposant les faits qui intéressent plus particulièrement l'Europe et leurs retombées pour l'action publique. Cette fois-ci, nous nous pencherons sur les conséquences des perturbations financières récentes et sur les réformes nécessaires pour soutenir la croissance à moyen terme. Dans la partie analytique, notre attention se tournera vers le secteur financier et nous verrons ce qui pourrait être fait pour renforcer davantage les systèmes financiers dans l'ensemble des pays d'Europe, émergents ou avancés.

La rédaction de ce rapport sur les perspectives économiques européennes a été coordonnée par la Division des études régionales du Département Europe du FMI. Elle repose principalement sur les contributions des services de ce département, et elle a également bénéficié de commentaires et suggestions émanant du Département des marchés monétaires et de capitaux et du Département des études du FMI. Les principaux auteurs de la présente édition sont Rudolfs Bems, Philip Schellekens, Man-Keung Tang, Athanasios Vamvakidis et Edda Zoli. Ils ont travaillé sous la conduite de Luc Everaert et avec le concours de Pavel Lukyantsau, assistant de recherche, Dominique Raelison-Rajaobelina, assistante d'administration, et Thomas Walter, assistant de rédaction. Marina Primorac, du Département des relations extérieures, a supervisé la production du document. La traduction française a été assurée par Yannick Chevalier-Delanoue, Eugenio Maseda et Thierry Lopinot, et la production du document par Martine Rossignol-Winner.

Les avis exprimés dans ce rapport sont ceux des services du FMI et ne sauraient donc en aucun cas être attribués aux administrateurs ni aux autorités des pays qu'ils représentent.



Michael Deppler  
Directeur, Département Europe





# Résumé analytique

## Perspectives : entre turbulences financières et croissance soutenue

Une situation foncièrement saine devrait permettre à l'économie européenne de supporter sans trop de mal les turbulences financières actuelles. Si la situation se calme, les retombées sur la croissance resteront sans doute maîtrisables. Conjuguées à la vigueur de l'économie mondiale, des politiques macroéconomiques généralement bien orientées et une intégration économique et commerciale de plus en plus poussée ont favorisé le dynamisme de l'activité régionale en Europe, où les dividendes de la croissance dans les pays avancés et les bienfaits de la convergence dans les pays émergents sont on ne peut plus évidents. Les prévisions laissent néanmoins entrevoir un tassement du rythme de croissance dans presque tous les pays de la région en 2008.

Le resserrement du marché du crédit est l'un des principaux risques qui pourraient assombrir ces perspectives, surtout pour les pays avancés. Si le système financier a dans l'ensemble continué de fonctionner normalement, les marchés de l'argent et du crédit, en revanche, restent tendus. Avec des opérateurs directement exposés aux risques et des marchés monétaires interconnectés, les turbulences financières se sont rapidement propagées aux pays avancés d'Europe. L'absence d'information sur les risques et la difficile évaluation des actifs ont engendré un sentiment de méfiance sur les marchés monétaires, et les banques qui avaient besoin de gros volumes de fonds à court terme pour financer des actifs à long terme se sont alors trouvées en difficulté. Si elle se prolongeait, la contraction du crédit pourrait avoir des retombées négatives pour l'économie réelle.

Malgré une assez grande vulnérabilité vis-à-vis de l'extérieur, les pays émergents d'Europe ont été jusqu'à présent largement épargnés par les turbulences financières, étant donné leur recours limité au marché interbancaire et aux produits financiers complexes. Ils n'en ont pas moins vu leurs risques augmenter, en particulier ceux qui s'endettent auprès des banques étrangères pour financer d'importants déséquilibres courants. Après la période d'exubérance que viennent de connaître les marchés financiers, les perturbations actuelles pourraient donc annoncer une correction salutaire, avec une remise à niveau des primes de risque par rapport aux paramètres fondamentaux, un renforcement de la discipline financière et une réduction des déséquilibres extérieurs dans les pays émergents.

Le facteur d'incertitude inattendu que représente la déstabilisation des marchés du crédit a compliqué la tâche des pouvoirs publics qui doivent maintenant piloter l'économie de manière à entretenir la croissance tout en évitant la surchauffe, en particulier dans les pays avancés. Jusqu'à présent, les banques centrales ont dans l'ensemble réussi à maîtriser la situation, mais elles doivent rester prêtes à fournir des liquidités au marché afin de prévenir les risques systémiques. Dans la zone euro et dans plusieurs autres pays avancés, les autorités se sont abstenues à juste titre d'utiliser le levier de la politique monétaire compte tenu des risques de dégradation que les perturbations financières font peser sur la conjoncture. Pour la période à venir, le scénario de référence prévoit une dissipation graduelle de ces risques qui pourrait rendre nécessaire, à terme, un nouveau durcissement. Il va de soi que si ces risques se matérialisaient et que le ralentissement de l'activité avait tendance à se prolonger, il faudrait alors revoir ce diagnostic. Dans les pays émergents, les tensions inflationnistes et les facteurs de vulnérabilité extérieure obligeront à intégrer de nouvelles hausses des

taux d'intérêt dans le scénario de référence. Et s'il s'avère que les instruments de la politique monétaire sont inopérants ou indisponibles, c'est à la politique budgétaire qu'il faudra alors s'en remettre pour opérer le resserrement. Quoi qu'il en soit, le secteur bancaire devra impérativement faire l'objet d'une surveillance étroite dans tous les pays émergents d'Europe.

Les événements récents ont souligné la nécessité de réformer le secteur financier. Ils ont montré que les dispositifs de contrôle prudentiel publics et privés n'ont pas suivi le rythme de l'innovation financière et qu'il faudra donc les améliorer dans l'avenir. De plus, la tendance des nouveaux produits financiers à exploiter les failles de ces dispositifs pose un problème dont il faudra s'occuper. Comme il est expliqué ci-après dans la partie analytique, l'innovation financière a été et restera d'un précieux secours pour améliorer les performances à moyen terme, aussi doit-elle être encouragée. Cela dit, il y a lieu de procéder à un examen objectif des dispositions prudentielles, des garde-fous en place sur les marchés financiers et des mécanismes de résolution des crises, dans le but d'en améliorer globalement l'efficacité.

Au-delà des perturbations du moment, l'Europe devra relever plusieurs défis majeurs si elle veut être en mesure de conserver un rythme de croissance relativement soutenu. Pour contenir la pression que le vieillissement de la population exerce sur les budgets, il faudra redonner des objectifs plus ambitieux à la maîtrise des finances publiques, en mettant l'accent sur la réduction des dépenses. Cela sera également le cas pour plusieurs pays avancés, car les déficits restent trop importants pour permettre un ajustement sans heurt en cas de fléchissement de l'activité. Dans les pays européens émergents, un rééquilibrage plus énergique des finances publiques est souhaitable pour atténuer les pressions de la demande qu'engendre la convergence et prévenir les risques liés à l'endettement rapide du secteur privé. Mais l'assainissement budgétaire doit aussi aller de pair avec des réformes structurelles propres à renforcer l'offre et à favoriser la convergence promise des niveaux de revenu, notamment par le biais d'une intégration économique et financière plus poussée.

### **Analyse : renforcer les systèmes financiers**

Que ce soit en termes d'innovation, d'expansion ou d'intégration, la rapidité des évolutions observées a profondément modifié le paysage financier de l'Europe, où particuliers et entreprises se voient désormais proposer une gamme sans cesse plus vaste d'options de financement et d'investissement. La convergence rapide des niveaux de revenu dont bénéficient de nombreux pays émergents de la région est une retombée positive particulièrement évidente de ces évolutions. Mais la dynamique de l'innovation et de l'intégration financières engendre aussi des risques, car en cas de choc — on vient de s'en apercevoir avec les turbulences — la contagion peut s'étendre rapidement par-delà les frontières. Alors que faire?

Malgré les perturbations actuelles, les pays avancés ont encore beaucoup à gagner, en termes d'efficacité, d'une plus grande diversification de leurs activités financières (1<sup>re</sup> partie, chapitre 1). Des systèmes financiers diversifiés et soumis à la concurrence sont mieux à même de répartir les risques et de canaliser les ressources vers les secteurs à fort potentiel de croissance. Les pays qui sont le mieux parvenus à exploiter la complémentarité entre banques et marchés en matière de financement s'en trouvent aujourd'hui globalement avantagés. Dans la plupart des pays, de nouvelles réformes sont encore nécessaires pour laisser la concurrence s'exercer librement entre les diverses formes d'intermédiation et tirer parti de leurs effets de synergie.

Mais les événements récents montrent que l'innovation financière peut aussi accroître les risques lorsque les contrôles prudentiels en place ne sont pas parfaits. Avec le recul, pourtant, on voit bien que toutes les formes classiques d'intermédiation sont passées un jour ou l'autre par les mêmes épreuves et qu'elles s'en sont bien sorties : personne, aujourd'hui, ne songerait à remettre en cause leurs bienfaits. Face aux turbulences actuelles, les acteurs du marché et les autorités devront donc mettre au point les garde-fous nécessaires pour que ces effets bénéfiques puissent à nouveau se concrétiser sans prise de risque excessive. Dans cette optique, il faudra perfectionner les modèles d'évaluation des risques, améliorer la gestion des risques de marché et de liquidité, faire preuve d'une plus grande vigilance dans les vérifications requises et renforcer la transparence quant à l'origine des prêts et au risque de contrepartie.

Pour les pays émergents, la tâche essentielle consistera pendant ce temps à gérer avec efficacité la financiarisation rapide de l'économie dans le contexte de la convergence (II<sup>e</sup> partie, chapitre 2). Dans de nombreux cas, l'expansion effrénée du crédit et la hausse rapide de l'endettement privé ont accentué les risques au point que l'on se demande si la situation pourra durer. Les mesures prises par les autorités n'ayant pas réussi à enrayer la mécanique, il n'en est que plus important désormais d'atténuer les facteurs de vulnérabilité et de constituer des marges de sécurité. Pour ce faire, il faut éliminer les distorsions d'ordre budgétaire et autres qui pèsent sur le crédit bancaire, renforcer la mise en œuvre des contrôles prudentiels et des mesures de surveillance, et encourager une meilleure information sur les risques, qui doivent être mieux compris. Dans les pays où la convergence s'est accompagnée de larges déséquilibres extérieurs, le principal enjeu, à moyen terme, sera de parvenir à redresser la situation en évitant un ajustement douloureux. Il faudra pour cela que les ressources puissent s'orienter librement vers les investissements productifs, en particulier dans le secteur des biens échangeables, ce qui signifie que les pays devront renforcer leur système financier et permettre un fonctionnement plus souple des marchés du travail et des capitaux.

Vu leurs progrès récents, tous les pays émergents d'Europe ont beaucoup à gagner, en termes d'efficacité, de diversification des risques et de résilience face aux fluctuations éventuelles des flux de capitaux extérieurs, à poursuivre le développement de leur système financier (II<sup>e</sup> partie, chapitre 3). Pour les pays membres de l'Union européenne, le processus d'intégration fournit une occasion unique d'accélérer ce développement, à un moment où les besoins de l'harmonisation, la pression de la concurrence et les risques liés à la supervision rendent encore plus urgente la nécessité de relancer les réformes à grande échelle. Quant aux pays émergents non membres de l'Union européenne, ils devraient avant tout s'attacher à renforcer les conditions indispensables au développement du secteur financier : une inflation faible et stable, des institutions de qualité et la primauté du droit. Un marché de la dette publique qui fonctionne bien, des règles solides en matière de gouvernement d'entreprise et de protection des créanciers, et un environnement propice à l'émergence d'investisseurs institutionnels seraient également des atouts non négligeables.



# **I<sup>e</sup> PARTIE**

**Perspectives :  
entre turbulences financières  
et croissance soutenue**



# Perspectives : entre turbulences financières et croissance soutenue

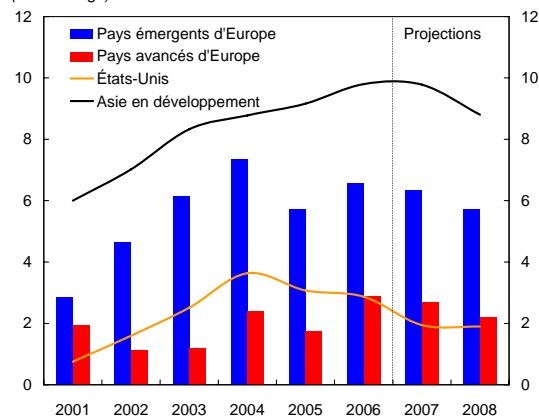
*Une situation foncièrement saine devrait permettre à l'économie européenne de supporter sans trop de mal les turbulences financières actuelles. Si la situation se calme, les retombées sur la croissance resteront sans doute limitées. Les pays émergents d'Europe ont été jusqu'à présent largement épargnés par les perturbations sur les marchés financiers. Les prévisions laissent néanmoins entrevoir un tassement de l'activité presque partout en Europe en 2008. En outre, l'incertitude et les risques qui pèsent sur la conjoncture se sont accentués, et un resserrement prolongé du crédit pourrait obliger à revoir en baisse les prévisions de croissance du scénario de référence. Dans l'immédiat, la priorité pour les autorités consiste donc à rétablir la confiance dans les principaux marchés financiers, soutenir l'activité réelle et maintenir l'inflation à un faible niveau. De manière plus fondamentale, toutefois, il reste nécessaire de réduire les facteurs de vulnérabilité et de soutenir la croissance à moyen terme, ce qui suppose de nouveaux efforts pour faire progresser l'assainissement des finances publiques, l'intégration économique et les réformes structurelles.*

## La bonne tenue des indicateurs économiques fondamentaux devrait permettre de surmonter les perturbations financières

L'économie est restée dynamique en 2007, avec un taux de croissance dans la zone euro qui devrait être supérieur à celui des États-Unis et, dans les pays émergents d'Europe les plus performants, des résultats que seuls les pays en développement d'Asie

Note : le principal auteur de ce chapitre est Athanasios Vamvakidis.

**Graphique 1. Europe et reste du monde —  
Croissance du PIB réel, 2001–08**  
(Pourcentage)



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.

parviennent à dépasser (tableau 1 et graphique 1)<sup>1</sup>. L'ensemble de l'Europe se distingue du reste du monde par le rythme beaucoup plus rapide de la convergence depuis quelques années (graphique 2). La croissance a été particulièrement vigoureuse dans les pays baltes ainsi que dans plusieurs pays d'Europe centrale membres de l'Union européenne (UE) et dans les pays producteurs de pétrole, Russie et Norvège en tête. Une forte demande intérieure — alimentée en particulier par l'investissement, notamment dans le secteur du bâtiment — et un environnement extérieur favorable ont conjugué leurs effets pour entraîner la croissance de l'Europe ces dernières années. Dans les pays avancés de l'Union européenne, la modération des salaires et les

<sup>1</sup>Dans la suite de ce chapitre, le groupe des pays européens émergents se compose des pays suivants : Albanie, Bélarus, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, ex-République yougoslave de Macédoine, Malte, Moldova, Monténégro, Pologne, République slovaque, République tchèque, Roumanie, Russie, Serbie, Slovénie, Turquie et Ukraine. Tous les autres pays européens font partie du groupe des pays avancés.



**Tableau 1. Pays d'Europe — Croissance réelle du PIB et inflation selon l'IPC, 2006–08**

	Croissance du PIB réel			Inflation selon l'IPC		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
<b>Europe<sup>1</sup></b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>
Pays avancés d'Europe <sup>1</sup>	2,9	2,7	2,2	2,2	2,0	2,0
Pays émergents d'Europe <sup>1,2</sup>	6,6	6,3	5,7	7,2	6,8	6,0
Union européenne <sup>1</sup>	3,2	3,0	2,5	2,3	2,3	2,3
Zone euro	2,8	2,5	2,1	2,2	2,0	2,0
Allemagne	2,9	2,4	2,0	1,8	2,1	1,8
Autriche	3,3	3,3	2,5	1,7	1,9	1,9
Belgique	3,0	2,6	1,9	2,3	1,8	1,8
Espagne	3,9	3,7	2,7	3,6	2,5	2,8
Finlande	5,0	4,3	3,0	1,3	1,5	1,8
France	2,0	1,9	2,0	1,9	1,6	1,8
Grèce	4,3	3,9	3,6	3,3	3,0	3,2
Irlande	5,7	4,6	3,0	2,7	2,5	2,1
Italie	1,9	1,7	1,3	2,2	1,9	1,9
Luxembourg	6,2	5,4	4,2	2,7	2,2	2,2
Pays-Bas	3,0	2,6	2,5	1,7	2,0	2,2
Portugal	1,3	1,8	1,8	3,0	2,5	2,4
Slovénie	5,7	5,4	3,8	2,5	3,2	3,1
Autres pays avancés de l'UE						
Danemark	3,5	1,9	1,5	1,9	1,9	2,0
Royaume-Uni	2,8	3,1	2,3	2,3	2,4	2,0
Suède	4,2	3,6	2,8	1,5	1,9	2,0
Nouveaux membres de l'UE <sup>1</sup>	6,4	6,1	5,2	3,2	3,9	4,0
Bulgarie	6,1	6,0	5,9	7,3	8,2	7,9
Chypre	3,8	3,8	3,7	2,5	2,0	2,4
Hongrie	3,9	2,1	2,7	3,9	7,6	4,5
Malte	3,3	3,2	2,6	2,6	0,6	2,0
Pologne	6,1	6,6	5,3	1,0	2,2	2,7
Roumanie	7,7	6,3	6,0	6,6	4,3	4,8
République slovaque	8,3	8,8	7,3	4,4	2,4	2,0
République tchèque	6,4	5,6	4,6	2,5	2,9	4,4
Estonie	11,2	8,0	6,0	4,4	6,0	7,0
Lettonie	11,9	10,5	6,2	6,5	9,0	8,9
Lituanie	7,5	8,0	6,5	3,8	5,2	4,6
Pays avancés non membres de l'UE						
Islande	2,6	2,1	-0,1	6,8	4,8	3,3
Israël	5,2	5,1	3,8	2,1	0,5	2,5
Norvège	2,8	3,5	3,8	2,3	0,8	2,5
Suisse	3,2	2,4	1,6	1,0	1,0	1,0
Autres pays émergents						
Albanie	5,0	6,0	6,0	2,4	2,5	3,3
Biélorus	9,9	7,8	6,4	7,0	8,1	10,0
Bosnie-Herzégovine	6,0	5,8	6,5	7,5	2,5	1,9
Croatie	4,8	5,6	4,7	3,2	2,3	2,8
Macédoine, ex-Rép. yougoslave de	3,0	5,0	5,0	3,2	2,0	3,0
Moldova	4,0	5,0	5,0	12,7	11,2	8,9
Russie	6,7	7,0	6,5	9,7	8,1	7,5
Serbie	5,7	6,0	5,0	12,7	6,4	8,8
Turquie	6,1	5,0	5,3	9,6	8,2	4,6
Ukraine	7,1	6,7	5,4	9,0	11,5	10,8

 Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

<sup>1</sup>Moyenne pondérée par le PIB PPA.

<sup>2</sup>Le Monténégro ne fait pas encore partie de la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

réformes du marché du travail ont favorisé la création d'emploi et le recul du chômage, tout en stimulant le taux d'activité. L'inflation reste maîtrisée et devrait globalement se situer aux alentours de l'objectif de 2 % que se sont fixé la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre, malgré la hausse imputable aux prix de l'énergie et des produits alimentaires en septembre (tableau 1). Dans la plupart des pays émergents, en revanche, en particulier ceux qui ont un régime de change fixe, l'inflation se maintient largement au-dessus de ce niveau, signe dans certains cas d'une situation de surchauffe.

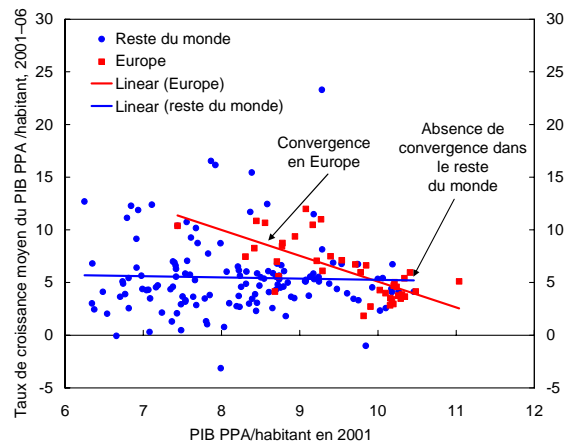
Les perturbations financières récentes ont assombri les perspectives économiques à court terme. Alors que la croissance semblait devoir se tasser légèrement, les prévisions laissent maintenant entrevoir un ralentissement plus prononcé dans la plupart des pays en 2008, ainsi qu'il est indiqué dans l'édition d'octobre 2007 des *Perspectives de l'économie mondiale*. La croissance moins vigoureuse aux États-Unis et les retombées des perturbations financières devraient avoir pour effet de freiner temporairement l'activité dans les pays européens avancés. D'après les prévisions pour l'Europe émergente, l'impact direct de ces évolutions sera très modéré, mais le ralentissement devrait marquer le début d'une correction graduelle des déséquilibres extérieurs et atténuer la situation de surchauffe que connaissent plusieurs économies de ce groupe. Le scénario de référence laisse entrevoir un retour progressif à la normale des marchés financiers et des conditions de liquidité dans les mois à venir.

Du fait de l'exposition directe des opérateurs au marché américain du crédit hypothécaire à risque et de l'interconnexion des marchés monétaires, les turbulences financières se sont rapidement propagées aux pays avancés d'Europe (encadré 1). Plusieurs banques européennes ont été touchées soit directement au travers de leurs actifs, soit indirectement par le biais de véhicules d'investissement structuré hors bilan (appelées SIV ou *conduits* en anglais), dont la particularité était de disposer de lignes de crédit préventives auprès des banques et de se financer à court terme en émettant des billets de trésorerie. Lorsque la crise a éclaté,

l'absence d'information sur les risques en jeu et la difficulté d'évaluer les actifs donnés en garantie des emprunts ont déclenché une méfiance générale sur les marchés de l'argent, et la pénurie de liquidités qui en a découlé s'est traduite par une forte volatilité des taux interbancaires (graphique 3). De plus, les problèmes de liquidité ont été aggravés par le fait que les investisseurs qui avaient acheté des billets de trésorerie adossés à des actifs (BTAA) ont tous voulu s'en défaire au même moment pour récupérer leur mise, ce qui a obligé les banques à financer elles-mêmes directement les actifs sous-jacents.

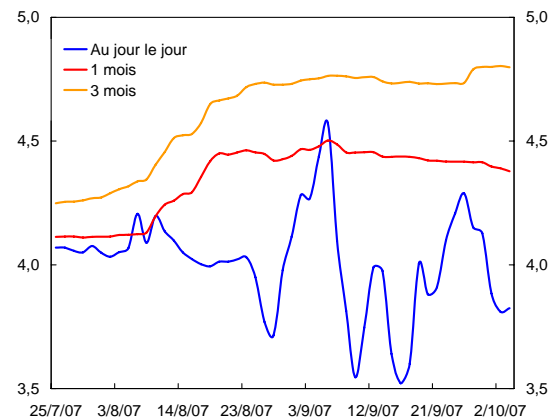
Dans les pays avancés, les marchés de l'argent et de crédit ne sont pas encore tout à fait revenus à la normale, mais pour les établissements financiers,

**Graphique 2. Convergence en Europe et dans le reste du monde, 2001-06**



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. PPA : parité de pouvoir d'achat.

**Graphique 3. Zone euro — Taux interbancaires moyens, 25 juillet 2007-3 octobre 2007 (Pourcentage)**



Source : Datastream.

### Encadré 1. Pourquoi l'Europe a-t-elle été touchée par l'effondrement du marché hypothécaire à risque aux États-Unis?

Les perturbations qui ont secoué récemment les marchés financiers sont sans précédent à plusieurs égards. Contrairement aux autres crises économiques régionales ou mondiales survenues ces dernières décennies, elles sont nées dans des pays avancés et ont ébranlé les marchés financiers de ces pays — en particulier en Europe — beaucoup plus que ceux des autres pays, y compris les pays émergents qui sont pourtant considérés habituellement plus vulnérables. C'était la première fois que les produits financiers structurés ainsi que les instruments et dérivés de crédit qui leur sont liés négociés à l'échelle mondiale étaient soumis à un véritable test. Sous l'effet du choc, les marchés monétaires interbancaires de plusieurs pays, normalement très liquides, se sont retrouvés à court de liquidités.

Le choc trouve son origine dans la réévaluation du risque attaché aux prêts hypothécaires à surprime aux États-Unis et dans ce qu'elle implique pour la valorisation des dérivés complexes dans le monde entier<sup>1</sup>. Plusieurs banques européennes exposées sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque ont commencé à déclarer de fortes hausses de leurs provisions pour créances irrécouvrables au premier semestre 2007. Les préoccupations qui se sont exprimées en juillet et début août quant à la qualité du crédit sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque se sont ensuite reportées sur les billets de trésorerie adossés à des actifs (BTAA), qui servaient à financer les obligations structurées adossées à des emprunts, et c'est ainsi que les établissements financiers ont commencé à se délester des produits titrisés qu'ils détenaient.

Plusieurs grandes banques européennes se sont retrouvées exposées au choc, soit directement en tant que détentrices de BTAA, soit indirectement par le biais de SIV et de structures de placement détenant des actifs comparables qui disposaient de lignes de crédit ouvertes auprès des banques<sup>2</sup>. Les transactions ont brutalement cessé sur le marché des BTAA, forçant les banques à intervenir en apportant des financements, ce qui a provoqué une pénurie de liquidités sur le marché monétaire mondial par le biais du marché interbancaire. Cela a fait craindre que les SIV soient obligées de faire encore appel aux banques auprès desquelles elles avaient des lignes de crédit ouvertes et, dans certains cas, de vendre des actifs sur un marché en déclin. Certains segments du marché monétaire et du marché des swaps ont en fait fermé, les transactions étant refusées en raison de l'incertitude entourant les prix.

L'incertitude quant au volume et à l'étendue des pertes a amplifié le choc. Un grand nombre de SIV qui investissaient dans des titres du marché hypothécaire à risque s'en étaient remises aux agences de notation pour évaluer le risque attaché aux actifs à long terme sous-jacents, tout en se finançant à court terme au moyen de BTAA. Les investisseurs en BTAA, peu disposés à prendre des risques et dont la plupart étaient des fonds du marché monétaire, ont commencé à s'inquiéter des incertitudes entourant leur exposition éventuelle aux retombées de l'effondrement du marché hypothécaire à risque, ce qui a asséché le marché des BTAA. Les banques étant tenues de fournir des liquidités à leurs SIV et soupçonneuses quant à l'exposition de leurs concurrents aux SIV détenant des BTAA, la confiance s'est effondrée et on a assisté à une pénurie de liquidités sur le marché monétaire interbancaire et dans le système financier. De plus, les banques qui sont exposées à de futures faillites de SIV investissant en BTAA ont commencé à constituer des encaisses de précaution, ce qui a réduit encore la liquidité du marché. La rétention de liquidités ainsi que l'attentisme des investisseurs et des banques, qui se sont rués sur les titres de qualité, ont touché d'autres classes d'actifs, tels que ceux qui sont liés aux rachats d'entreprises par endettement (désignés par le sigle LBO en anglais), qui sont aussi tributaires des banques pour leur financement.

En Europe, le problème a été exacerbé par le fait que de nombreuses SIV européennes étaient financées en dollars EU. Les banques américaines rechignant à fournir des liquidités aux emprunteurs européens dont le profil de risque était incertain, la pénurie de financement en dollars a débordé sur le marché monétaire européen. La situation a été encore aggravée par le fait que de nombreuses sociétés financières avaient beaucoup recours au marché des échanges de devises, sur lequel les transactions ont pour pivot le dollar.

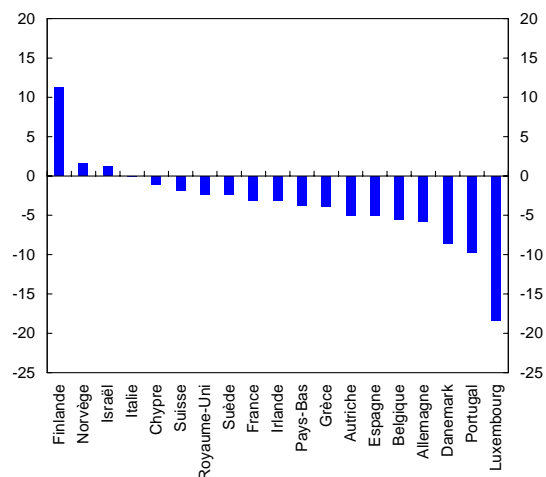
<sup>1</sup>L'édition d'octobre 2007 du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* (FMI, 2007a) examine en détail l'évolution des perturbations financières ainsi que leurs répercussions pour l'action des pouvoirs publics.

<sup>2</sup>Les BTAA (ou *conduits* en anglais) sont en général garantis par des lignes de crédit consenties par les banques. Environ 90 % d'entre elles ont accès à des lignes de crédit bancaires pour 100 % de leurs actifs.

les conséquences de la crise ont été jusqu'ici maîtrisées. Sur le marché des actions, les valeurs du secteur bancaire donnent à penser que toutes les incertitudes ne sont pas levées (graphique 4). Deux banques allemandes directement exposées aux pertes sur les prêts immobiliers à risque ont dû être renflouées, tandis qu'au Royaume-Uni, le cinquième spécialiste du crédit hypothécaire, qui avait largement recours au marché monétaire pour se refinancer, s'est trouvé brusquement confronté à des demandes massives de retrait qui ont déclenché l'intervention des autorités. Dans d'autres pays européens, certains établissements bancaires et de crédit immobilier ont également été secoués par la crise, mais jusqu'à présent les banques de dépôt qui disposent de réseaux d'agences étendus et de portefeuilles diversifiés n'ont pas été trop touchées. Quelques grandes banques européennes ont enregistré des pertes, mais pour des montants qui, bien qu'impressionnants dans l'absolu, n'en restent pas moins relativement limités pour le moment au regard de leur bilan.

On remarquera que les pays émergents d'Europe, malgré une certaine fragilité liée à l'expansion rapide du crédit et, parfois aussi, à un fort endettement extérieur, ont jusqu'à présent assez bien résisté aux turbulences venant des marchés financiers. Outre la perspective d'une croissance encore vigoureuse, il semble que plusieurs facteurs aient joué jusqu'ici un rôle protecteur. Tout d'abord, ces dernières années, la forte demande de crédit émanant d'emprunteurs de qualité a limité la nécessité pour les investisseurs de placer leur argent sur des actifs plus risqués, et il n'y a donc eu pratiquement aucune exposition directe aux BTAA. De fait, les opérateurs ont beaucoup moins eu recours aux produits financiers complexes que dans les pays avancés, les marchés interbancaires sont moins développés et, dans certains pays, le taux de change a joué un rôle plus important dans la transmission de la politique monétaire. Les conditions se sont d'abord nettement tendues sur le marché monétaire de quelques pays, et les

**Graphique 4. Variation des cours des actions du secteur bancaire, 25 juillet 2007–3 octobre 2007 (Pourcentage)**



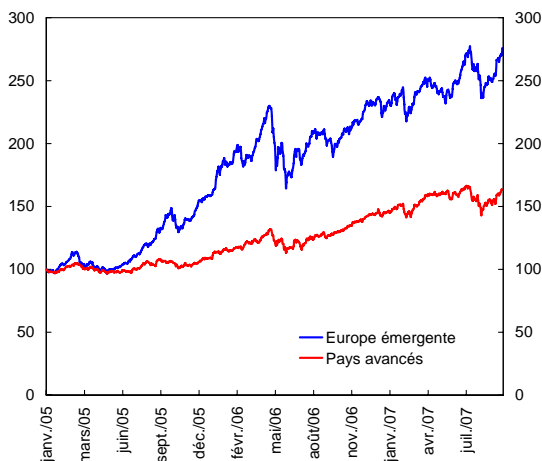
Source : Datastream.

monnaies flottantes ont été soumises à des pressions, notamment en Turquie, en Hongrie et en Roumanie, mais ces tensions se sont vite dissipées, sauf en Russie où les difficultés de quelques banques de taille moyenne pour se procurer des liquidités ont persisté pendant un certain temps, et en Roumanie où le taux de change est resté sous pression. Jusqu'à présent, les pays à régime de change fixe ont moins souffert de la situation que ceux à régime flottant. Dans un premier temps, les marchés boursiers se sont nettement repliés dans plusieurs autres pays, en particulier en Turquie et en Pologne, mais ils se sont redressés depuis (graphique 5). Cependant, les écarts d'intérêt sur les emprunts extérieurs se sont élargis dans la plupart des pays émergents, notamment en Serbie, en Ukraine et en Croatie (graphique 6).

### **Un resserrement prolongé du crédit accentuerait le risque de ralentissement**

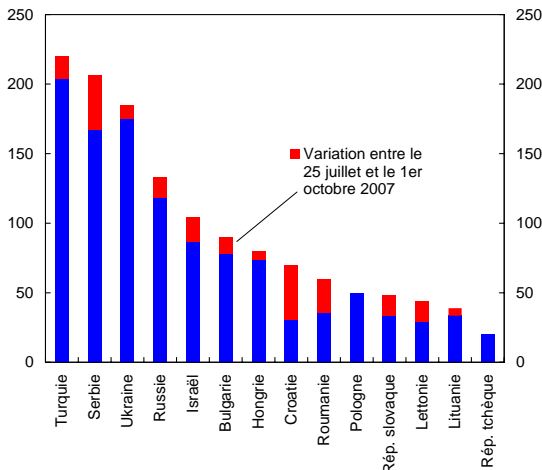
Les turbulences sur les marchés financiers ont accentué les risques de détérioration de la conjoncture. En effet, outre les éléments que l'on observe déjà depuis un certain temps, tels que la résorption désordonnée des déséquilibres mondiaux, l'évolution des prix de l'énergie et des produits de base et l'incertitude politique qui règne dans

**Graphique 5. Indices boursiers quotidiens, janvier 2005–octobre 2007**



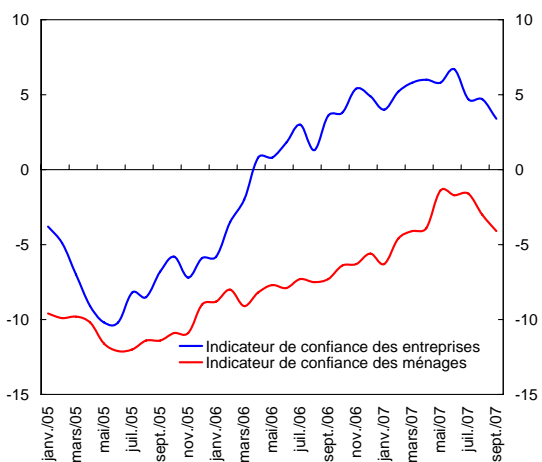
Source : Datastream.

**Graphique 6. Écarts d'intérêt sur les emprunts souverains, 25 juillet 2007–1<sup>er</sup> octobre 2007 (Points de base)**



Sources : Bloomberg L.P. et calculs des services du FMI.

**Graphique 7. Indicateurs de confiance UE-27, janvier 2005–septembre 2007**



Source : Commission européenne.

certaines parties de l'Europe émergente, une détérioration prolongée des conditions de financement pourrait entraîner un recul de la croissance européenne par rapport aux prévisions de référence. Les turbulences financières ont également amplifié le risque d'une correction brutale et déstabilisante des déséquilibres mondiaux.

Dans les pays avancés, le problème viendrait notamment des effets sur la confiance et du resserrement du crédit. Un ralentissement plus marqué de l'activité économique aux États-Unis pèserait sur les exportations, mais l'effet serait sans doute relativement modéré à moins qu'il n'aille de pair avec une réduction désordonnée des déséquilibres mondiaux et une nouvelle appréciation sensible de l'euro. Plus importante serait une détérioration durable de la confiance des entreprises et des ménages, que les turbulences financières ont considérablement entamée (graphique 7), car elle affaiblirait la demande intérieure. En ce qui concerne le durcissement du crédit, ce sont les investissements des entreprises et l'activité de construction dans le secteur immobilier qui seraient les plus touchés. Dans ce dernier cas, les pays qui ont connu la plus forte hausse des prix des logements (Belgique, Espagne, France, Irlande, Pays-Bas et Royaume-Uni) seraient évidemment les premiers concernés. Parallèlement à la baisse des rendements, l'assèchement de la demande d'actifs titrisés pourrait entraîner une accumulation de ce type de créance dans le bilan des banques et mettre à mal la situation de leurs fonds propres. Un tel scénario ouvrirait alors la voie à un resserrement durable des conditions de prêt qui mettrait un frein à la demande intérieure.

Les pays émergents quant à eux sont confrontés à une double menace : une montée générale de l'aversion pour le risque et un ralentissement de la demande extérieure. Une détérioration prolongée de la situation financière sur les marchés parvenus à maturité pourrait conduire à une réduction des crédits accordés aux marchés émergents, en particulier si les banques décidaient de réévaluer les risques encourus au travers de leurs filiales domiciliées dans les pays émergents d'Europe. Le marché hypothécaire et celui du logement seraient

les premiers à ressentir l'impact du resserrement du crédit dans la mesure où plusieurs pays européens émergents ont connu un boom du logement ces dernières années, parfois largement alimenté par l'emprunt extérieur. Dans cette hypothèse, il faudrait tout de même une hausse générale et substantielle des primes de risque pour que les pays émergents d'Europe voient le service de leur dette s'alourdir sensiblement : d'après les calculs des services du FMI, une augmentation des taux d'intérêt de 100 points de base (soit nettement plus que celle qui a eu lieu jusqu'à présent) alourdirait en moyenne le service de la dette extérieure de l'équivalent de 0,4 % du PIB. Il est vrai cependant que les pays où la dette du secteur privé (composée pour l'essentiel de prêts à taux variables) atteint des niveaux élevés, comme la Bulgarie, la Croatie, l'Estonie, la Hongrie et la Lettonie, seraient plus sérieusement touchés. Quant au ralentissement de l'activité dans les pays européens avancés, la seconde menace, il pénaliserait les exportations des pays émergents et compromettrait du même coup leurs perspectives de croissance à court terme. Si ces deux risques se matérialisaient l'un et l'autre, cela poserait sans doute des problèmes d'ajustement particuliers aux pays qui enregistrent un important déficit courant (notamment les pays baltes et plusieurs pays d'Europe du Sud-Est).

D'un autre côté, on peut considérer les turbulences financières comme le signe précurseur d'une correction salutaire, après la période d'exubérance que viennent de connaître les marchés, qui permettra de renforcer les bases de la croissance pour l'avenir. Il est vrai que les marchés d'actifs ont tendance à réagir de façon excessive, surtout lorsque l'opacité de l'information est la clé du problème, comme c'est le cas actuellement. De plus, si certains marchés sont encore sous pression, d'autres ont continué de fonctionner normalement, ce qui donne à penser que l'impact sur l'économie réelle pourrait être de courte durée. En fin de compte, les turbulences pourraient donc déclencher un processus qui aurait pour effet de ramener les primes de risque et les prix des actifs à des niveaux plus conformes à leur valeur fondamentale, de

renforcer la discipline financière et de résorber graduellement les déséquilibres extérieurs dans les pays émergents.

### **Les pouvoirs publics sont confrontés à des facteurs d'incertitude inattendus**

Les turbulences financières ont compliqué la tâche des autorités qui doivent désormais s'efforcer d'entretenir la croissance de l'économie en évitant les risques de surchauffe, en particulier dans les pays européens avancés. Dans ce contexte, la politique monétaire devra donc tout à la fois répondre aux problèmes de liquidité et prévenir l'accumulation de tensions inflationnistes. De plus, il faudra tirer les leçons de la situation actuelle pour les politiques touchant le secteur financier. Dans l'intervalle, pour plusieurs pays émergents d'Europe, les pressions inflationnistes et la vulnérabilité du secteur extérieur resteront les préoccupations premières.

Jusqu'à présent, il semble que les banques centrales aient réussi à calmer l'inquiétude sur les marchés monétaires, mais la situation reste néanmoins tendue sur certains d'entre eux. En effet, si les taux de l'argent au jour le jour ont diminué à la suite de l'intervention des banques centrales, ceux des prêts de un à trois mois mettent plus de temps à se normaliser (graphique 3). Dans la plupart des grands pays européens, la banque centrale a réagi aux perturbations financières en fournissant des liquidités au marché et en acceptant de prêter de l'argent contre des actifs plus risqués, y compris des créances hypothécaires. La BCE a procédé à des injections massives de liquidité sur le marché interbancaire à plusieurs reprises depuis début août. Après la ruée sur les dépôts à laquelle s'est trouvé confronté un établissement de crédit immobilier à la fin de septembre, la Banque d'Angleterre a annoncé la mise à disposition de fonds à plus d'un mois, sans même que la demande lui en ait été faite. Enfin, pendant le choc, la Banque de Russie a elle aussi fourni des liquidités au marché monétaire pour l'aider à retrouver plus de fluidité.

Par ailleurs, les banques centrales des pays d'Europe ont également entrepris de réévaluer



L'orientation de la politique monétaire compte tenu du resserrement du crédit et de ses conséquences probables pour la croissance et l'inflation. Ainsi, contrairement à ce qu'elle avait laissé entendre plus tôt dans l'année, la BCE a finalement décidé de ne pas relever son taux directeur début septembre. La Banque de Turquie a abaissé le sien dès le mois de septembre, estimant que les turbulences financières risquaient d'entraîner un fléchissement de la demande extérieure et intérieure. En Hongrie, des facteurs propres au pays ont conduit la banque centrale à abaisser les taux d'intérêt, tandis qu'en Norvège, en Suède et en Suisse, la vigueur de la demande intérieure et les premiers signes de saturation des capacités ont suscité la réaction inverse. De même, en Pologne et en République tchèque, les craintes engendrées par les tensions inflationnistes ont incité les banques centrales à relever les taux d'intérêt à la fin du mois d'août.

Face aux incertitudes du moment, les banques centrales devront rester prêtes à injecter des liquidités dans les circuits monétaires, si besoin est, tout en maintenant leur politique de taux axée sur l'inflation et sur l'économie réelle. En fait, les injections de liquidité devraient avoir pour objectif le bon fonctionnement des marchés monétaires, et il faudrait veiller, en cas de difficultés rencontrées par tel ou tel établissement particulier, à réduire au minimum les risques d'abus inhérents aux solutions apportées. Dans la zone euro, les autorités se sont abstenues à juste titre d'utiliser le levier de la politique monétaire, compte tenu des risques de dégradation que les perturbations financières faisaient peser sur la conjoncture. Pour la période à venir, le scénario de référence prévoit une dissipation graduelle de ces risques qui pourrait rendre nécessaire, à terme, un nouveau durcissement. Il va de soi que si ces risques se matérialisaient et que le ralentissement avait tendance à se prolonger, il faudrait alors revoir ce diagnostic. Au Royaume-Uni et dans les autres pays avancés d'Europe, la politique monétaire devra être guidée par les mêmes considérations.

S'agissant des politiques relatives au secteur financier, les événements récents montrent que les

dispositifs de contrôle prudentiel publics et privés n'ont pas suivi le rythme de l'innovation financière — problème qu'il importe de corriger pour l'avenir. Comme il est expliqué plus loin dans la partie analytique de cette édition des *Perspectives économiques régionales*, l'innovation financière est en effet un instrument précieux pour améliorer les performances à moyen terme, et c'est pour cela qu'il faut la laisser se développer et même l'encourager. Mais il est vrai que les nouveaux produits financiers ont souvent la particularité de tirer parti des failles du système prudentiel, ce qui peut poser des problèmes. Comme il est indiqué dans le *Global Financial Stability Report* (Rapport sur la stabilité financière dans le monde) d'octobre 2007, il est par conséquent nécessaire d'examiner ce système avec impartialité en réfléchissant plus particulièrement aux moyens d'améliorer la transparence et l'efficacité de la réglementation financière. De plus, l'agitation récente des marchés a attiré l'attention sur la nécessité de mettre en place des garde-fous financiers efficaces et des mécanismes d'intervention rapide pour la résolution des crises.

Dans les pays baltes et de l'Europe du Sud-Est, entretemps, les autorités devront surtout s'employer à préparer l'atterrissage en douceur de l'économie. Pour les pays à régime de change flexible, la hausse des taux d'intérêt serait un moyen d'endiguer les pressions inflationnistes. La politique budgétaire devra aussi être mise à contribution, en particulier dans les pays à taux de change fixe (par exemple, pays baltes et Bulgarie) ou à flottement étroitement limité (par exemple, Croatie). Dans l'ensemble de l'Europe émergente, il sera indispensable d'exercer une surveillance étroite sur le secteur bancaire qui connaît un gonflement rapide des bilans.

### **Les réformes sont indispensables pour soutenir la croissance**

Pour être moins vulnérable et améliorer ses perspectives de croissance à moyen terme, l'Europe doit poursuivre son effort d'ajustement budgétaire et mener une politique volontariste de réformes structurelles. Le rééquilibrage des finances publiques

a fait des progrès, récemment, mais les déficits sont encore trop importants dans de nombreux pays avancés et émergents pour permettre un ajustement sans heurt en cas de choc et assurer la viabilité budgétaire, compte tenu de la pression que le vieillissement démographique exerce sur les dépenses. De même, les réformes structurelles ont porté leurs fruits, mais, dans l'ensemble, les pays avancés d'Europe ne parviennent pas encore vraiment à réduire l'écart qui les sépare des États-Unis en termes de PIB par habitant. Pourtant, l'exemple des pays européens les plus performants montre clairement tout l'intérêt qu'il peut y avoir à mettre en œuvre des réformes de grande envergure. Par rapport aux pays avancés, les pays émergents d'Europe ont certes fait des progrès immenses, mais, vus sur une décennie, leurs résultats ne sont pas aussi bons que ceux de leurs homologues, particulièrement en Asie, et ils sont en outre plus vulnérables. Pour les pays émergents d'Europe, l'essentiel sera donc de renforcer le potentiel de croissance dans des proportions qui répondent aux attentes des investisseurs.

### La politique budgétaire doit retrouver la voie de l'ajustement

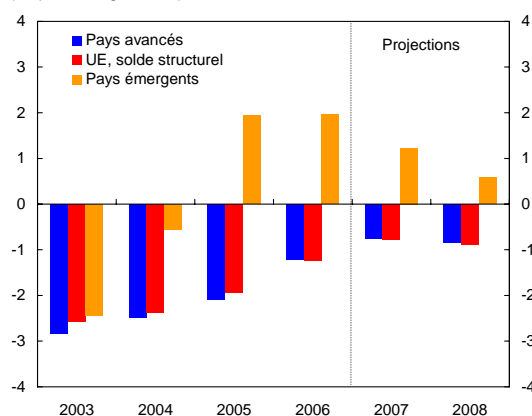
Le rééquilibrage des finances publiques, qui a progressé à un rythme raisonnable en 2004–06, devrait connaître une pause en 2007–08 (graphique 8 et tableau 2). En effet, malgré des perspectives économiques favorables, la politique budgétaire connaîtrait un relâchement dans la moitié des pays européens, tandis que l'ajustement en cours dans la plupart des autres se ralentirait. Pour l'essentiel, ces évolutions sont le reflet de politiques qui ont consisté à utiliser des recettes conjoncturelles, c'est-à-dire temporaires, pour modérer le rythme de l'ajustement ou augmenter les dépenses. C'est ainsi que l'on a vu les soldes publics se détériorer dès 2006 dans plusieurs pays (Serbie, Hongrie, République slovaque et Roumanie). Dans la zone euro, les efforts d'assainissement se sont poursuivis en 2007, mais un coup de frein est prévu pour la plupart des pays en 2008. La France et l'Italie, par exemple, ont décidé de réduire les impôts et n'envisagent plus d'intensifier leurs efforts

budgétaires pour le moment. La Norvège et la Russie sont en train de réduire les confortables excédents accumulés jusqu'ici grâce aux recettes pétrolières, annulant ainsi une partie de l'ajustement opéré précédemment. À l'autre bout du spectre, la Hongrie, qui affichait le déficit le plus important d'Europe, devrait au contraire améliorer considérablement la situation de ses finances publiques.

Il est indispensable de maintenir le cap de l'ajustement budgétaire pour plusieurs raisons :

- Pour disposer d'une plus grande marge de manœuvre en cas de baisse sensible de l'activité, ce qui semble particulièrement indiqué dans le cas de plusieurs pays avancés. Dans la zone euro, l'engagement pris sur des objectifs précis à l'horizon 2010 est opportun, mais les pays qui sont encore loin de ces objectifs doivent accélérer le rythme de l'ajustement, bien plus qu'ils ne comptent le faire à l'heure actuelle.
- Pour atténuer les pressions de la demande liées au processus de convergence dans les pays émergents d'Europe. Malgré des efforts pour durcir les conditions monétaires, celles-ci sont restées souples dans un certain nombre de ces pays, car la politique monétaire a souvent été débordée par l'afflux massif de capitaux,

**Graphique 8. Europe et groupes de pays européens — Solde des administrations publiques, 2003–08**  
(En pourcentage du PIB)



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.



Tableau 2. Pays d'Europe — Solde extérieur courant et solde budgétaire, 2006–08

	Solde courant/PIB			Solde budgétaire des administrations publiques/PIB		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
<b>Europe<sup>1</sup></b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>
Pays avancés d'Europe <sup>1</sup>	0,5	0,2	0,0	-1,2	-0,8	-0,8
Pays émergents d'Europe <sup>1,2</sup>	0,1	-1,9	-2,9	2,0	1,2	0,6
Union européenne <sup>1</sup>	-0,7	-1,0	-1,2	-1,8	-1,2	-1,2
Zone euro	0,0	-0,2	-0,4	-1,6	-0,9	-1,1
Allemagne	5,0	5,4	5,1	-1,6	-0,2	-0,5
Autriche	3,2	3,7	3,7	-1,2	-0,8	-0,6
Belgique	2,0	2,5	2,5	0,1	-0,2	-0,2
Espagne	-8,6	-9,8	-10,2	1,8	1,4	0,8
Finlande	5,2	5,0	5,0	3,7	4,3	3,8
France	-1,2	-1,6	-1,8	-2,5	-2,5	-2,7
Grèce	-9,6	-9,7	-9,6	-2,1	-2,1	-1,9
Irlande	-4,2	-4,4	-3,3	2,9	0,8	0,2
Italie	-2,4	-2,3	-2,2	-4,4	-2,1	-2,3
Luxembourg	10,6	10,5	10,3	0,1	0,4	0,4
Pays-Bas	8,6	7,4	6,7	0,7	-0,6	0,5
Portugal	-9,4	-9,2	-9,2	-3,9	-3,3	-2,4
Slovénie	-2,5	-3,4	-3,1	-0,8	-0,9	-1,1
Autres pays avancés de l'UE						
Danemark	2,4	1,3	1,3	4,7	3,9	3,8
Royaume-Uni	-3,2	-3,5	-3,6	-2,7	-2,5	-2,3
Suède	7,2	6,0	5,7	2,1	2,3	2,2
Nouveaux membres de l'UE <sup>1</sup>	-6,0	-7,2	-7,7	-3,4	-2,8	-2,4
Bulgarie	-15,8	-20,3	-19,0	3,5	3,0	2,5
Chypre	-5,9	-5,5	-5,6	-1,4	-1,0	-0,6
Hongrie	-6,5	-5,6	-5,1	-9,1	-6,2	-4,2
Malte	-6,1	-9,4	-8,2	-2,4	-2,0	-1,9
Pologne	-2,3	-3,7	-5,1	-3,9	-2,7	-2,9
Roumanie	-10,3	-13,8	-13,2	-1,7	-2,8	-2,1
République slovaque	-8,3	-5,3	-4,5	-3,4	-2,7	-2,3
République tchèque	-3,1	-3,4	-3,5	-3,4	-3,8	-3,2
Estonie	-15,5	-16,9	-15,9	3,3	3,0	2,0
Lettonie	-21,1	-25,3	-27,3	-0,4	0,8	0,6
Lituanie	-10,9	-14,0	-12,6	-1,2	-1,9	-1,0
Pays avancés non membres de l'UE						
Islande	-27,3	-11,6	-6,0	5,3	3,2	-1,3
Israël	5,6	3,7	3,2	-1,8	-3,4	-2,8
Norvège	16,4	14,6	15,1	18,0	15,2	15,9
Suisse	15,1	15,8	15,0	0,8	0,6	-0,3
Autres pays émergents						
Albanie	-5,9	-7,4	-6,5	-3,2	-3,9	-3,9
Bélarus	-4,1	-7,9	-8,1	0,5	0,5	0,5
Bosnie-Herzégovine	-11,5	-15,3	-15,0	3,0	-0,5	-0,9
Croatie	-7,8	-8,4	-8,8	-3,0	-2,6	-2,3
Macédoine, ex-Rép. yougoslave de	-0,4	-2,8	-5,9	-0,5	-1,0	-1,5
Moldova	-12,0	-8,0	-7,3	0,3	-0,5	-0,5
Russie	9,7	5,9	3,3	8,4	6,4	4,4
Serbie	-11,5	-14,7	-15,0	-1,4	-2,3	-2,1
Turquie	-7,9	-7,5	-7,0	0,2	-0,8	-0,5
Ukraine	-1,5	-3,5	-6,2	-1,4	-1,8	-2,5

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

<sup>1</sup>Moyenne pondérée. Solde des administrations publiques pondéré par le PIB PPA.

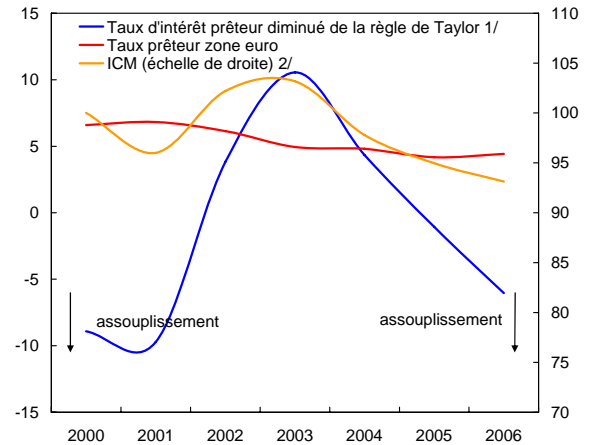
<sup>2</sup>Le Monténégro ne fait pas encore partie de la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

surtout dans les pays où sa tâche est entravée par l'existence d'un régime de change fixe (graphique 9). Dans ces conditions, le resserrement des conditions monétaires ne pouvait pas faire grand-chose pour freiner l'expansion du crédit intérieur (graphique 10). Face à l'exubérance de la demande privée, il faut une politique de restriction budgétaire qui ne peut se résumer à de simples efforts de stabilisation conjoncturelle. C'est pourquoi il y aurait également lieu d'éliminer les distorsions d'origine fiscale qui ont contribué à l'expansion fulgurante du crédit.

- Pour se prémunir contre les risques que représentent les facteurs de vulnérabilité extérieure engendrés par le secteur privé. Si, dans l'ensemble, le solde extérieur courant de l'Europe est proche de l'équilibre, cette situation masque des disparités sans précédent, en particulier des déficits importants dans les pays baltes, en Espagne, en Grèce et au Portugal ainsi que dans la plupart des pays émergents d'Europe du Sud-Est (graphique 11 et tableau 2). De plus, comme ces déséquilibres ont été financés en grande partie par des emprunts auprès de banques étrangères, la dette extérieure atteint maintenant dans plusieurs cas des niveaux beaucoup plus élevés que ceux que l'on observe dans les pays émergents des autres régions du monde (graphique 12). Étant donné le risque de chocs exogènes, que ceux-ci soient liés ou non à la situation macroéconomique fondamentale des pays, la prudence plaide donc en faveur de la constitution de marges de sécurité, le but étant que l'accroissement de l'épargne publique compense en partie l'accroissement de la désépargne privée.

- Pour affronter les problèmes de viabilité budgétaire qui se posent dans certains pays émergents (par exemple, Hongrie, Pologne et République tchèque) ainsi que la poussée des dépenses liée au vieillissement de la population dans l'ensemble de l'Europe. Étant donné le niveau déjà élevé de la pression fiscale dans la

**Graphique 9. Pays émergents d'Europe — Conditions monétaires, 2000–06**

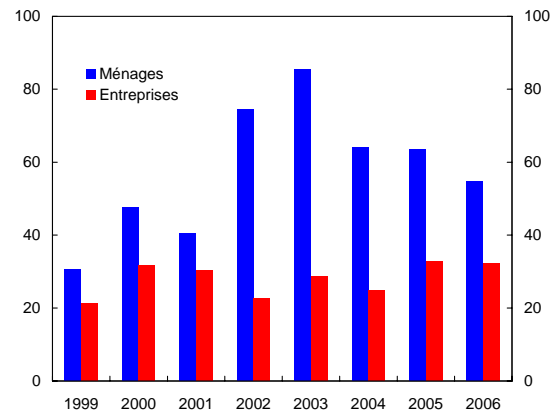


Sources : FMI, *Statistiques financières internationales*, et calculs des services du FMI.

1/ La règle de Taylor se définit comme la somme de l'écart de production, du taux d'intérêt d'équilibre (équivalent par hypothèse à la croissance potentielle estimée à l'aide du filtre de Hodrick-Prescott), de l'inflation prévue (équivalente par hypothèse à l'inflation effective des trois dernières années) et de l'écart d'inflation (équivalent par hypothèse à l'inflation effective minorée d'un objectif d'inflation, en l'occurrence l'objectif de 2 % retenu par la BCE plus 1,5 % pour les effets Balassa-Samuelson). Le graphique présente la moyenne pour tous les pays émergents d'Europe.

2/ L'indice des conditions monétaires ou ICM (base 100 en 2000) est la somme pondérée des variations des taux prêtéurs réels et des taux de change effectifs réels. Le graphique présente la moyenne pour tous les pays émergents d'Europe.

**Graphique 10. Pays émergents d'Europe — Expansion du crédit, 1999–2006 (Pourcentage)**



Source : banques centrales nationales.

plupart des pays, la réforme des dépenses publiques semble être la seule voie d'ajustement possible. Dans de nombreux pays, il faudra donc poursuivre la réforme de la sécurité sociale et de la santé, semble-t-il, pour garantir la viabilité à long terme de ces systèmes.

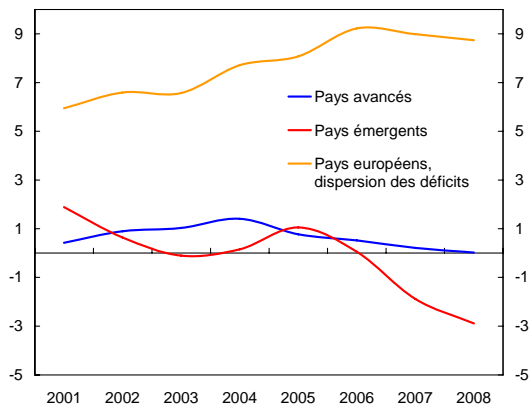
Avec des prévisions de croissance encore favorables pour les pays avancés et très prometteuses pour les pays émergents, d'après le scénario de référence, il est peu probable qu'une politique de rééquilibrage budgétaire qui laisse les stabilisateurs automatiques jouer à plein puisse assombrir les perspectives économiques à court terme. Elle se justifie en tout cas certainement au regard des possibilités d'amélioration qu'elle laisse entrevoir à moyen terme.

### Intégration économique et réforme structurelle — Vers une amélioration des performances

L'Europe a beaucoup à gagner à poursuivre son intégration économique. Même s'il est vrai, comme les turbulences récentes nous l'on rappelé, que l'intégration financière n'est pas totalement dénuée de risque, il ne fait guère de doute que le processus d'intégration économique multiforme que connaît actuellement l'Europe lui a été extrêmement profitable (encadré 2). Ce processus revêt essentiellement trois formes : l'intégration commerciale, qui fait déjà partie de l'histoire ancienne de l'Union européenne, l'intégration financière, qui s'est accélérée au cours des dix dernières années, et les migrations transfrontières de main-d'œuvre, qui tendent aussi à s'intensifier. Il est tout à fait manifeste que l'intégration économique a contribué à la hausse des niveaux de vie en Europe. Les pays émergents sont devenus les marchés les plus dynamiques de la région, contribuant dans une proportion comprise entre 0,2 et 0,4 % annuellement, selon les estimations, à la croissance des pays avancés au cours de ces dernières années. Et l'intégration financière a joué un rôle essentiel dans la convergence des niveaux de revenu des pays européens émergents (II<sup>e</sup> partie, chapitre 2). Pour la plupart de ces derniers, dont le processus d'intégration est loin d'être achevé, l'avenir s'annonce donc très prometteur sur le plan économique.

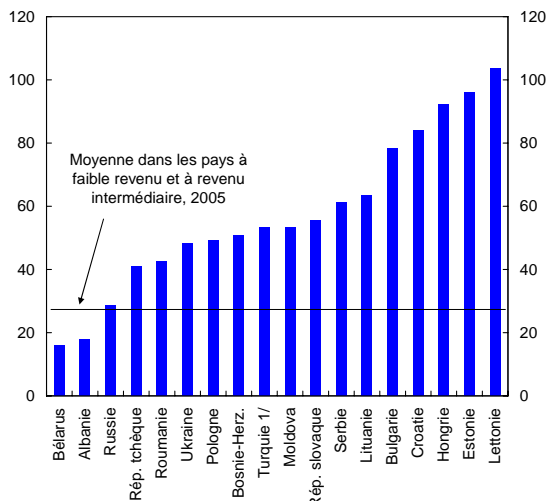
Pour tirer pleinement parti de l'intégration et devenir moins vulnérable en cas de choc, il faut que l'Europe poursuive sur la lancée des réformes structurelles, après les efforts accomplis récemment. Les rigidités structurelles demeurent en effet le talon d'Achille de l'Europe; ce sont elles qui étouffent la croissance et qui rendent l'ajustement en cas de choc si long et si difficile. En Allemagne, il a fallu pas moins de cinq années de croissance au ralenti et un gros effort de réforme avant que la reprise se confirme, et au Portugal, où le processus de convergence, mis à mal à la fin des années 90, hésite toujours à redémarrer. Les réformes

**Graphique 11. Europe et groupes de pays européens — Solde courant/PIB, 2003–08**  
(Pourcentage)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

**Graphique 12. Dette extérieure, 2006**  
(En pourcentage du PIB)



Sources : banques centrales nationales et calculs des services du FMI.  
1/ En pourcentage du PNB.

## Encadré 2. L'intégration économique de l'Europe

Même si les fondements de l'intégration économique européenne ont été mis en place par le Traité de Rome en 1957, l'effondrement du communisme et l'élargissement de l'Union européenne (UE) lui ont donné une forte impulsion, de sorte qu'elle s'étend progressivement à des pays qui ne sont pas (encore) membres de l'UE<sup>1</sup>. Déjà bien plus avancée que l'intégration régionale dans le reste du monde, l'intégration économique au sein de l'Europe s'est accélérée ces dernières années, ce qui a contribué à l'amélioration des résultats économiques. Comme expliqué ci-après, l'intégration économique de l'Europe est manifeste dans trois domaines : le commerce intra-européen, l'intégration des marchés financiers et l'intégration des marchés du travail.

### Le commerce intra-européen

Tant en volume qu'en pourcentage du PIB, les pays européens commercent davantage entre eux que ne le font les pays de tous les autres continents. En outre, les échanges commerciaux au sein de l'Europe se développent à vive allure depuis l'élargissement de l'UE en 2004, même si la progression est moins rapide qu'en Asie (premier graphique)<sup>2</sup>. L'expansion du commerce européen ne s'est pas faite au détriment des échanges avec le reste du monde, car l'économie européenne n'a cessé de s'ouvrir : le ratio exportations et importation/PIB est passé de 48 % au début des années 90 à 82 % aujourd'hui.

Pour la plupart, le commerce intra-européen s'effectue entre pays développés, mais la part des échanges avec les pays émergents d'Europe est en augmentation (tableau). Ainsi, en 2006, les pays européens avancés ont envoyé 11 % de leurs exportations à des pays émergents d'Europe, contre 8 % en 2000. En outre, depuis deux ans, leurs exportations vers ces pays se développent deux fois plus vite que leurs exportations mutuelles.

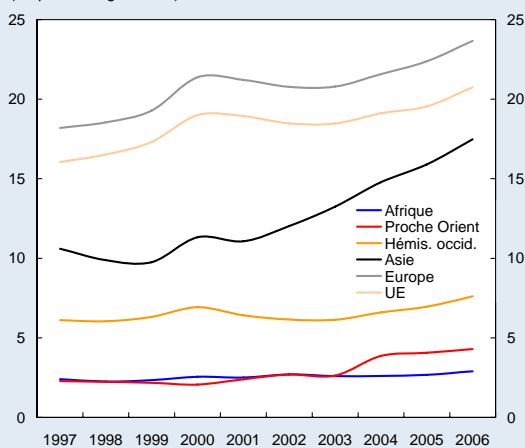
L'intégration commerciale en Europe a entraîné une accélération de la croissance économique. Les exportations à destination des pays émergents d'Europe ont contribué à raison de 0,6 % à la croissance des pays européens avancés en 2006, contre 0,1 % seulement au début de la décennie. Selon un modèle de croissance empirique qui mesure les effets de contagion entre pays, l'accélération (de 3,8 points) de la croissance dans les pays émergents d'Europe ces cinq dernières années et l'augmentation (de 3 points) de la part des importations provenant des pays européens avancés ont relevé la croissance annuelle de ces derniers

<sup>1</sup>Voir Eichengreen (2007) pour une étude détaillée de l'histoire de l'intégration économique en Europe.

<sup>2</sup>Les états des États-Unis commercent davantage entre eux que ne le font les pays européens, même au sein de l'Union européenne, mais cette comparaison n'est guère valable dans la mesure où les pays ont tendance à commercer davantage à l'intérieur de leurs frontières qu'à l'extérieur. En outre, historiquement, le libre-échange est beaucoup plus récent au sein de l'Europe qu'à l'intérieur des États-Unis et la libéralisation commerciale en dehors de l'Union européenne n'est pas encore achevée.

### Commerce intrarégional, 1997–06

(En pourcentage du PIB)



Source : FMI, Direction of Trade Statistics.

### Exportations intra-européennes, 2000–06

(En pourcentage des exportations intra-européennes totales)

	2000	2006
Pays avancés vers pays émergents	8	11
Pays avancés entre eux	81	71
Pays émergents vers Europe	11	18

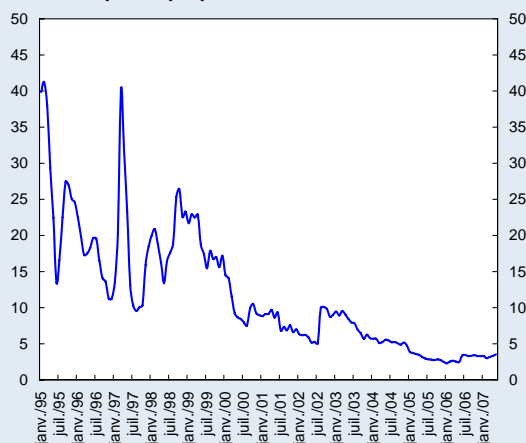
**Encadré 2 (fin)**

dans une proportion comprise entre 0,2 et 0,4 %, toutes choses restant constantes par ailleurs<sup>3</sup>. D'après les estimations contenues dans les études sur les liens entre commerce et croissance, et après neutralisation des autres facteurs de croissance habituels, il semblerait que l'augmentation du commerce intra-européen au cours de ces dix dernières années ait rehaussé de 0,3 % la croissance annuelle du PIB de l'Europe<sup>4</sup>.

**L'intégration des marchés financiers<sup>5</sup>**

L'intégration des marchés financiers européens a nettement progressé ces dernières années, en particulier dans les pays émergents, où elle a été plus rapide. Contrairement aux études réalisées jusqu'à présent, nous définissons ici l'intégration par référence aux prix plutôt qu'aux volumes. En principe, lorsqu'une région imparfaitement intégrée progresse sur la voie de l'intégration financière, on constate une convergence du coût du capital entre les pays. De fait, l'analyse empirique met nettement en évidence une tendance à la baisse de la dispersion entre pays des primes sur les capitaux propres (utilisées comme valeurs approchées du coût du capital pour les entreprises) pour l'ensemble des pays avancés et des pays émergents (second

**Dispersion entre pays des primes sur les capitaux propres**



Source : De Nicolò (2007).

graphique). En outre, ce processus est plus rapide dans les pays émergents d'Europe que dans les autres pays considérés; les pays émergents contribuent donc de façon significative à la convergence au sein de la région<sup>6</sup>.

Qui plus est, il ressort de l'analyse que l'Europe bénéficie d'un cercle vertueux, autrement dit que les progrès de l'intégration financière et l'amélioration des perspectives réelles se renforcent mutuellement. L'indice du rythme auquel s'opère l'intégration d'un pays (mesurée par l'écart entre le coût du capital pour ce pays et la moyenne pour le groupe) permet de prévoir les augmentations ultérieures des possibilités de croissance ajustées des risques (mesurées par le rapport entre les ratios prix du marché/bénéfices et leur volatilité). De la même

manière, l'amélioration des possibilités de croissance ajustées des risques permet de prévoir les progrès futurs de l'intégration financière. Il est particulièrement important de tenir compte des risques lorsque l'on considère les implications pour le niveau de vie. En effet, celui-ci a peu de chances d'être aussi élevé dans les pays dont les probabilités de croissance sont fortes mais très incertaines que dans les pays où l'arbitrage entre risques et rendements est plus favorable. De ce point de vue, il est rassurant de constater que la plupart des pays émergents de l'échantillon connaissent une amélioration, même si, pour un petit nombre d'entre eux, la croissance semble s'être renforcée au prix d'une accentuation proportionnelle du risque.

<sup>3</sup>Le modèle économétrique a été estimé dans Arora and Vamvakidis (2005).

<sup>4</sup>Ces études sont passées en revue dans Baldwin (2003).

<sup>5</sup>Section rédigée par Gianni De Nicolò, d'après De Nicolò (2007).

<sup>6</sup>Les pays considérés sont 16 pays avancés (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède et Suisse) et 13 pays émergents (Hongrie, Pologne, Roumanie, Russie, Bulgarie, Croatie, Estonie, Lettonie, Lituanie, République slovaque, République tchèque, Slovaquie et Ukraine).

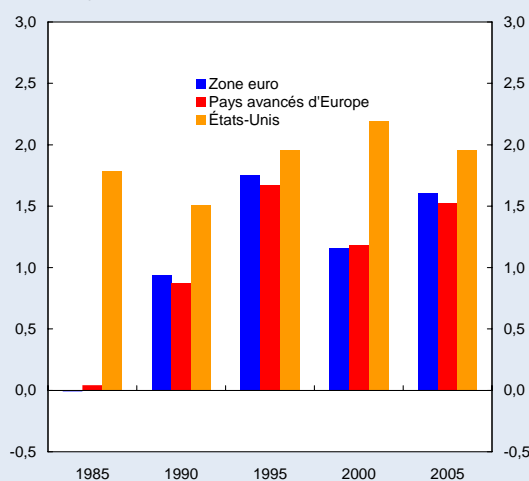
## L'intégration des marchés du travail

Les déplacements de main-d'œuvre à l'intérieur de l'Europe ont considérablement augmenté depuis le début des années 90. En pourcentage de la population, les migrations nettes vers la zone euro ont atteint 82 % des migrations nettes vers les États-Unis, alors que les proportions étaient négligeables dans les années 80 (troisième graphique)<sup>7</sup>. Bien que l'on ne dispose pas de données sur les flux migratoires bilatéraux, il semblerait, d'après certaines observations, que l'essentiel des déplacements de main-d'œuvre à l'intérieur de l'Europe se fassent des pays émergents vers les pays avancés. En outre, les vagues récentes de migrations nettes en Europe coïncident avec la libéralisation des économies d'Europe de l'Est au début des années 90 et avec le processus d'élargissement de l'UE ces dernières années. De fait, aux termes de l'article 18 du Traité de Rome, tous les citoyens de l'Union européenne ont le droit de postuler pour n'importe quel emploi dans l'Union (y compris dans la fonction publique, à l'exception des postes sensibles), même si une courte période transitoire est prévue dans certains cas pour les nouveaux États membres.

L'impact des migrations sur la croissance reste une question empirique ouverte, mais il semble que cet effet soit positif dans les pays européens avancés. D'après les calculs des services du FMI, les migrations sont à l'origine de 8 % de l'augmentation de la main-d'œuvre dans la zone euro depuis le début de la décennie, ce qui, en soi, devrait entraîner une accélération de la croissance. Le fait que le chômage diminue en même temps laisse penser que la main-d'œuvre importée ne vient pas remplacer la main-d'œuvre locale. Par conséquent, les migrations de travailleurs peuvent expliquer en partie la croissance économique rapide qu'a connue l'Europe ces dernières années, même si des études plus poussées seraient nécessaires pour mesurer précisément cet effet.

Il est plus compliqué de déterminer l'effet économique des migrations sur les pays émergents d'Europe, qui sont fournisseurs nets de main-d'œuvre. Des facteurs d'attraction et de rejet — forte demande de main-d'œuvre bon marché émanant des pays d'accueil et environnement économique difficile dans les pays d'origine — sont à l'œuvre, ce qui expliquent l'ampleur de l'émigration par rapport à la taille de la population de certains pays européens émergents. Même si ces pays bénéficient grandement des envois de fonds des travailleurs émigrés, la perte de capital humain qu'ils subissent est préoccupante pour leurs perspectives de croissance à long terme. Cependant, des réformes structurelles visant à améliorer l'environnement économique général pourraient limiter, voire inverser en partie, les vagues d'émigration.

**Solde migratoire/population, 1985–2005**  
(Pourcentage)



Source : Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*.

<sup>7</sup>Les déplacements de main-d'œuvre à l'intérieur des États-Unis sont beaucoup plus vastes qu'en Europe, même à l'intérieur de l'Union européenne. Cependant, les comparaisons mentionnées ici concernent les migrations vers les États-Unis et non le redéploiement de la main-d'œuvre à l'intérieur des frontières.

**Tableau 3. Indice de liberté économique —  
Position par rapport au reste du monde, 2005**

Suisse	4	Portugal	38
Royaume-Uni	5	Israël	44
Estonie	8	Espagne	44
Irlande	9	République tchèque	52
Finlande	11	France	52
Islande	11	Italie	52
Luxembourg	11	Bulgarie	56
Danemark	15	Grèce	56
Pays-Bas	15	Pologne	56
Autriche	18	Moldova	76
Allemagne	18	Croatie	82
Chypre	22	Roumanie	82
Hongrie	22	Macédoine	86
Lettonie	22	Slovénie	91
Lituanie	22	Turquie	91
Norvège	22	Albanie	97
Suède	22	Bosnie-Herzégovine	97
Malte	32	Russie	112
République slovaque	32	Ukraine	112
Belgique	38		

Source : Fraser Institute.

Note : l'indice de liberté économique est la moyenne des cinq indices élémentaires suivants : taille de l'administration, système juridique et droits de propriété, politique monétaire, liberté des échanges et réglementation (du marché du travail et du secteur des entreprises).

structurelles ont certes fait des progrès dans la plupart des pays européens au cours de ces dernières années, mais l'écart est encore large avec le reste du monde (tableau 3). Dans les pays avancés, les réformes du marché du travail ont permis d'augmenter les taux d'emploi, et le nouvel élan donné au programme de Lisbonne de l'Union européenne, est un élément positif. Le programme de réforme structurelle de la France est également encourageant. Mais de nouvelles mesures sont nécessaires pour réduire les prélèvements obligatoires et assouplir la réglementation excessivement stricte de la protection de l'emploi, ainsi que pour renforcer la contestabilité du marché des services en appliquant la directive de l'UE relative aux services<sup>2</sup>. L'intégration financière et d'autres réformes des systèmes financiers (II<sup>e</sup> partie, chapitre 1) seront également essentielles.

Dans les pays émergents d'Europe, les réformes structurelles sont d'autant plus importantes qu'elles

<sup>2</sup>La directive relative aux services a pour objectif de créer un marché libre des services au sein de l'UE.

conditionnent le rythme et la viabilité du processus de convergence. Beaucoup de progrès ont été faits ces dernières années, mais il est vrai que dans la plupart des cas le point de départ était bas. Les pays baltes constituent à cet égard un cas à part dans la mesure où les réformes structurelles y sont actuellement beaucoup plus poussées que partout ailleurs, y compris dans les pays avancés. Mais ces pays, tout comme certains autres dans la région, se caractérisent aussi par une position extérieure relativement fragile, d'où l'intérêt pour eux, afin de renforcer le secteur des biens et services exportables et de pérenniser la croissance, de réformes structurelles comme celles qui visent à renforcer la contestabilité du marché intérieur.

Les pays en transition d'Europe centrale ont également fait des progrès sur le plan de la concurrence et augmenté leur potentiel de croissance, mais il semble qu'une certaine lassitude consécutive au processus d'adhésion ait affaibli l'effort de réforme, dans un contexte de financement facile à l'extérieur, et, dans certains cas aussi, l'idée qu'à terme l'adoption de l'euro assurerait une protection contre les chocs extérieurs<sup>3</sup>. Pour ces pays, toute la difficulté consiste maintenant à aller au-delà des exigences minimales de l'acquis communautaire<sup>4</sup>, en faisant porter l'effort en priorité sur la productivité et la transparence, notamment avec des mesures destinées à améliorer le climat des affaires et à renforcer les systèmes financiers (II<sup>e</sup> partie, chapitres 2 et 3).

Quant aux pays de l'Europe du Sud-Est et de la Communauté des États indépendants (CEI), ils ont pris du retard et devront accélérer le rythme des réformes<sup>5</sup>. Ils ont encore beaucoup à faire pour réduire le rôle de l'État dans l'économie, assouplir le marché du travail, réduire les excès de

<sup>3</sup>Pour des données empiriques récentes à ce sujet, voir Vamvakidis (2007).

<sup>4</sup>L'acquis, ou acquis communautaire, désigne la législation de l'UE dans son ensemble (traités, règlements et directives).

<sup>5</sup>Les pays de la Communauté des États indépendants (CEI) dont s'occupe le Département Europe du FMI sont le Bélarus, la Moldova, la Russie et l'Ukraine.

la bureaucratie, réformer le système judiciaire et, dans plusieurs d'entre eux, constituer un cadastre<sup>6</sup>. Dans certains cas, les préparatifs de l'adhésion à l'Union européenne entraîneront des réformes

dans ces domaines, mais des mesures plus ambitieuses seront néanmoins nécessaires pour que ces pays puissent devenir compétitifs sur le marché communautaire.

---

<sup>6</sup>D'après un document de travail du FMI publié récemment, ces réformes pourraient augmenter sensiblement la croissance potentielle en Croatie (voir Moore and Vamvakidis, 2007).





## **II<sup>e</sup> PARTIE**

**Analyse : renforcer  
les systèmes financiers**



## Analyse : renforcer les systèmes financiers

*Après une période soutenue d'intégration, d'innovation et de développement des circuits financiers, les récentes turbulences ont mis à rude épreuve les systèmes financiers européens. Si la transformation de ces systèmes a été globalement bénéfique, il reste toutefois une marge considérable d'efficience à exploiter et de nouveaux risques et défis à affronter. Dans cette conjoncture, il importe plus que jamais de renforcer les systèmes financiers. Chacun des chapitres qui suivent traite d'un domaine particulier de réforme prioritaire : les pays avancés doivent affiner l'efficience des systèmes financiers et consolider leur capacité d'adaptation; les pays émergents sur la voie de la convergence doivent gérer un développement rapide des circuits financiers; tous les pays émergents doivent s'atteler au développement soutenu de leurs systèmes financiers.*

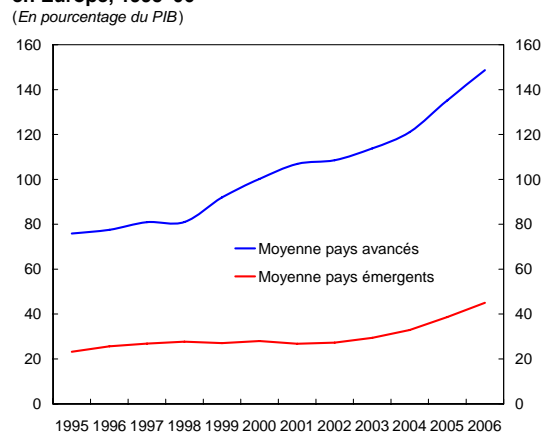
La rapidité de la financiarisation des pays émergents et les risques qui en découlent reçoivent aujourd'hui une grande attention, mais il ne faut pas perdre de vue que les pays avancés ont engagé un processus similaire d'expansion dès le milieu des années 90, ce qui au demeurant ne s'est pas produit sans risques (graphique 13). À l'évidence, plusieurs facteurs communs sont à l'œuvre, dont la modération ambiante des taux d'intérêt et la quête du rendement. Dans l'ensemble de l'Europe, les ménages ont eu plus aisément accès aux ressources financières, notamment par le biais du crédit immobilier. Les entreprises, quant à elles, ont rapidement accru leur financement de sources extérieures sous la forme de crédits ou de titres, surtout dans les pays avancés.

L'innovation financière a transformé la nature de l'intermédiation (graphique 14) et entraîné la prolifération des dérivés, des financements structurés et des produits titrisés. Ceci a, à son tour, élargi l'éventail de choix dans le rapport risque/rendement, et modifié la distribution des risques. Dans les pays avancés, les banques ont eu de plus en plus recours à ces innovations et

ont ainsi produit des synergies entre intermédiation bancaire et intermédiation financière. Dans les pays émergents, les banques devraient rester centrées sur leurs métiers traditionnels, mais les concentrations issues de la pénétration d'établissements étrangers pourraient les inciter à adopter de nouveaux produits.

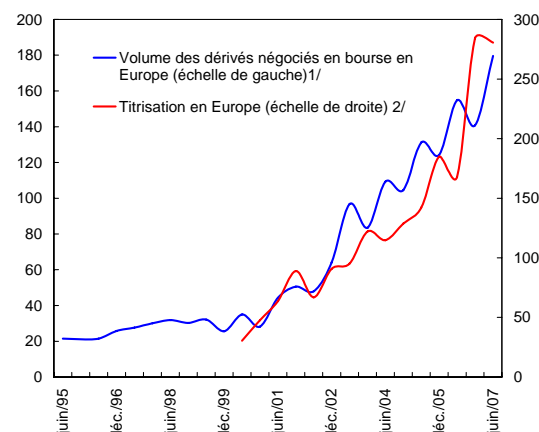
L'intégration financière, elle aussi, a avancé à grands pas. Du fait de la persistance et de l'intensification des flux de capitaux

**Graphique 13. Crédit bancaire au secteur privé en Europe, 1995-06**  
(En pourcentage du PIB)



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*.

**Graphique 14. Innovation financière en Europe, juin 1995-juin 2007**



Source : European Securitization Forum et *Revue trimestrielle* de la Banque des règlements internationaux, tableau 23A.

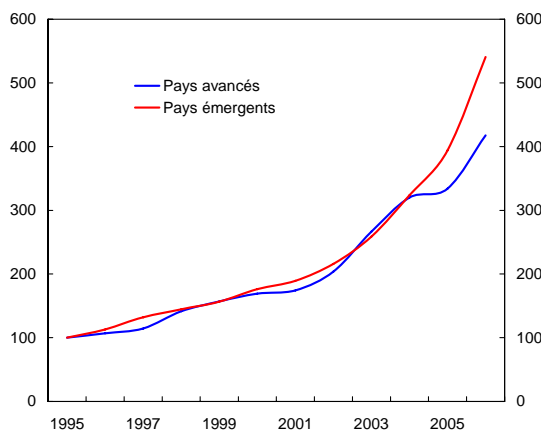
1/ Principal notionnel en milliards de dollars EU.

2/ Milliards d'euros.

transnationaux, les déficits (et les excédents) du solde des transactions courantes peuvent désormais être plus grands et plus durables qu'on ne pouvait l'imaginer par le passé. Qui plus est, le stock brut d'actifs et de passifs détenu par des non-résidents a augmenté plus vite que les flux nets (graphique 15), la concentration et l'expansion transnationales persistantes du système bancaire y étant pour beaucoup.

**Graphique 15. Intégration financière en Europe, 1995-06**

(Avoirs bruts détenus par des non-résidents; indice dollar EU, 1995 = 100)



Source : Lane and Milesi-Ferretti (à paraître).

Note : à l'exclusion des centres financiers (Irlande, Luxembourg, Royaume-Uni et Suisse).

En règle générale, l'évolution dynamique du système financier a des retombées positives. En permettant aux ménages d'accéder plus facilement au système financier, elle contribue au bien-être et permet de mieux diversifier et partager les risques. Une intermédiation financière efficace facilite l'affectation efficiente des ressources et accélère leur redéploiement d'un secteur à l'autre. Enfin, l'intégration financière encourage l'exportation de technologies et de compétences, et contribue à une meilleure gestion des risques et à une diminution de la volatilité macroéconomique. Cependant, ces retombées positives ne se sont pas réparties uniformément, car les systèmes financiers n'ont pas atteint le même stade de développement dans l'ensemble de l'Europe et leur intégration transnationale reste limitée. Un assouplissement et une plus grande

intégration des secteurs des services financiers pourraient sensiblement accroître la productivité en Europe<sup>7</sup>.

De plus, comme l'ont montré les récentes turbulences provoquées par la crise des crédits immobiliers à surprime, il faut être en mesure de bien gérer les risques pour pouvoir mettre à profit l'innovation financière. Même s'ils ne sont pas à la pointe de l'innovation, les systèmes financiers peuvent aggraver les rigidités et les distorsions, et accroître le coût des erreurs de politique économique. En outre, lorsque l'intégration financière est plus poussée, l'onde de choc des phénomènes exogènes peut se propager plus rapidement et plus intensément par-delà les frontières.

Pour recueillir les fruits du développement financier sans encourir trop de risques, les pays avancés et émergents d'Europe doivent renforcer davantage leurs systèmes financiers. Sans perdre de vue que tous les pays n'ont pas atteint le même stade de développement financier, les chapitres qui suivent se centrent sur trois axes prioritaires de réforme :

- Le chapitre 1, «Réglage des systèmes financiers dans les pays avancés», examine ce que doivent faire les pays avancés pour mieux exploiter leurs circuits financiers et en tirer une plus grande efficacité tout en préservant la résilience du système financier. Il passe en revue les atouts économiques des systèmes financiers qui offrent le plus d'options de financement et aborde les réformes à mettre en œuvre pour les faire avancer dans la bonne direction. Il signale par ailleurs les principaux risques qui en découlent et la riposte qui devrait être celle des pouvoirs publics.
- Le chapitre 2, «Gérer la financiarisation rapide des pays émergents d'Europe», montre en quoi les circuits financiers ont

<sup>7</sup>Voir Decressin, Faruqee, and Fonteyne (2007).

contribué à la convergence économique des pays émergents et les aspects du système financier qui influent sur la viabilité de ce processus. Le chapitre ébauche des politiques propres à gérer de manière sûre l'expansion liée à la convergence et à préparer les pays émergents à un redéploiement sans heurts des ressources productives vers le secteur des biens échangeables.

- Le chapitre 3, «Poursuivre le développement financier dans les pays émergents d'Europe», dresse un état des lieux du système financier des pays émergents, recense les facteurs qui contribuent au développement financier et décrit les chantiers en cours. Il complète le chapitre précédent, en ce sens que bon nombre de ses recommandations rejoignent l'objectif d'une bonne gestion d'une financiarisation rapide.



# 1. Réglage des systèmes financiers dans les pays avancés

*Malgré les percées de l'intégration et de l'innovation financières en Europe, bon nombre de pays avancés du continent ne sont pas encore parvenus à placer toutes les formes d'intermédiation financière sur un pied d'égalité. Plus les systèmes financiers sont diversifiés et soumis à la concurrence et plus ils sont à même de répartir les risques, de mettre en évidence les secteurs porteurs et de promouvoir leur croissance. Ces systèmes permettent de tirer pleinement parti des complémentarités entre les financements des banques et ceux des marchés. Par ailleurs, comme nous l'ont rappelé les récentes turbulences sur les marchés financiers, les dispositifs prudentiels publics et privés doivent suivre le rythme de l'innovation financière pour recueillir les fruits de ce processus sans courir trop de risques. Pour assurer la résilience des systèmes financiers dans les pays avancés, il importera d'améliorer la gestion des risques de marché et de liquidité, de mettre en place des modèles plus performants d'évaluation des risques et de donner plus de transparence aux normes de placement et aux risques de contrepartie.*

## Aperçu général

La mutation à l'œuvre dans les systèmes financiers des pays européens avancés ne fait aucun doute. Le paysage financier européen n'est plus celui d'une poignée de grosses banques jouissant d'un remarquable pouvoir monopolistique. Le secteur bancaire est en effet soumis à une concurrence farouche et les banques ont également étendu leurs activités au-delà des métiers classiques de prêt. Les marchés de capitaux, quant à eux, ont gagné en importance, tant comme source de financement que comme mécanisme de répartition des risques. Les institutions financières non bancaires se sont

rapidement affirmées comme un autre intermédiaire de choix dans la mobilisation de ressources financières. Autre signe d'un degré avancé de perfectionnement, les diverses formes d'intermédiation sont moins segmentées et grâce à l'utilisation croissante d'instruments financiers novateurs, elles entretiennent entre elles des relations plus solides de complémentarité.

Cependant, comme l'ont montré les turbulences financières provoquées par les déboires du marché américain des hypothèques à surprime, l'innovation financière n'est pas dépourvue de risques. En effet, elle met souvent à profit certains interstices du dispositif prudentiel en place, ce qui peut finir par être source de problèmes. En outre, dans le contexte de mondialisation financière, les turbulences sont promptes à se propager sur toute la planète, mettant à mal le climat de confiance et l'économie réelle, et n'épargnant que quelques rares pays.

Il serait certes tentant pour les responsables politiques de ralentir la marche de l'innovation financière compte tenu de ces risques, mais il est plus constructif d'adopter des réformes qui, parallèlement, renforcent l'efficacité du système financier et s'attaquent à ses vulnérabilités. Autrement dit, avant de prendre hâtivement la décision de durcir la réglementation, il importe de définir clairement les avantages que procure un système financier de pointe et les risques qu'il peut créer. À cet égard, la réaction initiale aux récentes turbulences est encourageante et traduit la volonté des dirigeants de préserver les fruits de l'innovation financière sans perdre de vue les vulnérabilités prudentielles.

Les bienfaits d'une concurrence et d'une diversité accrues et d'une intégration plus rapprochée entre les différents intermédiaires des systèmes financiers européens sont de plus en plus

---

Note : le principal auteur de ce chapitre est Man-Keung Tang. Les travaux analytiques de base sont présentés dans Tang (2007).



manifestes. Les ménages et les entreprises disposent d'un éventail beaucoup plus large d'options d'investissement et d'emprunt à des coûts sensiblement inférieurs, grâce à l'intensification de la concurrence et à une meilleure répartition des risques. Selon diverses analyses empiriques, le développement poussé des circuits financiers des pays européens avancés a d'autant plus de chances de profiter à l'économie que les systèmes financiers eux-mêmes sont développés.

Cependant, en dépit des progrès considérables accomplis jusqu'à présent, les systèmes financiers européens pourraient devenir beaucoup plus efficaces. Il reste encore d'importants obstacles au libre jeu de la concurrence et au développement des circuits financiers. C'est pourquoi la contribution économique directe du secteur financier à la croissance dans les pays européens avancés laisse à désirer; en effet, ce secteur pourrait jouer un rôle beaucoup plus déterminant dans la mobilisation des ressources à des fins productives. La plus faible croissance de la productivité dans le secteur financier explique pour près de moitié l'écart de croissance de la

productivité globale de l'économie entre la zone euro et les États-Unis entre 1996 et 2003.

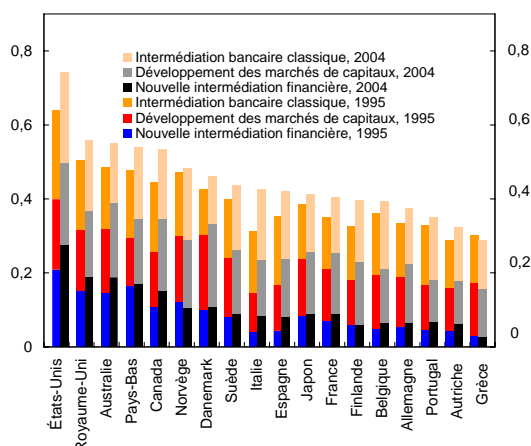
Par ailleurs, les récentes turbulences sur les marchés financiers ont contribué à mettre en évidence un certain nombre de faiblesses et à tirer des enseignements préliminaires pouvant aider à conforter l'assise prudentielle de systèmes financiers davantage axés sur le marché. En règle générale, la densité et la complexité grandissantes des transactions financières devraient aller de pair avec une mise à niveau des dispositifs prudentiels publics et privés. Les événements récents mettent d'autant plus en évidence la nécessité d'une meilleure gestion des risques de marché et de liquidité, et d'un renforcement des modèles d'évaluation des risques et du devoir de vigilance, ainsi que d'une plus grande transparence dans le processus d'émission de prêts et dans le risque de contrepartie. Il faudra sans doute consolider la capacité de supervision et revoir l'efficacité de la gestion des crises<sup>8</sup>.

## Évolution des systèmes financiers

Les systèmes financiers des pays européens avancés sont certes partis de points différents et n'ont pas tous évolué au même rythme, mais ils ont en règle générale coïncidé dans la mise en valeur d'une concurrence plus forte, d'une plus grande diversité d'activités financières et d'une intégration plus poussée entre les différents intermédiaires.

L'indice financier présenté dans l'édition de septembre 2006 des *Perspectives de l'économie mondiale*<sup>9</sup> donne un aperçu utile de la composition des systèmes financiers des pays avancés d'Europe et de leur évolution récente (graphique 16). Dans le reste du chapitre, la référence à une note supérieure selon cet indice financier correspondra à un niveau plus élevé de perfectionnement des

**Graphique 16. Indice financier par sous-indices, 1995 et 2004**



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Notes : Un score élevé dénote, dans le cas de l'inter médiation bancaire classique, une moindre dépendance du système financier à l'égard des prêts bancaires classiques et une plus grande concurrence entre banques; dans celui du développement des marchés de capitaux, un développement plus avancé des marchés boursiers et obligataires privés; et dans celui de la nouvelle inter médiation financière, une présence plus forte d'institutions financières non bancaires et un plus grand recours à l'innovation financière.

<sup>8</sup>Pour plus de détails, voir Fonds monétaire international (2007a).

<sup>9</sup>«Comment les marchés financiers influent-ils sur les cycles économiques?», chapitre 4, FMI (2006b).

## 1. Réglage des systèmes financiers dans les pays avancés

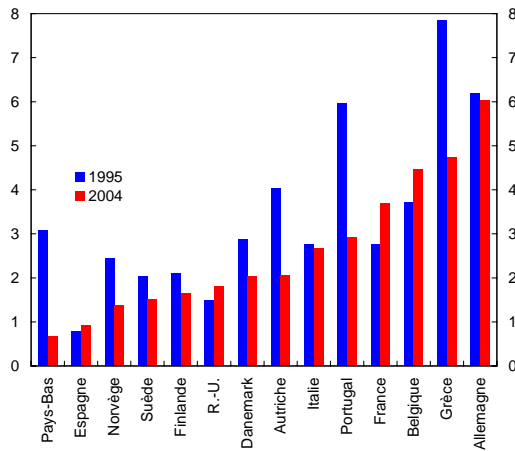
systèmes financiers. D'un point de vue quantitatif l'indice permet de saisir 1) la dépendance du système à l'égard des prêts bancaires traditionnels et le degré de concurrence entre banques, 2) le niveau de développement des marchés de capitaux, et 3) le degré de nouvelle intermédiation financière, y compris la prévalence d'institutions financières non bancaires et le recours aux innovations financières. Presque tous les pays avancés ont progressé sur ces trois composantes de l'indice, avec cependant quelques disparités.

La concurrence et la diversité de l'intermédiation se sont intensifiées. La

concurrence dans les prêts bancaires est plus forte comme le montre la diminution des écarts de taux d'intérêt (taux prêteurs moins taux du marché monétaire) (graphique 17). Les montants gérés par des institutions financières non bancaires (par exemple compagnies d'assurances, caisses de retraite et fonds de placement) ont considérablement augmenté (graphique 18). En partie du fait de cette évolution, les marchés boursiers sont devenus plus liquides (graphique 19), et les titres de créance sont devenus une source de financement primordiale (graphique 20).

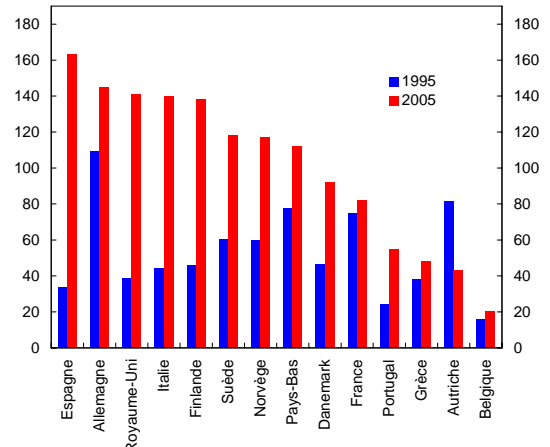
**Graphique 17. Écarts de taux, 1995 et 2004**

(Taux prêteur moins taux du marché monétaire, en pourcentage)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

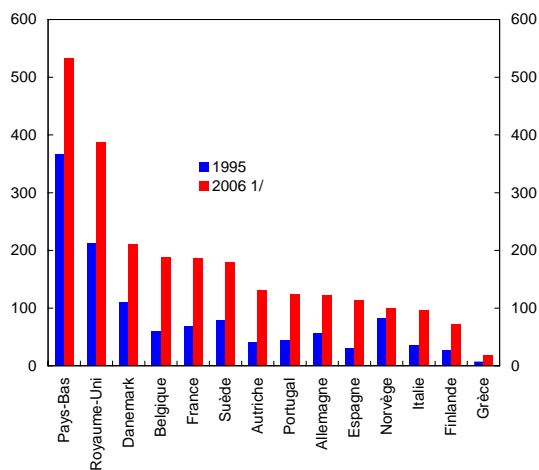
**Graphique 19. Volume des transactions boursières, 1995 et 2005**



Source : Banque mondiale, *A New Database on Financial Development and Structure*.

**Graphique 18. Avoirs des institutions financières non bancaires, 1995 et 2006**

(En pourcentage du PIB)

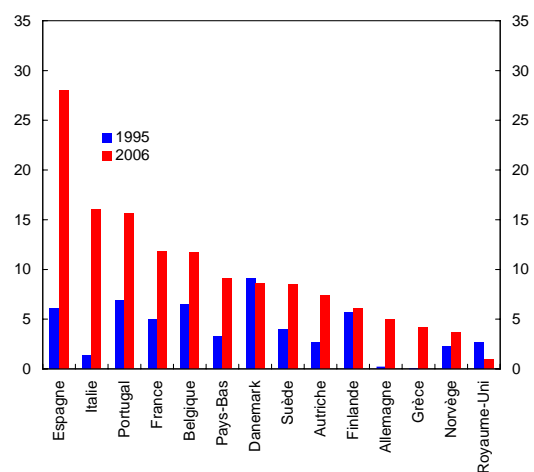


Source : Eurostat.

1/ Les données pour l'Allemagne, le Danemark et les Pays-Bas vont jusqu'en 2005.

**Graphique 20. Encours des titres de dette intérieure émis par les sociétés non financières, 1995 et 2006**

(En pourcentage du PIB)



Source : Banque des règlements internationaux.

Par ailleurs, les banques se sont de plus en plus intégrées aux marchés et elles continuent de jouer un rôle de premier plan dans le système financier. Bien que les institutions financières non bancaires leur disputent de plus en plus l'épargne des ménages, les banques font davantage appel à d'autres intermédiaires par le biais des marchés de gros, ce qui leur permet d'alimenter leur expansion sans être limitées par le volume de dépôts qu'elles parviennent à mobiliser. Elles se consacrent aussi de plus en plus à des activités hors bilan, comme par exemple la commercialisation de prêts bancaires titrisés ou la négociation de produits dérivés. En règle générale, ces activités ont eu pour effet de diminuer la segmentation des banques, des marchés et des intermédiaires financiers non bancaires et, partant, de redéployer de façon plus souple les fonds et les risques<sup>10</sup>.

Les activités classiques de prêts relationnels, c'est-à-dire fondés sur la relation entre le prêteur et l'emprunteur, continuent de jouer un rôle très utile même si elles sont moins dominantes du fait de l'évolution de l'intermédiation et de l'éventail grandissant de prêteurs d'options de financement. Le principal avantage de ces prêts relationnels — celui de faciliter les flux financiers en présence de fortes asymétries d'information — semble rester l'une des principales caractéristiques des systèmes financiers à mesure qu'ils évoluent. Par exemple, une étude réalisée sur les entreprises italiennes montre que le financement des petites entreprises, qui tend à être opaque et à dépendre fortement de prêts relationnels, n'a pas été touché de façon sensible par la rapidité du développement du système financier italien (encadré 3).

### Les ressorts du changement

L'évolution des systèmes financiers européens résulte dans une grande mesure de la mise en

œuvre de réformes nationales. Les grandes privatisations et la déréglementation du secteur bancaire des années 80 et 90 ont intensifié la concurrence et dopé l'efficacité. De plus, le durcissement considérable des conditions d'entrée en bourse et du gouvernement d'entreprise ont renforcé les normes d'information financière et la protection des investisseurs contre la fraude, rendant ainsi plus attractif le financement par fonds propres.

Les percées de la technologie de l'information et de la communication ont également contribué à cette évolution. Par exemple, la disponibilité plus rapide d'informations sur les emprunteurs et la plus grande facilité de traitement de ces données incitent les banques à se livrer une concurrence plus ouverte (Petersen and Rajan, 2000). Par ailleurs, grâce à la facilité d'accès à Internet et à la prolifération d'outils de négociations en ligne, les investisseurs en bourse sont plus nombreux et plus actifs (Choi, Laibson, and Metrick, 2002).

L'intégration financière — poussée par l'harmonisation des réglementations des secteurs financiers et par l'adoption d'une monnaie unique dans les pays de la zone euro — a sans doute été le facteur le plus important à la base de la transformation du système financier (Decressin, Faruqee, and Fonteyne, 2007) :

- La diminution des barrières à l'intégration du secteur bancaire européen a encouragé l'implantation d'établissements étrangers et renforcé la contestabilité des secteurs bancaires nationaux, poussant les banques à se consacrer à des activités hors bilan (par exemple, titrisation, négociation de produits dérivés, prestation de services de gestion des risques). De plus, l'internationalisation de la clientèle contribue à l'expansion des banques et les encourage à profiter des économies d'échelle. Il s'ensuit un processus de concentration qui a d'autant plus renforcé la capacité des banques à opérer sur les marchés.

<sup>10</sup>Autrement dit, le nombre de fois où l'épargne fait l'objet d'une intermédiation («change de mains») avant de parvenir à l'emprunteur ultime augmente, de même que les possibilités de diviser et de combiner les risques pour mieux répondre aux besoins des différents intermédiaires et investisseurs.

### **Encadré 3. Les prêts fondés sur les relations prêteurs–emprunteurs gardent leur pertinence dans un système financier en évolution**

À mesure que les systèmes financiers évoluent, la concurrence entre les banques s'intensifie et l'intermédiation se diversifie; de ce fait, les pratiques de prêt fondées sur les relations entre prêteurs et emprunteurs perdent leur prépondérance. La multiplication des possibilités d'emprunt profite aux sociétés qui sont relativement transparentes, car elles ont ainsi accès à des financements dont le coût est plus concurrentiel et elles sont moins tributaires d'un prêteur unique.

Cependant, un examen du financement des sociétés italiennes indique que les prêts bancaires fondés sur les relations entre prêteurs et emprunteurs semblent garder une place importante lorsque leur principal avantage est mis en valeur. Les interactions de longue date qui forment la base de ce type de prêts «relationnels» permettent au prêteur de réunir plus efficacement des informations sur l'emprunteur et de faciliter ainsi les flux de financement, même lorsqu'il n'existe guère d'informations publiques sur l'emprunteur. Cette possibilité d'atténuer l'asymétrie d'information qui caractérise les sociétés opaques constitue le principal avantage de ces prêts. Il ressort de la présente analyse, centrée sur les petites entreprises (qui sont en général opaques et se financent surtout auprès des banques locales) en Italie, que l'accès de ces entreprises au crédit n'a pas été sensiblement entamé ces dix dernières années, ce qui indiquerait que le principal avantage des prêts de cette nature restent pertinents alors même que le système financier ne cesse de se perfectionner.

L'Italie a été retenue comme objet de cette étude de cas pour deux raisons principales. Premièrement, la transformation du système financier italien a été parmi les plus rapides dans les pays avancés (d'après l'indice financier des *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2006). Par conséquent, on peut s'attendre à ce qu'il soit plus facile de détecter, dans les données relatives à l'Italie, les effets de l'évolution du système financier sur le financement des principaux bénéficiaires des prêts relationnels. Deuxièmement, les petites sociétés forment une grande partie du tissu industriel de l'Italie. Cette forte représentation devrait rendre plus crédible la précision des résultats empiriques.

L'analyse empirique examine le niveau d'endettement des petites entreprises (par rapport aux entreprises plus grandes) par référence au degré de perfectionnement du système financier — dont un indice est établi pour chaque année de la période considérée en suivant la méthodologie de l'indice financier présenté dans les *Perspectives de l'économie mondiale* de 2006 — en faisant la part des facteurs fondamentaux identifiés dans les études antérieures comme influant de façon importante sur l'endettement d'équilibre<sup>1</sup>. Outre l'indice financier national, la variation régionale de l'éventail de prêteurs est mesurée par le nombre de prêteurs par entreprise dans chaque région. Les données recueillies et utilisées pour l'analyse concernent plus de 44.000 entreprises sur la période allant de 1995 à 2004<sup>2</sup>. L'échantillon comprend les petites entreprises (comptant moins de 50 employés) mais exclut les micro-entreprises<sup>3</sup>.

Les résultats des régressions indiquent que l'augmentation du degré de perfectionnement du secteur financier au cours de la période considérée, tant au niveau du pays dans son ensemble qu'au niveau de chaque

---

Note : le principal auteur de cet encadré est Iryna Ivaschenko.

<sup>1</sup>Les variables de contrôle sont les suivantes : bénéfiques, tangibilité (voir la définition dans Campello, 2006), croissance passée et stratégies adoptées par le passé pour améliorer les résultats (par exemple, dépenses de marketing et de recherche-développement).

<sup>2</sup>Les données ont été communiquées à titre gracieux par la Banque d'Italie. Voir les détails dans Ivaschenko (2007).

<sup>3</sup>Les micro-entreprises sont celles qui ne fournissent même pas de données simplifiées sur leur bilan.

**Encadré 3 (fin)**

région, n'influe pas de façon sensible sur le financement des petites entreprises (tableau). L'effet positif d'un perfectionnement plus poussé du secteur financier sur le niveau d'endettement d'équilibre semble être plus faible pour les petites entreprises (estimation négative du coefficient pour le terme d'interaction), mais l'effet différentiel est loin d'être statistiquement significatif. Les résultats pour toutes les entreprises indiquent qu'un degré plus élevé de perfectionnement financier produit un effet positif peu sensible sur le niveau d'endettement d'équilibre.

**Financement des petites entreprises dans un système financier en transformation**

Variable dépendante : niveau d'endettement				
	est. de coeff.	stat. z	est. de coeff.	stat. z
Var. fictive petites entreprises*indice financier			-0,22	-0,50
Indice financier	0,14	1,10	0,16	1,20
Var. fictive : petites entreprises (<50 employés)	-0,59	-0,51	0,65	0,24
Indice financier régional : relations bancaires par entreprise	1,92	0,71	1,94	0,71

Notes : méthode d'estimation : méthode des moindres carrés généralisée, effet aléatoire fixe pour toutes les régressions. Nombre d'observations : 400.000+ pour chaque régression. Variables de contrôle incluses dans les régressions mais non indiquées : rentabilité, tangibilité, dépenses décalées de recherche-développement (R&D), croissance décalée des exportations, croissance décalée des recettes et constante. Aucun des coefficients estimés n'est statistiquement significatif au seuil de 10 %.

- L'intégration des places boursières a encouragé le développement des marchés de capitaux. De manière plus précise, les fusions et opérations conjointes de plusieurs bourses européennes — citons notamment Euronext<sup>11</sup> — ont permis une normalisation des plates-formes de négociations et réduit la fragmentation des marchés et, partant, fait baisser les coûts de négociation boursière transnationale et amélioré la liquidité des marchés (McAndrews and Stefanadis, 2002).

### L'importance de la qualité du système financier

Comme nous l'avons vu, l'évolution des systèmes financiers européens a profondément modifié l'intermédiation. En quoi ces changements sont-ils importants pour l'économie dans son ensemble?

#### La théorie

Les systèmes financiers caractérisés par une concurrence plus vigoureuse, une plus grande diversité et une intégration plus poussée des

intermédiaires sont mieux à même d'orienter les financements vers les emplois les plus productifs. Dans ces systèmes, les flux financiers obéissent davantage aux signaux du marché et les ressources financières reçoivent un prix plus compétitif. La multiplicité d'intermédiaires et d'options de financement permet de mieux répondre aux besoins spécifiques des emprunteurs et des prêteurs. Qui plus est, la capacité d'un intermédiaire d'émettre des créances est moins liée aux risques qui en découlent, car ces risques peuvent être négociés plus facilement par divers instruments financiers novateurs — par exemple les titres adossés à des actifs (ABS), les obligations structurées adossées à des emprunts (CDO) et les swaps de défaut. Autrement dit, les avantages respectifs de chaque intermédiaire sont ainsi mieux exploités, les coûts des risques sont réduits et la dispersion des risques devient plus optimale<sup>12</sup>.

<sup>11</sup>OMX Nordic Exchange, qui regroupe les places boursières du Danemark, de la Suède, de la Finlande et de l'Islande, et Virt-X, qui permet de négocier des grandes valeurs paneuropéennes, sont deux autres exemples notables.

<sup>12</sup>Les systèmes financiers de pointe présentent bien d'autres avantages. Les marchés financiers sur lesquels règnent la concurrence encouragent l'innovation (par exemple, Holmstrom and Tirole, 1993) et facilitent l'agrégation d'informations diffuses (par exemple, Boot and Thakor, 1997). Moins le créancier a d'intérêt dans l'emprunteur et dans l'entreprise emprunteuse, plus la gouvernance de cette dernière s'en trouve renforcée (par exemple, Dewatripont and Tirole, 1994), de même que la concurrence sur le marché des produits (par exemple, Cestone and White, 2003).

Ce gain d'efficacité sera vraisemblablement plus manifeste dans les pays avancés. Ces pays ont en effet déjà mis en place nombre des éléments d'une infrastructure essentielle à l'efficacité des transactions financières complexes (par exemple, tradition bien établie de l'État de droit, systèmes judiciaires bien définis et bonne information du public). En outre, comme les pays avancés se situent à la pointe des progrès technologiques, là où les perspectives évoluent rapidement et où l'incertitude est grande, ils profiteraient plus que les pays moins développés d'un système où les flux financiers sont souples et les risques largement distribués.

### Les faits

Les études empiriques corroborent l'existence de ce gain d'efficacité. Par exemple, les analyses macroéconomiques transnationales<sup>13</sup> mettent en évidence un parallélisme entre le degré de perfectionnement des systèmes financiers et, d'une part, la capacité du secteur des entreprises à s'adapter rapidement aux nouveaux débouchés issus de la croissance mondiale, et, d'autre part, l'intensification des flux transnationaux d'investissement de portefeuille<sup>14</sup>.

De récentes études transnationales par secteur d'activité confirment que la valeur économique de la finance est d'autant plus grande que les systèmes financiers sont plus élaborés, c'est-à-dire qu'ils offrent un plus large éventail de produits<sup>15</sup>. Il apparaît que deux des mécanismes de mise en valeur des circuits financiers — la réduction générale des coûts du financement extérieur et la meilleure affectation des ressources dans le secteur

des entreprises — fonctionnent mieux dans ce type de systèmes. De manière plus précise, la disponibilité d'un plus grand volume de financement a un effet positif plus important sur la croissance de la valeur ajoutée des secteurs d'activité pouvant subir de plus fortes contraintes de financement. Dans le même ordre d'idées, une financiarisation plus poussée semble promouvoir le développement relatif (aussi bien croissance de la valeur ajoutée que de la productivité) des secteurs d'activité porteurs. Autrement dit, il semblerait que plus le système financier est perfectionné, plus il permet de dégager de gains d'efficacité. D'après l'analyse d'un corpus de données plus détaillé sur le Danemark, ces gains d'efficacité se manifestent également à l'échelle de l'entreprise (encadré 4).

### Recueillir les fruits de l'innovation sans risques excessifs

L'innovation financière est un atout important pour le bon fonctionnement de l'économie et des finances à moyen terme, mais elle ne manquera pas de mettre à l'épreuve les dispositifs prudentiels publics et privés, comme l'ont montré les récents événements. Il importe que les fruits de l'innovation, sous la forme d'une plus grande disponibilité de financements, se matérialisent sans coûts excessifs. Il est donc opportun de promouvoir l'innovation financière tout en veillant à ce que les cadres prudentiels suivent le mouvement, afin de réduire les risques de crise. Quels sont les enjeux et comment se prémunir contre les risques?

### Vers des systèmes financiers de pointe

Sous l'effet d'une concurrence plus vive, l'intégration financière va vraisemblablement s'intensifier et pousser les systèmes financiers européens à se perfectionner davantage. Si l'intégration dans la banque de gros a sensiblement progressé, il reste encore beaucoup de chemin à parcourir dans la banque

<sup>13</sup>Voir Fonds monétaire international (2006b).

<sup>14</sup>En l'occurrence, le degré de perfectionnement se mesure à partir de l'indice financier analysé dans l'édition de septembre 2006 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

<sup>15</sup>Afin de tenir explicitement compte d'une éventuelle endogénéité, au lieu d'étudier la simple corrélation entre les résultats financiers et les résultats macroéconomiques, l'analyse met à profit les données sectorielles transnationales pour examiner les mécanismes qui sous-tendent la contribution du secteur financier à l'économie. Pour plus de détails sur cette analyse, voir Tang (2007).

#### Encadré 4. L'intermédiation financière à l'œuvre au Danemark

D'après l'analyse sectorielle internationale de Tang (2007), si les conditions voulues sont réunies (c'est-à-dire un degré élevé de perfectionnement financier et un marché de l'emploi souple), les financements tendent à s'orienter vers les entreprises soumises à des contraintes financières strictes et présentant les meilleures perspectives de croissance. Le Danemark est très bien classé en matière de perfectionnement financier (mesuré par l'indice financier des *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2006) et son marché du travail est parmi les plus souples d'Europe. De plus, les entreprises danoises ont considérablement accru leur recours aux financements extérieurs ces dernières années. L'analyse de données de panel relatives aux entreprises danoises offre un cadre idéal pour vérifier si les flux de financement s'orientent conformément à l'hypothèse posée.

L'analyse consiste à vérifier en quoi le potentiel de croissance d'une entreprise et l'acuité naturelle de ses contraintes financières influent sur le montant de financement qu'elle parvient à attirer. Le potentiel de croissance est mesuré par la croissance décalée des ventes et les contraintes de financement sont représentées par les flux de trésorerie décalés, d'une part, et la mesure dans laquelle le secteur auquel l'entreprise appartient fait appel aux financements extérieurs. Le problème de la causalité inverse est traité par le décalage des variables indépendantes. On fait une régression de la croissance du financement par l'emprunt sur ces variables, avec la croissance du chiffre d'affaires courant et le total des actifs comme variables de contrôle. Les données de panel vont de 2001 à 2006 et portent sur approximativement 1.000 entreprises danoises pour chaque année (tableau).

#### Facteurs déterminant les flux de financement

Variable dépendante : croissance de l'endettement

	Méthode d'estimation							
	Effet fixe par secteur		Effet fixe par secteur		MMCG		MMCG	
	est. de coeff.	stat. z	est. de coeff.	stat. z	Effet aléatoire par secteur	stat. z	Effet aléatoire par secteur	stat. z
Var. fictive : secteur fortement tributaire de financements extérieurs					0,02	2,52**	0,02	2,51**
Flux de trésorerie décalés	0,00	-0,79	0,00	-0,85	0,00	-1,30	0,00	-1,35
Croissance décalée des recettes	0,06	2,84***	0,05	2,28**			0,04	2,07**
Croissance des recettes			0,12	5,44***			0,11	5,30***
Total des actifs	0,00	1,96**	0,00	1,98**	0,00	2,44**	0,00	2,47**

Notes : les effets fixes par année sont inclus dans toutes les régressions. Nombre d'observations : 5.500+ pour toutes les régressions. \*\* et \*\*\* montrent que les résultats sont statistiquement significatifs aux seuils respectifs de 5 % et 1 %.

Deux constatations principales se dégagent. Premièrement, les résultats confirment que les financements ont plutôt tendance à s'orienter vers les entreprises en expansion et celles qui évoluent dans des secteurs fortement tributaires des financements extérieurs. L'estimation du coefficient sur les flux de trésorerie décalés n'est pas statistiquement significative, mais elle est du signe attendu.

Deuxièmement, les régressions montrent que l'information intégrée aux flux de financement est en fait plus importante que ne l'indiquent les résultats transnationaux. Non seulement les financements s'orientent vers les secteurs porteurs, mais ils privilégient aussi les entreprises en forte expansion au sein de chaque secteur.



de détail. Par ailleurs, la mise en application d'un bon nombre de directives de l'UE (dont celle applicable aux marchés d'instruments financiers ou MiFID) facilitera davantage les flux de capitaux et la mise au point de services financiers intégrés.

Cependant, la transformation des systèmes financiers est loin d'être garantie et, de fait, il ne semble pas se produire de convergence entre les différents pays. Les réformes de politique intérieure seront vraisemblablement le principal facteur qui, en dernière analyse, déterminera la portée et la rapidité de la transformation, comme l'illustre l'expérience de l'Italie (encadré 5).

Dans certains cas, il sera souhaitable de réduire la présence — directe ou indirecte — du secteur public dans les institutions bancaires. L'intervention de l'État dans la gestion des banques sape l'efficacité du secteur en faussant la prise de décision et en compromettant la croissance d'autres établissements compétitifs<sup>16</sup>. Le désengagement du secteur public mettrait fin à ces distorsions et faciliterait l'entrée en bourse de ces établissements en les soumettant à un suivi et à une discipline plus rigoureux de la part des marchés.

L'amélioration du gouvernement d'entreprise de nombreux grands établissements bancaires privés non cotés en bourse grâce au durcissement des obligations d'information produirait des gains d'efficacité. Une information insuffisante soulève notamment le risque de voir les dirigeants des banques mobiliser les financements en fonction de leurs propres intérêts, lesquels ne présentent pas nécessairement une grande valeur économique. Une surveillance plus rapprochée de la gouvernance des banques non cotées les

inciterait à baser davantage leurs décisions de prêt sur le signal que procurent les prix.

De nombreuses autres réformes de réglementation bancaire restent possibles pour promouvoir l'efficacité. Par exemple, le relâchement des restrictions applicables aux concentrations bancaires dégagerait de plus grandes économies d'échelle et améliorerait la contestabilité dans le secteur bancaire en général. Par ailleurs, si les banques se voyaient imposer des limites plus strictes à leur participation dans les entreprises, elles auraient moins d'intérêts dans les sociétés emprunteuses, ce qui les encouragerait davantage à financer les entreprises qui s'implantent sur le marché des produits.

En dehors des prêts, il faut également assurer des conditions de concurrence équitable dans tous les types d'activités financières pour encourager la diversité et l'intégration des intermédiaires. À cet égard, l'élimination des dispositifs de dépôts préférentiels gérés par l'État et le relâchement du plafonnement des taux d'intérêt et des frais pratiqués sur les services financiers seraient propices à la création d'un plus large éventail de supports d'investissement. Dans le même ordre d'idées, il serait utile de modifier les cadres légal et réglementaire pour faciliter l'émission de produits innovants tels que les titres adossés à des actifs (ABS) et les titres adossés à des obligations structurées adossées à des emprunts (CDO) — dont l'adoption est lente dans de nombreux pays européens avancés<sup>17</sup> — et de titres d'entreprises complexes (par exemple, les obligations convertibles).

L'accélération de l'harmonisation des régimes réglementaires et des traitements fiscaux, la normalisation des systèmes de compensation et de règlement, et le relâchement des restrictions

<sup>16</sup>Par exemple, en Allemagne, les Landesbanken produisent des résultats nettement inférieurs à ceux de leurs homologues de l'UE. Les notes élevées qui leur sont conférées, fortes de la présence de l'État dans leur capital, leur donnent un avantage artificiel sur le marché de gros par rapport aux établissements privés (Brunner *et al.*, 2004).

<sup>17</sup>Cela dit, le marché européen des obligations sécurisées est très développé. Cependant, comme les actifs sous-jacents de ces obligations restent dans le bilan des banques (et donc doivent être assortis de provisions de fonds propres correspondantes), la titrisation est un moyen plus efficace de mobiliser des fonds et de gérer les risques.



### **Encadré 5. Modernisation d'un système financier : le cas de l'Italie**

L'indice du système financier italien a considérablement progressé entre 1995 et 2004, ce qui traduit des améliorations notables dans les trois principales composantes de ce système : l'intermédiation bancaire traditionnelle, la nouvelle intermédiation financière et les marchés financiers<sup>1</sup>. Cette évolution s'explique notamment par le fait que l'Italie est partie d'un niveau relativement bas, ses marchés financiers étant encore sous-dimensionnés et dominés par les banques<sup>2</sup>. Des réformes visant spécifiquement le secteur bancaire, le gouvernement d'entreprise et les marchés des valeurs ont cependant grandement contribué à la transformation du système financier au cours de cette période.

#### **Réformes institutionnelles : la privatisation des principaux intermédiaires financiers**

Pendant les années 90, le secteur bancaire a fait l'objet d'un vaste programme de privatisations qui a abouti à une intensification de la concurrence entre les banques italiennes et à la naissance d'un secteur bancaire plus efficace et moins concentré. De plus, un grand nombre de banques privatisées sont entrées en bourse, ce qui leur a permis de lever des fonds auprès d'un large éventail d'investisseurs et de se soumettre à la discipline du marché. D'ailleurs, la négociation des actions des banques sur le marché boursier a aussi contribué au développement et à la liquidité de ce dernier.

Le marché des actions a aussi été réorganisé. Après la privatisation de la bourse en 1998, la Borsa Italiana a été créée avec pour mission de la gérer et de la développer. Pour compléter la réglementation imposée par les autorités de tutelle, la Borsa Italiana a adopté un code de conduite volontaire, le «code Preda», en 1999 afin de traiter avec souplesse certaines questions de gouvernement d'entreprise, que la réglementation ne prenait pas en charge. Dans l'espoir d'attirer en bourse des entreprises diverses par leur taille et leurs besoins —considération particulièrement fondamentale compte tenu de la prépondérance des petites entreprises en Italie— la Borsa Italiana a créé trois sections distinctes avec des conditions différentes d'admission à la cote. Il est important de noter que cette segmentation du marché permet aux petites entreprises de financer leurs fonds propres en faisant un appel public à l'épargne sans avoir à supporter de frais d'inscription et de conformité prohibitifs.

#### **Mise à niveau du cadre légal et réglementaire : renforcer la protection de l'investisseur et faciliter l'innovation financière**

Le développement de l'intermédiation non bancaire repose avant tout sur la confiance de l'investisseur dans la capacité du système à protéger son investissement, confiance qui a été considérablement renforcée par la mise en application du texte de loi unique (dit «loi Draghi») de 1998 et de la loi sur l'épargne de 2005, cette dernière ayant été adoptée dans le sillage de scandales financiers. Ajoutée à la réglementation mise en place par la Consob (organe de surveillance de la bourse), la nouvelle loi a largement contribué à transformer le gouvernement d'entreprise en Italie, en adoptant en particulier une série d'obligations visant à améliorer les rapports de force entre les plus gros actionnaires et les investisseurs minoritaires. En outre, les opérations pour compte propre sont devenues moins attrayantes pour les gros actionnaires compte tenu de l'obligation d'OPA et de la divulgation des opérations importantes entre parties liées.

<sup>1</sup>Le classement de l'Italie parmi les dix-huit pays de l'échantillon s'est amélioré pour chacune des trois composantes entre 1995 et 2004. Elle est passée de la 7<sup>e</sup> à la 4<sup>e</sup> place pour l'intermédiation bancaire traditionnelle, de la 17<sup>e</sup> à la 11<sup>e</sup> pour la nouvelle intermédiation financière et de la 18<sup>e</sup> à la 14<sup>e</sup> pour le développement du marché financier.

<sup>2</sup>Voir Fonds monétaire international (2006a; 2007b).

Une loi sur la titrisation a été adoptée en 1999 pour aider les banques à titriser et à vendre leurs prêts sur les marchés de capitaux. Les facilités grandissantes de titrisation ont élargi les sources de financement des banques et renforcé leurs capacités de gestion des risques. Enfin, et c'est là un point important, les fondations ont ainsi été posées pour la mise en œuvre de nombreuses directives bancaires et financières de l'Union européenne, en particulier la directive sur l'adéquation des fonds propres (dispositions de Bâle II) et la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID).

### **Meilleure application des règles : donner les moyens aux autorités de tutelle**

Les modalités de la coopération entre les deux autorités de tutelle (Consob et Banque d'Italie) chargées de la réglementation des valeurs ont été clairement établies pour faciliter les échanges d'informations et d'expertise tout en réduisant les chevauchements de responsabilités entre les deux institutions. De plus, les autorités de tutelle ont été dotées de plus grands pouvoirs d'enquête et de sanction, afin d'assurer un meilleur respect des règles.

### **Une tâche inachevée**

Des efforts considérables ont été déployés pour moderniser le système financier italien, mais le pays a encore beaucoup de chemin à parcourir pour se hisser au niveau des systèmes financiers les plus avancés. En dépit de la faible concentration, la concurrence entre les banques peut encore être renforcée, le prix moyen des services bancaires de base en Italie étant parmi les plus élevés d'Europe (EFMA, Capgemini, and Ing, 2005). De même, il est encore possible : de réduire les frais d'introduction en bourse; de renforcer et de rationaliser les règles en matière de gouvernement d'entreprise, de comptabilité et d'information pour toutes les sociétés, en particulier les groupes; de rehausser encore la protection des actionnaires minoritaires, surtout en autorisant les recours collectifs et en rendant plus efficace le fonctionnement des juridictions civiles. Il serait aussi utile de développer le pilier des caisses de retraite privées et de poursuivre le désengagement de l'État.

nationales imposées aux fusions transnationales d'intermédiaires financiers, sont autant de mesures qui, en éliminant les obstacles à l'intégration financière, auraient certainement pour effet de renforcer la concurrence et de promouvoir l'efficacité des transactions financières<sup>18</sup>.

### **Se prémunir contre les risques**

Le perfectionnement et la complexité grandissante du système financier doivent aller de pair avec une mise à niveau des dispositifs de contrôle et de réglementation pour renforcer la transparence et les capacités d'évaluation et de gestion des risques, tout en maîtrisant les menaces que toute carence peut faire peser sur la stabilité

financière. Les récentes turbulences financières provoquées par la crise du marché hypothécaire à surprime aux États-Unis soulignent combien il est nécessaire de disposer de cadres prudentiels — qu'ils soient adoptés par les marchés ou imposés par les instances réglementaires — pour suivre le rythme des innovations financières. En effet, les capacités insuffisantes d'évaluation et de gestion des risques, et le manque de transparence quant aux risques de contrepartie et au processus d'émission sont autant de vulnérabilités interdépendantes à l'origine des récentes turbulences.

*La gestion des risques de liquidité et de marché* par les institutions financières mérite une plus grande attention. Sachant que ces institutions dépendent davantage d'un financement de gros fortement pro-cyclique et volatil, leur liquidité doit faire

<sup>18</sup>Voir Decressin, Faruqee, and Fonteyne (2007).

l'objet d'une réglementation et d'un suivi rapprochés (par exemple, au regard de la concentration des sources de financement). De manière générale, comme les opérations sur les marchés visent de plus en plus à la fois à générer des liquidités et à dégager des bénéfices, l'évaluation prudentielle des risques doit se concentrer non seulement sur les risques de défaut, mais également sur les risques de marché qui pourraient perturber les positions de liquidité et de solvabilité des institutions financières. L'un des enseignements qui se dégage clairement des récents événements est que les risques de liquidité n'ont pas été entièrement pris en considération et que de nombreux participants ne les avaient pas correctement gérés<sup>19</sup>.

Il faut encourager les institutions financières, notamment non bancaires, à mettre à niveau leurs modèles d'évaluation des risques vu la complexité croissante des systèmes financiers, et observer avec plus de rigueur le *devoir de vigilance*. La tendance qu'ont de nombreuses institutions financières à dépendre des scores attribués par des agences de notation pour procéder à une évaluation des risques pourrait elle-même être source de risques. En règle générale, ces notes ne tiennent compte que des risques de défaut liés aux instruments financiers et non des risques de marché ou d'évaluation. Du reste, leurs modèles d'évaluation des risques de défaut tendent à être fortement sensibles à certaines hypothèses fondées sur des informations historiques limitées (par exemple, en ce qui concerne la corrélation des défauts sur les divers types d'actifs sous-jacents). Si l'on ajoute à cela le manque d'informations sur les normes de placement, le recours excessif aux agences de notation pourrait mener à ce que les risques soient mal évalués de façon généralisée et persistente, comme l'illustrent les événements

récents<sup>20</sup>. Les agences de notation devraient certes améliorer et élargir leurs panoplies d'instruments à la lumière de l'expérience récente<sup>21</sup>, mais les institutions financières doivent également renforcer les moyens dont elles disposent pour s'acquitter de leur devoir de vigilance.

L'estimation des risques pourrait être facilitée par une *melleure transparence* au regard des *normes de placement* dans le processus d'émission des prêts. Le contrôle prudentiel pourrait éventuellement s'étendre aux initiateurs des prêts, qui à l'heure actuelle ne sont pas couverts par la réglementation. Autre possibilité envisageable, les normes de placement pourraient être vérifiées par une tierce partie véritablement indépendante.

Le renforcement de la *norme d'information applicable au risque de contrepartie* serait également bénéfique. Une information insuffisante sur les engagements des intervenants — compte tenu notamment de leurs activités conditionnelles et hors bilan — a pour effet d'accroître l'incertitude pour les prêteurs potentiels et pourrait gripper les mécanismes de financement en période de tensions. Il pourrait être nécessaire d'envisager un traitement comptable et réglementaire plus complet et uniforme des instruments financiers illiquides et des opérations conditionnelles et hors bilan.

Enfin, il faudrait sans doute renforcer davantage la *capacité de supervision* des autorités. La coopération entre instances de supervision de secteurs ou de pays différents pourrait être renforcée. Les compagnies d'assurances et les fonds de pension prennent de plus en plus en charge les risques transférés par les banques au moyen d'instruments financiers complexes. Par conséquent, il serait fortement souhaitable, le cas échéant, de promouvoir un partage plus important

<sup>19</sup>De manière plus précise, les facteurs et considérations juridiques relatifs aux risques de réputation pourraient pousser les banques à réintégrer les produits hors bilan et à dénouer les engagements de financement conditionnel.

<sup>20</sup>Le manque de transparence du processus d'émission peut lui-même inciter les émetteurs à relâcher les normes de placement.

<sup>21</sup>Par exemple, il est question depuis peu de créer des indices permettant de prendre en compte les risques d'évaluation dans les analyses des agences de notation.

## 1. Réglage des systèmes financiers dans les pays avancés

du savoir-faire entre les superviseurs pruden-  
tiels des secteurs des assurances et des fonds de  
pension et leurs homologues bancaires. Il pourrait  
éventuellement être nécessaire de revoir l'efficacité  
de la *gestion des crises* assurée par les instances  
réglementaires et les banques centrales,  
notamment dans le traitement des institutions  
posant des problèmes particuliers et dans celui des

tensions liées aux liquidités touchant l'ensemble  
du système. Globalement, la riposte des banques  
centrales a été efficace, mais les autorités  
européennes pourraient être amenées à consolider  
leurs capacités à appliquer des mesures correctives  
rapides et à intervenir promptement dans les  
institutions en difficulté afin de préserver le climat  
général de confiance.



## 2. Gérer la financiarisation rapide des pays émergents d'Europe

*Dans des pays émergents d'Europe, la convergence des revenus s'est accompagnée d'une financiarisation rapide. Les intermédiaires financiers ont joué un rôle de premier plan dans l'acheminement des flux de capitaux vers la région, ce qui a bénéficié tant aux consommateurs et aux producteurs qu'aux investisseurs. Or, la convergence s'opère avec une telle rapidité qu'elle engendre des risques à court terme et des défis à moyen terme. Pour «conduire vite en toute sécurité», et permettre ainsi que la convergence se fasse en douceur, les responsables devront faire preuve de prudence. Face aux incertitudes, il sera essentiel de réduire les facteurs de vulnérabilité et de mettre en place des dispositifs capables d'amortir les chocs. Là où la convergence s'est accompagnée d'importants déséquilibres extérieurs, il s'agit de se «préparer à négocier le prochain virage», autrement dit de redresser ces déséquilibres tout en évitant un ajustement douloureux. Pour cela, les ressources devront pouvoir se déplacer sans entraves vers les investissements productifs, en particulier dans le secteur des biens échangeables. Il faudra renforcer le système financier et accroître la souplesse des marchés du travail et des capitaux.*

Depuis plusieurs années, les systèmes financiers des pays émergents d'Europe jouent un rôle fondamental dans la convergence et l'intégration économiques de ces pays avec les pays avancés. Avec l'investissement direct étranger (IDE), les systèmes financiers ont été les principaux vecteurs de l'afflux de capitaux vers la région. Dans la plupart des pays bénéficiaires, les intermédiaires financiers ont été les artisans d'une financiarisation rapide, voire effrénée<sup>22</sup>.

---

Note : les principaux auteurs de ce chapitre sont Rudolf Bems et Philip Schellekens. Les travaux analytiques de base ainsi que le détail des simulations sont présentés dans Bems and Schellekens (2007).

<sup>22</sup>Par financiarisation, on entend ici simplement l'expansion du crédit aux ménages et entreprises non financières résidents.

Pour les emprunteurs et les investisseurs, la rapidité de la financiarisation a apporté des avantages, mais aussi des risques. Les avantages ont pris la forme du lissage de la consommation, de la diversification et du partage des risques, mais ils sont inégalement répartis. Le rythme de financiarisation varie nettement d'un pays à l'autre. Et on peut craindre qu'il soit trop rapide dans certains pays, ce qui risque de nuire à la stabilité macroéconomique et financière.

Les responsables s'interrogent : faut-il s'efforcer de gérer au mieux cette financiarisation rapide et, dans l'affirmative, comment procéder? De l'avis de certains observateurs, comme les pays avancés vers la prospérité sur une voie à sens unique, les risques sont minimes comparés aux avantages. Pour d'autres, en revanche, les risques sont élevés et se font plus menaçants, comme en témoigne la très forte accentuation des déséquilibres. Enfin, ceux qui ont tenté de freiner les afflux de capitaux et l'expansion du crédit ont échoué parce que les moyens d'action dont ils disposaient se sont révélés insuffisants ou inefficaces.

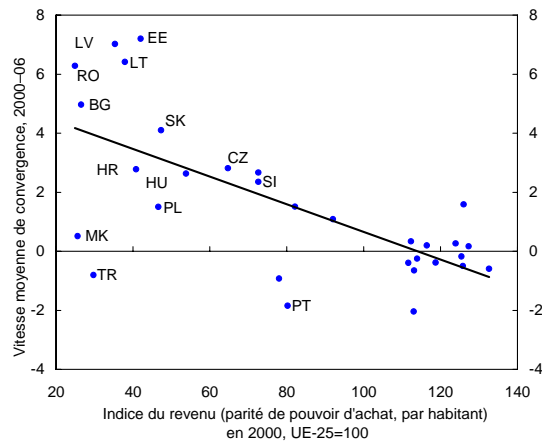
Compte tenu des considérations qui précèdent, le présent chapitre, après un examen du rôle de la finance dans le processus de convergence, préconise une approche à deux volets pour faire face aux problèmes que la financiarisation rapide pose aux pouvoirs publics :

- *Conduire vite en toute sécurité.* L'action des pouvoirs publics n'ayant guère permis de ralentir le rythme d'expansion du crédit, les responsables doivent s'efforcer de réduire les facteurs de vulnérabilité et de constituer des marges de sécurité. Cette prudence s'impose, car nul ne sait avec certitude dans quelle mesure le rythme de convergence observé est un phénomène d'équilibre. En outre, elle offre

un rempart contre les brusques changements d'humeur des marchés qui peuvent survenir quel que soit l'état de santé fondamentale de l'économie.

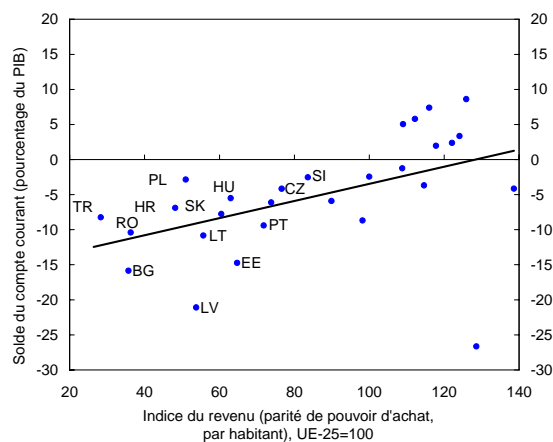
- *Se préparer à négocier le prochain virage.* On oublie souvent que le processus de convergence en cours entraînera une réorientation

**Graphique 21. Convergence en Europe, 2000–06**



Sources : Eurostat et calculs des services du FMI.  
 Note : dans chaque période, les niveaux de revenu des différents pays sont indexés de manière que la moyenne pour l'UE-25 soit normalisée à 100. Les niveaux de revenu sont fondés sur les données d'Eurostat relatives au revenu par habitant sur base PPA. La vitesse de convergence moyenne est la moyenne géométrique des variations de l'indice sur la période 2000–06. L'échantillon est composé des 25 États membres de l'UE, plus la Croatie, l'Islande, l'ex-République yougoslave de Macédoine, la Roumanie, la Suisse et la Turquie. Les noms de pays sont abrégés selon les codes normalisés ISO.

**Graphique 22. Soldes des comptes courants et niveaux de revenu en Europe, 2006**



Sources : Eurostat et calculs des services du FMI.  
 Note : dans chaque période, les niveaux de revenu des différents pays sont indexés de manière que la moyenne pour l'UE-25 soit normalisée à 100. L'échantillon est composé des 25 États membres de l'UE, plus la Croatie, l'Islande, l'ex-République yougoslave de Macédoine, la Roumanie, la Suisse et la Turquie. Les noms de pays sont abrégés selon les codes normalisés ISO.

fondamentale des économies concernées. Les déséquilibres tenaces des transactions courantes devront évoluer dans une autre direction et les ressources devront être réorientées vers les investissements productifs, en particulier dans le secteur des biens échangeables afin de stimuler les exportations; autrement, on ne peut exclure une correction brutale ou une période prolongée de croissance au ralenti. Les agents du secteur privé devront être conscients que ce retournement est inévitable. Les responsables seraient bien inspirés de concentrer leurs efforts sur les réformes de nature à faciliter un rééquilibrage en douceur des sources de la croissance.

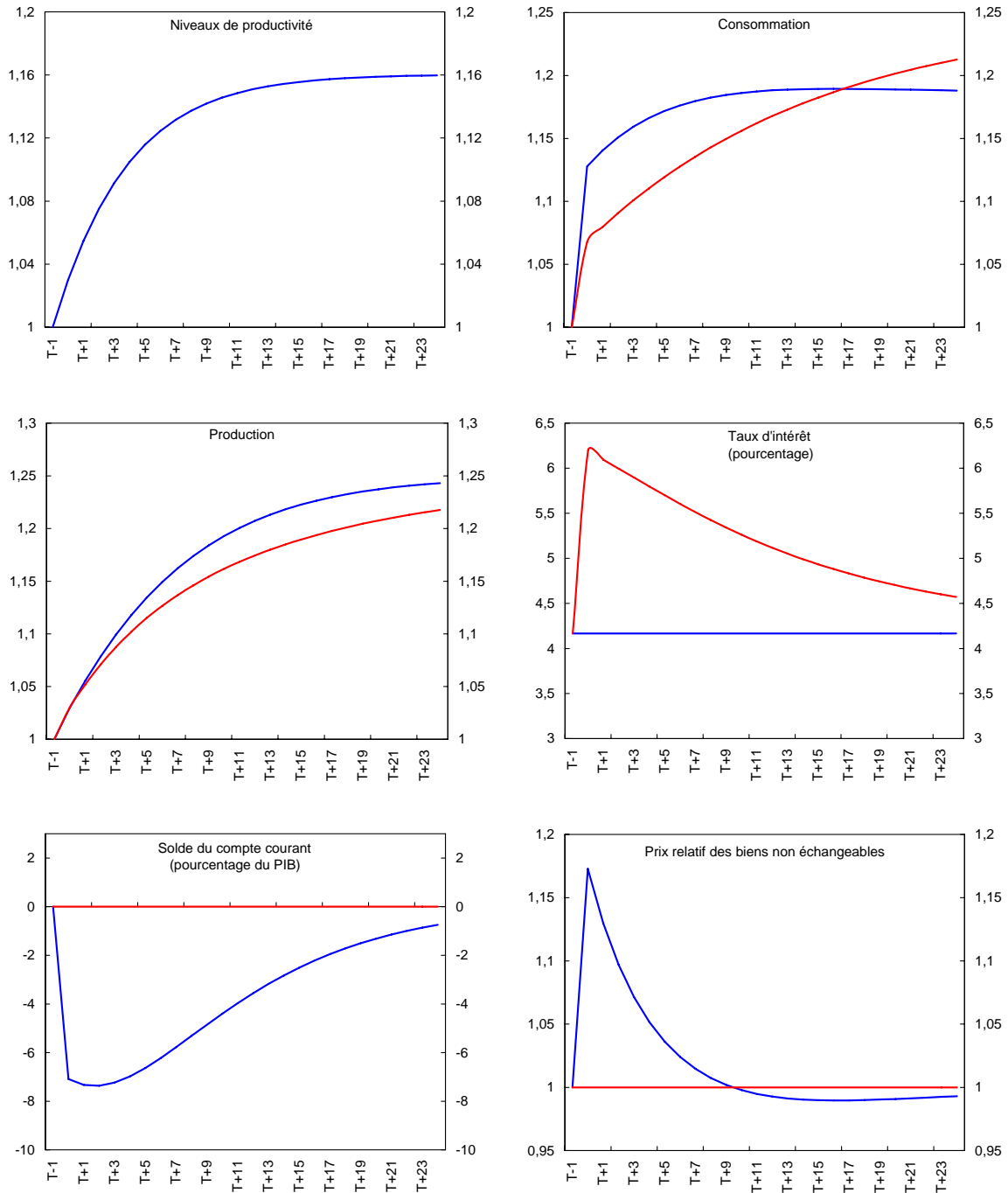
## Le rôle de la finance dans la convergence

### Afflux de capitaux et financiarisation

Dans les pays émergents, la convergence a été grandement facilitée par l'afflux massif de capitaux. Ces vingt dernières années, il est clairement apparu que le potentiel de croissance de ces pays était considérable. À mesure qu'ils s'ouvraient et que leurs systèmes financiers atteignaient un seuil de développement minimal, les investisseurs ont saisi l'occasion d'injecter des capitaux, ce qui a accéléré le processus de convergence. Les niveaux de revenu ont vite rattrapé leur retard, les progrès les plus rapides ayant été observés dans les pays baltes, en Bulgarie et en Roumanie (graphique 21), pays qui étaient partis de niveaux relativement faibles. On ne s'étonnera guère qu'ils aient aussi enregistré les plus grands déficits courants de la région (graphique 22).

En principe, le moyen le plus rapide de parvenir à la prospérité suppose un certain afflux de capitaux (graphique 23). En effet, lorsque les capitaux n'arrivent pas, par exemple parce que les bailleurs de fonds doutent de la capacité de remboursement d'un pays, la consommation et

Graphique 23. Convergence avec et sans afflux de capitaux



Source : calculs des services du FMI.

Note : les courbes bleues et rouges renvoient respectivement aux situations avec et sans afflux de capitaux. Le choc de productivité est le même dans les deux cas. Les intervalles de temps sont exprimés en années. Pour les détails de la simulation, voir Bems and Schellekens (2007).



**Tableau 4. Crédit aux ménages et aux entreprises non financières, 2000–06**  
(Pourcentage du PIB)

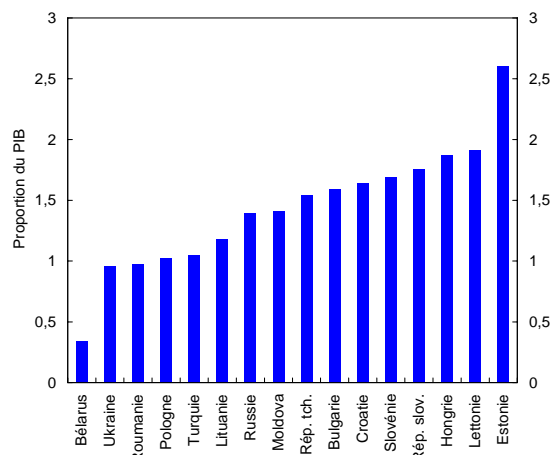
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Variation annuelle moyenne
Bulgarie	14,9	16,3	21,4	28,5	41,4	50,1	62,1	6,7
Croatie	49,9	52,4	63,6	66,7	70,1	83,5	96,6	7,8
Estonie	28,5	30,4	33,0	37,6	48,1	67,4	95,4	9,6
Hongrie	35,6	35,5	36,3	42,9	45,6	50,8	55,6	2,9
Lettonie	19,5	25,8	31,8	40,6	51,1	70,8	93,1	10,5
Lituanie	14,8	15,0	16,7	23,0	28,6	38,3	54,0	5,6
Pologne	24,3	25,3	26,5	28,2	26,9	28,8	34,7	1,5
Roumanie	12,4	13,5	15,3	18,6	21,5	25,9	34,6	3,2
Russie	15,7	18,8	20,9	24,8	27,4	30,6	33,6	2,6
Serbie		12,0	14,9	14,4	18,1	23,3	24,3	2,1
République slovaque				32,3	29,7	35,3	40,1	2,0
République tchèque		34,2	31,1	33,2	34,5	38,5	45,0	1,8
Slovénie	44,4	46,9	49,0	51,7	54,9	67,4	76,9	4,6
Ukraine	12,2	14,6	19,5	27,4	28,9	37,1	51,7	5,6
Turquie	30,7	32,8	25,0	24,9	27,8	34,4	43,2	1,8

Sources : Banque des règlements internationaux, autorités nationales et calculs des services du FMI.  
Notes : les données incluent le crédit direct de l'étranger. La variation annuelle moyenne est la variation en points de pourcentage du ratio crédit/PIB pendant la période considérée pour chaque pays.

l'investissement se développent plus lentement. Il faut alors dégager de l'épargne pour financer l'expansion, ce qui nécessite un relèvement des taux d'intérêt. L'afflux de capitaux accélère le processus de convergence : la consommation peut progresser plus rapidement et augmenter bien avant que la production ne s'accroisse.

Les systèmes financiers ont joué un rôle d'intermédiaire fondamental dans l'acheminement des capitaux vers les pays émergents d'Europe et ont ainsi accéléré le rythme de la financiarisation. Dans un premier temps, les financements sont arrivés en grande quantité, surtout sous forme d'IDE. Par la suite, toutefois, le développement financier et la concentration du secteur bancaire se sont poursuivis avec l'aide des investisseurs

**Graphique 24. Avoirs et engagements extérieurs par rapport au PIB, 2005**  
(Pourcentage)



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*.

étrangers, et les systèmes financiers ont acquis un rôle primordial.

La financiarisation a été presque exclusivement le résultat de la forte expansion du crédit par l'intermédiaire des banques (tableau 4). Cependant, cette expansion ne s'est pas faite de façon uniforme dans tous les pays, ce qui s'explique en partie par le fait qu'ils sont partis de niveaux différents. Si la financiarisation s'est opérée à très vive allure dans les pays baltes et dans les Balkans, dans d'autres pays, tels que la République tchèque et la Pologne, le rythme a été beaucoup plus modéré, en tout cas jusqu'à une date très récente.

### Mondialisation financière et risque

L'un des aspects frappants de la convergence dans les pays émergents d'Europe est qu'elle a eu lieu alors que la mondialisation financière s'accroissait. Celle-ci a ouvert d'énormes possibilités de diversification et de partage des risques, ce qui a accru encore le rôle de la finance dans la convergence. Le degré de mondialisation financière, mesuré par le ratio total des avoirs et engagements extérieurs/PIB, a atteint des niveaux élevés dans un grand nombre de pays émergents d'Europe (graphique 24). De plus, comme on peut le voir au graphique 22, les capitaux se déplacent des pays riches vers les pays plus pauvres.

Dans ce processus de convergence, la diversification et le partage des risques ont été les résultats concrets d'opérations des banques étrangères et de l'afflux d'IDE. Désireuses d'accroître leur rentabilité, les banques étrangères se sont en effet diversifiées en dotant leurs filiales à l'étranger de grandes quantités de capital-risque. Ce capital-risque sert à financer des opérations offrant la perspective de rendements élevés. La manière dont les IDE partagent les risques est bien connue : ils cherchent à exploiter le potentiel de bénéfices lié à une évolution plus favorable que prévu de la situation, mais ils assument aussi une partie des risques liés à des résultats moins bons que prévu.

En principe, un plus grand partage des risques améliore le bien-être et peut accélérer encore le processus de convergence. L'incertitude des résultats fait partie intégrante de ce processus, surtout lorsque ce qui se passe aujourd'hui dépend de la hausse attendue de la productivité et des revenus. La mondialisation financière peut permettre de transférer le risque à ceux qui sont le plus disposés à l'assumer. Ainsi, du point de vue des emprunteurs, la possibilité d'un meilleur partage des risques rend encore plus attrayants les capitaux étrangers, ce qui a pour effet de creuser le déficit courant.

### Les deux phases de la convergence

En quoi l'afflux de capitaux et le processus de financiarisation ont-ils permis aux économies de converger vers des niveaux de revenu plus élevés? Pour répondre à cette question, il est utile de considérer, de façon stylisée, deux phases qui présentent chacune des défis différents pour les pouvoirs publics :

- Pendant la *phase d'expansion*, les capitaux affluent en abondance, le déficit courant se creuse et les dépenses pour l'acquisition de biens échangeables et non échangeables s'accroissent. Si les biens échangeables peuvent être aisément importés, ce n'est pas le cas des biens non échangeables, qui doivent être produits localement, ce qui crée un goulet d'étranglement pendant la phase d'expansion. Le surcroît de demande pousse à la hausse le prix relatif des biens non échangeables, provoque une appréciation réelle de la monnaie et entraîne un déplacement des ressources vers le secteur des biens non échangeables.
- Sauf accident, ce stade est suivi d'une *phase de réorientation* caractérisée par un rééquilibrage du compte courant. Le secteur des biens non échangeables se dote progressivement de capacités, ce qui a pour effet d'atténuer les tensions sur les prix. Le prix relatif des biens non échangeables diminue et les ressources reviennent vers le secteur des biens

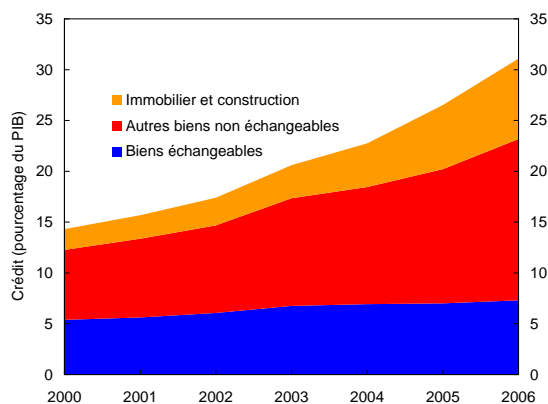
échangeables. Celui-ci devra se développer afin de satisfaire la demande intérieure et de permettre le financement du service de la dette extérieure.

Manifestement, la plupart des pays émergents d'Europe en sont encore à la première phase (expansion) de convergence. En témoignent l'écart de revenu qui subsiste encore par rapport aux pays avancés et le fait que la financiarisation en cours continue de bénéficier de façon disproportionnée au secteur des biens non échangeables. Ainsi, alors que de 2000 à 2006, le crédit au secteur des biens échangeables non financiers a stagné, le crédit au secteur des biens non échangeables a plus que doublé (graphique 25). Au cours de la même période, le crédit accordé aux ménages pour l'achat ou la construction de logement a triplé, alors que le crédit à la consommation et les autres types de crédit ont à peu près doublé (graphique 26).

### Conduire vite en toute sécurité

Que faire pour que la phase d'expansion se déroule sans à-coups et place fermement le pays sur une trajectoire d'amélioration du bien-être et d'accélération de la croissance? Naturellement,

**Graphique 25. Crédit aux corporations non financières, 2000-06**



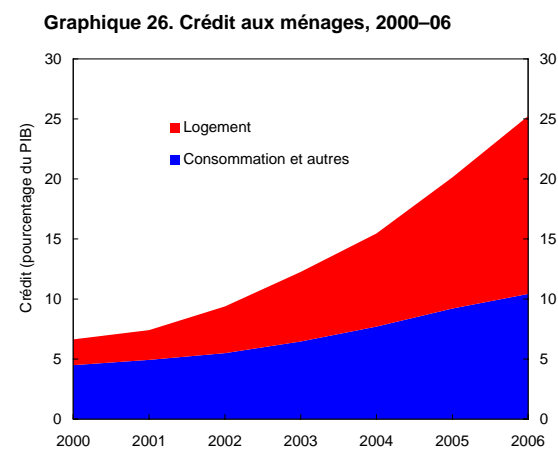
Sources : autorités nationales et calculs des services du FMI.

Notes : les chiffres afférents au crédit ne comprennent pas le crédit direct de l'étranger. L'échantillon est composé des pays suivants : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Russie, Serbie, République slovaque, République tchèque, Slovaquie, Turquie et Ukraine.

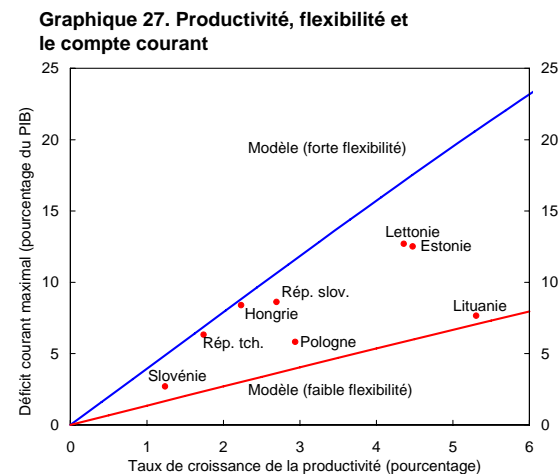
plus la convergence est rapide, plus vite ses avantages se matérialisent, mais aussi plus probable est l'apparition de risques. Au cours de la phase d'expansion, le premier impératif est donc de «conduire en toute sécurité». Mais quelles sont les limites de vitesse? Peut-on savoir si elles sont dépassées? Et comment les pouvoirs publics peuvent-ils intervenir?

### Connait-on les limites de vitesse?

Bien évidemment, cette question se prête particulièrement au débat (Demekas, 2007). En



Sources : autorités nationales et calculs des services du FMI.  
Notes : les chiffres afférents au crédit ne comprennent pas le crédit direct de l'étranger. L'échantillon est composé des pays suivants : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Russie, Serbie, République slovaque, République tchèque, Slovénie, Turquie et Ukraine.



Source : calculs et simulations des services du FMI.  
Note : données empiriques : moyenne annuelle géométrique du taux de croissance de la productivité totale des facteurs et déficit courant maximal par rapport au PIB de 2000 à 2005. Simulations : le choc consiste en une accentuation persistante de la croissance de la productivité. Pour les détails des simulations, voir Bems and Schellekens (2007).

effet, non seulement les limites de vitesse à fixer pour les entrées de capitaux et la financiarisation sont difficiles à déterminer, mais elles diffèrent en fonction du pays et évoluent dans le temps. Considérons les trois facteurs importants suivants :

- *Gains de productivité.* Comment s'annonce l'avenir? La limite de vitesse optimale dépend beaucoup de la réponse. La perspective de gains de productivité plus élevés justifiera un relèvement de la limite de vitesse ou, en d'autres termes, un creusement des déficits courants. Mais des déficits plus importants supposent aussi un plus grand redéploiement des ressources à destination et en provenance du secteur des biens non échangeables, ce qui accentuera les fluctuations de prix.
- *Flexibilité des marchés de facteurs.* Avec quelle souplesse une économie peut-elle se préparer à cet avenir engageant? À cet égard, la souplesse des marchés du travail et des capitaux joue un rôle essentiel. Plus ces marchés seront souples, plus ils pourront s'accommoder de limites de vitesse élevées et de déséquilibres prononcés.
- *Développement financier.* Quel est le stade de développement financier initial de l'économie? Les pays émergents d'Europe sont encore très différents des pays avancés en matière de réglementation, de surveillance et d'infrastructure financières. Là où de nouvelles réformes s'imposent, la convergence et la financiarisation vont s'accélérer. Cependant, le rythme de la financiarisation doit être à la mesure du développement financier. Par exemple, en l'absence de dispositions bien conçues pour régir la liquidation des garanties, une expansion rapide du crédit pourrait créer inutilement des risques systémiques (Schellekens, 2000).

La théorie économique n'apporte des éléments de réponse que sur le plan qualitatif. Cela dit, le graphique 27 est instructif. D'un point de vue conceptuel, un creusement des déficits courants est compatible avec une amélioration des gains de productivité (droites à pente positive, d'après

les simulations du modèle) et, pour une amélioration donnée de la productivité, la flexibilité des marchés du travail et des capitaux permet d'emprunter davantage à l'étranger (ligne bleue et ligne rouge). L'introduction de données effectives dans le graphique permet de constater qu'une série de facteurs doivent être pris en compte pour déterminer si les déficits courants sont trop élevés. Si les marchés de facteurs sont peu flexibles (ligne rouge), tous les pays semblent aller trop vite. Inversement, si les marchés de facteurs sont hautement flexibles (ligne bleue), ils donnent alors l'impression d'avancer péniblement. Par conséquent, il est presque impossible de connaître a priori les limites de vitesse; mais l'augmentation de la productivité et la souplesse des marchés de facteurs influent de façon fondamentale sur la viabilité du compte courant.

### Dépassement des limites de vitesse

Lorsque la conduite devient dangereuse, les responsables ont clairement le devoir d'intervenir. En effet, si les limites de vitesse sont dépassées, la convergence et la financiarisation engendrent toute une série de préoccupations auxquelles il faut répondre, préoccupations qui, en outre, risquent d'être amplifiées par le secteur financier. À cet égard, la Lettonie offre une étude de cas intéressante (encadré 6).

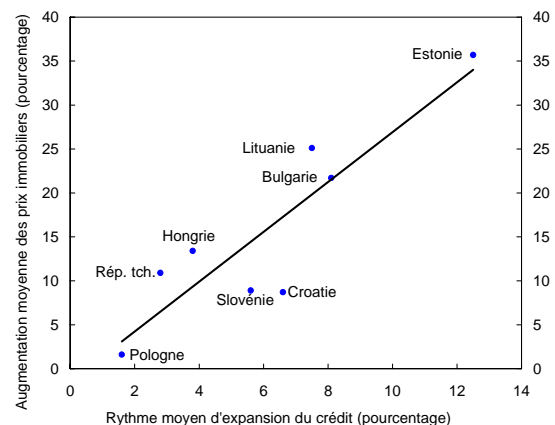
Parmi les préoccupations d'ordre macroéconomique, la principale est que le non-respect des limites de vitesse a pour effet que la demande dépasse l'offre, ce qui soumet les prix et les salaires à des tensions excessives et entraîne une surchauffe. Normalement, les politiques monétaire et budgétaire peuvent corriger cette situation, mais elles sont moins efficaces dans les petits pays soumis à un afflux de capitaux, de sorte que la surchauffe peut s'accompagner d'une perte de compétitivité et d'une inflation des prix des actifs. Par la suite, le service de la dette peut devenir problématique lorsque les taux de change et les prix des actifs s'ajustent, surtout si cet ajustement est brutal,

comme l'ont montré les crises survenues récemment dans les pays émergents.

Le secteur financier peut amplifier ces facteurs de vulnérabilité de plusieurs manières :

- Le secteur financier peut accroître la *volatilité* d'une économie par le jeu de l'«accélérateur financier» (Kiyotaki and Moore, 1997). En principe, les banques et les établissements financiers exigent des garanties avant d'accorder des prêts. Lorsque les prix des actifs augmentent, la valeur des garanties augmente aussi, ce qui «accélère», autrement dit augmente, la capacité des emprunteurs d'obtenir des crédits. Or, il est fort possible que le prêt initial ait été lui-même à l'origine de l'augmentation du prix de l'actif. Le résultat est que les prix ont tendance à devenir plus volatils en raison de l'interaction entre les prêts et la valeur des garanties (graphique 28).
- Lorsque les établissements financiers se font concurrence pour obtenir des parts de marché, *les normes observées en matière de prêt* peuvent se relâcher. Les ménages et les entreprises peuvent se retrouver avec une dette, ou des risques, trop lourds,

**Graphique 28. Rythme d'augmentation du crédit et des prix immobiliers, 2002–06**



Sources : Égert and Mihaljek (2007), Tableau 1, et calculs des services du FMI.

Note : le rythme d'expansion du crédit est l'augmentation annuelle en points de pourcentage du ratio crédit/PIB, exprimée en moyenne pour la période 2002–06. Le terme de «crédit» désigne ici le crédit aux ménages et aux entreprises non financières, y compris le crédit direct de l'étranger.

### Encadré 6. Excès de vitesse financier en Lettonie

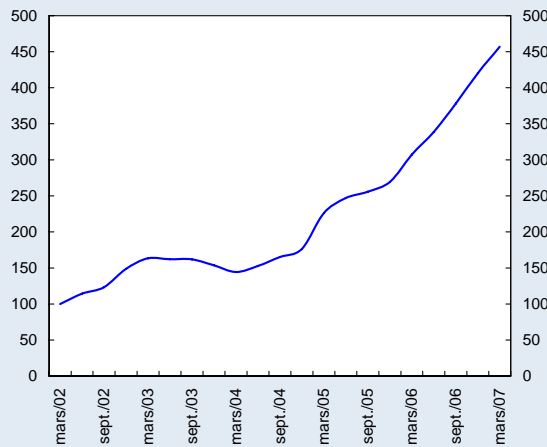
Peut-être plus que d'autres pays devenus récemment membres de l'Union européenne, la Lettonie a bénéficié d'une très rapide convergence des revenus au cours de la décennie écoulée. L'intégration plus poussée des marchés de biens, de capitaux et de services dans le reste de l'Europe a créé un climat

d'investissement favorable et stimulé l'afflux de financements étrangers. En conséquence, le stock de capital et de technologie a augmenté et de nouvelles possibilités d'emploi sont apparues, tant en Lettonie qu'à l'étranger.

Dernièrement, en raison de la croissance rapide du crédit et des salaires, la Lettonie s'est écartée d'une trajectoire de croissance équilibrée et viable. La surchauffe s'est intensifiée, ce qui a entraîné un déficit record du compte courant et amplifié l'endettement extérieur. La croissance rapide des crédits en euros s'est traduite par un déséquilibre entre les monnaies de libellé des actifs et des passifs aux bilans des ménages et des entreprises. Des politiques prudentielles et macroéconomiques procycliques ont aggravé ces tendances.

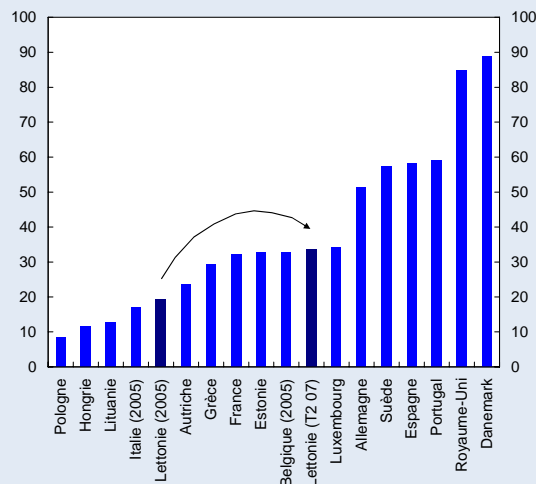
Des emprunts immobiliers massifs ont provoqué un détournement des ressources vers le secteur des biens non échangeables et la compétitivité s'en est ressentie (premier et second graphiques). Ce schéma de développement déséquilibré est la conséquence de la sous-imposition de l'immobilier par rapport aux autres secteurs et du sentiment répandu chez les banquiers que les prêts immobiliers sont moins risqués que les prêts au secteur manufacturier. L'immobilier a été rendu encore plus attrayant comme formule d'épargne par des taux d'intérêt réels négatifs, l'absence d'autres possibilités d'épargne comparables et, jusqu'à une date récente, la flambée des prix de l'immobilier, autant de facteurs qui ont renforcé le sentiment que ce type d'opération était toujours rentable. La petite taille de la Lettonie et sa main-d'œuvre limitée ont empêché l'établissement de grands projets manufacturiers axés sur l'exportation.

#### Évolution des prix réels de l'immobilier



Source : Latio Immobilier.  
Note : corrigé de l'indice des prix à la consommation harmonisé; T1 2002 = 100.

#### Hypothèques des ménages en Lettonie et d'autres pays (Pourcentage du PIB)



Sources : autorités lettones, European Mortgage Federation, Eurostat et calculs des services du FMI.  
Note : hypothèques des ménages, 2006, sauf indication contraire.

Pour que le pays retrouve une trajectoire de croissance équilibrée, il faudra freiner l'augmentation des dépenses intérieures et des salaires :

Note : le principal auteur de cet encadré est Gavin Gray.

- L'abandon de la politique budgétaire procyclique serait immédiatement bénéfique. En signalant que les autorités se préoccupent de l'aggravation des déséquilibres, cette décision tempérerait aussi les anticipations par trop optimistes du secteur privé.
- Des mesures visant à limiter les prêts et à améliorer le profil de risque des nouvelles créances aideraient à atténuer les risques pour la stabilité macroéconomique et financière. L'obligation de n'accorder des prêts que sur la base des revenus dûment établis par des documents légaux, la création d'un registre global pour tous les prêts et l'imposition d'un apport personnel minimal de 10 % sont autant de facteurs qui concourraient à la réalisation de ces objectifs.
- Une réglementation financière plus étoffée aiderait à inciter les banques à internaliser les risques systémiques afférents au marché de l'immobilier et au marché des devises. L'autorité de réglementation financière pourrait intensifier les inspections sur place dans les grandes banques pour veiller à ce que les modèles de risque de crédit soient adaptés au contexte letton.

D'autres efforts s'imposent pour rééquilibrer les incitations à investir dans le secteur des biens échangeables :

- Les incitations à investir dans l'immobilier doivent être réduites. Les relèvements récents des impôts fonciers et le projet de prélèvements périodiques sur la base de la valeur cadastrale sont des mesures qui vont dans le bon sens. Mais, pour qu'elles soient efficaces, il faudra améliorer l'administration des impôts fonciers.
- Le secteur public pourrait, par le biais d'accords salariaux, démontrer qu'il entend veiller à ce que les salaires n'augmentent pas plus vite que la productivité. De même, les partenaires sociaux pourraient s'efforcer de parvenir à un large consensus en faveur de la modération salariale.
- De façon plus générale, l'évolution vers des produits à plus forte valeur ajoutée suppose que les employeurs participent davantage à l'élaboration des programmes scolaires et que les fonds structurels de l'UE soient axés en priorité sur le développement des ressources humaines, l'entrepreneuriat et l'innovation dans les secteurs d'exportation nouveaux et traditionnels.

par exemple lorsque les prêts sont effectués en devises ou exclusivement à des taux d'intérêt variables. Ce comportement a joué un rôle important dans la crise des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis. Dans les pays émergents d'Europe, c'est le volume considérable des engagements en devises qui est la principale source de préoccupation (graphique 29).

- *L'excès de confiance* peut aboutir à une succession de phases d'expansion et de récession. Il peut être dû à la perspective de l'adoption de l'euro ou de l'adhésion à l'Union européenne. Il se peut que les emprunteurs et les prêteurs soient trop optimistes quant à l'évolution future de la productivité et du revenu. Le secteur financier peut permettre aux agents trop

optimistes d'emprunter, ce qui pousse les prix au-delà des niveaux que justifieraient les données fondamentales de l'économie (graphique 30). Mais si ces anticipations ne sont pas validées, le repli sera encore plus prononcé.

- *La contagion par les banques étrangères* est une autre source de préoccupation. Certes, la forte présence de banques étrangères (graphique 31) a accru l'offre de crédit et, plus généralement, elle a favorisé les réformes et le développement financiers. Il est vrai que le soutien de maisons-mères bien capitalisées rend les banques moins vulnérables aux conditions financières locales. C'est la raison pour laquelle on a aussi pu voir dans la présence des banques étrangères un facteur de stabilité.

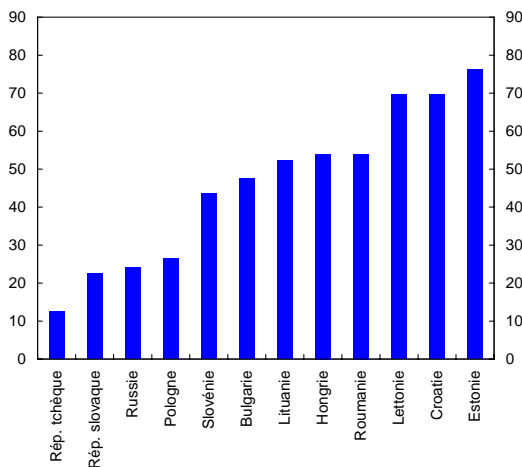


Cependant, la forte concentration d'acteurs internationaux et la similarité de leurs activités exposent les pays émergents aux risques de contagion qu'entraîne le recours aux mêmes créanciers (tableau 5). Un changement d'humeur du marché ou une réorientation de la stratégie au niveau de la maison-mère risque d'amplifier l'effet des chocs exogènes sur le pays d'accueil et d'avoir des répercussions dans toute la région.

### Réduire les facteurs de vulnérabilité et constituer des marges de sécurité

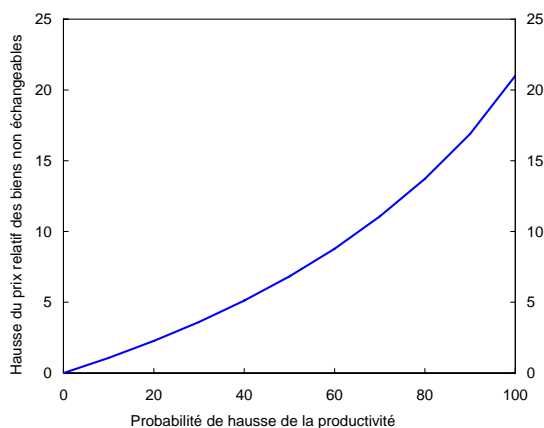
Face à cette incertitude considérable concernant les limites de vitesse alors que les coûts potentiels des facteurs de vulnérabilité ne font aucun doute, les responsables de la plupart des pays ont pris des mesures concrètes pour remédier à cette vulnérabilité. Ils ont durci leurs politiques macroéconomiques, en relevant les taux d'intérêt ou en fixant des obligations plus strictes en matière de réserves et de liquidité et en réduisant les déficits budgétaires ou en dégagant des excédents. Les règles prudentielles et de surveillance ont aussi été durcies et les contrôles ont été renforcés afin de garantir que les banques respectent des normes acceptables lorsqu'elles

**Graphique 29. Part des prêts en devises dans le total des prêts, 2006**  
(Pourcentage)



Sources : Banque centrale européenne et autorités nationales.

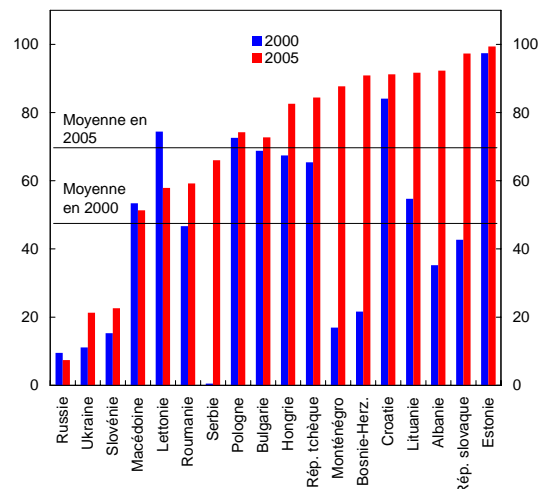
**Graphique 30. Effet de la confiance sur le prix relatif des biens non échangeables**  
(Pourcentage)



Source : simulations des services du FMI.

Note : la probabilité est celle qu'une hausse de la productivité finisse par se produire. La hausse du prix relatif des biens non échangeables est mesurée par rapport aux valeurs initiales en état stable antérieures au choc. Pour les détails des simulations, voir Bems and Schellekens (2007).

**Graphique 31. Part des actifs détenus par des banques étrangères, 2000 et 2005**  
(Pourcentage)



Source : Banque européenne pour la reconstruction et le développement et calculs des services du FMI.

**Tableau 5. Engagements des banques dans les pays émergents, 2006**  
(Pourcentage du total des engagements)

	Autriche	Belgique	Suède	Allemagne	France	Italie	Portugal	Finlande
UE-10	34,7	5,6	10,3	2,6	1,9	11,4	6,6	9,9
Bulgarie	0,9	...	...	...	...	0,5	...	...
Estonie	0,1	...	3,6	...	...	...	...	3,9
Hongrie	6,2	1,2	0,0	0,7	0,2	2,6	0,3	...
Lettonie	0,1	...	3,3	0,1	...	...	...	2,6
Lituanie	0,1	...	2,9	0,1	...	...	...	3,2
Pologne	2,8	1,0	0,5	0,8	0,2	4,8	6,2	0,1
Roumanie	8,7	...	...	0,5	0,4	0,8	...	...
République slovaque	5,6	0,6	...	0,1	...	2,5	...	...
République tchèque	8,9	2,6	...	0,2	1,0	0,6	0,1	...
Slovénie	2,2	0,2	...	0,1	0,1	0,1	...	...
Autres pays émergents d'Europe	14,6	1,0	0,4	1,7	1,2	7,0	1,0	0,5
Autres pays émergents	1,0	0,6	0,5	1,6	1,6	1,0	4,1	0,4
Reste du monde	49,6	92,6	88,7	94,1	95,3	80,5	88,3	89,2

Source : Banque des règlements internationaux.

accordent des prêts. Dans un petit nombre de cas, des coefficients marginaux de réserves obligatoires ont été imposés pour les emprunts en devises (Hilbers, Ötker-Robe and Pazarbasioglu, 2007).

Ces mesures ont aidé à freiner la croissance du crédit, mais dans la plupart des pays elle se poursuit à un rythme rapide et préoccupant. Les pays où la politique budgétaire est relativement stricte connaissent encore un afflux de capitaux et des déficits courants considérables (c'est le cas de la Bulgarie et de l'Estonie). La croissance rapide des dépôts et l'accès facile au financement de la maison-mère ont limité l'impact que les mesures prises par les pouvoirs publics auraient pu avoir sur le coût de financement des banques. Le durcissement sensible des obligations en matière de réserves semble avoir eu, au mieux, un effet temporaire sur la croissance du crédit, les emprunteurs et les banques ayant trouvé des moyens de contourner ces restrictions (c'est ce qui s'est passé, par exemple, en Croatie et en Lettonie). Lorsque les restrictions se traduisent par des emprunts directs à l'étranger, cela soulève des questions d'ordre prudentiel. Enfin, les études sur ce sujet montrent que les restrictions imposées aux mouvements de capitaux, outre qu'elles sont pratiquement impossibles dans les États membres de l'Union européenne, n'ont pas forcément un effet durable (Fonds monétaire international, 2007c).

Que faire d'autre? Alors que l'expansion est une réalité et que les mesures prises s'avèrent largement inefficaces pour freiner le mouvement, il importera de réduire encore les facteurs de vulnérabilité et de mettre en place des marges de sécurité. Les responsables devront faire preuve de pragmatisme et tenir compte du scénario le plus pessimiste. Ils pourraient ainsi soit renforcer, soit maintenir en place les mesures ci-après (les exemples des pays où le FMI a préconisé ces mesures sont indiqués entre parenthèses) :

- *Resserrement des politiques macroéconomiques* : durcissement de la politique budgétaire de manière à calmer les pressions qui s'exercent

sur la demande ou, en tout cas, à ne pas les aggraver (pays baltes); suppression des incitations contribuant à l'expansion du secteur des biens non échangeables (Lettonie); mesures visant à promouvoir une modération salariale en rapport avec les gains de productivité (Roumanie); durcissement de la politique monétaire (Ukraine); relèvement des réserves obligatoires (Bulgarie).

- *Durcissement des normes prudentielles* : efforts visant à éliminer les distorsions qui touchent les activités de prêt, à savoir, par exemple : répartition risquée des prêts par secteur, emprunts en devises à découvert, comportement imprudent des banques en matière de financement, bulles immobilières ; identification des ratios de fonds propres spécifiquement pour les banques et, au besoin, relèvement de ces ratios; mise en place d'une surveillance prospective et fondée sur les risques (Bulgarie, Lettonie, République slovaque et Roumanie).
- *Renforcement de la coopération et de la coordination en matière de surveillance* : application effective des règles prudentielles et de surveillance en y consacrant des moyens suffisants, en assurant la coopération transnationale entre organismes de surveillance nationaux et en promouvant la coordination entre les organes chargés de la surveillance des établissements financiers non bancaires afin de ne rien laisser au hasard (Estonie, Lituanie, Pologne, République slovaque et République tchèque).
- *Amélioration de l'information en matière de risque* : meilleure information sur les risques et meilleure compréhension de ces derniers en menant des campagnes de sensibilisation auprès du public et en soumettant les banques à la discipline de marché en durcissant les règles d'information sur la gestion des risques ainsi que les politiques et les pratiques de contrôle interne (Croatie, pays baltes, Hongrie, Pologne et République slovaque).



## Se préparer à négocier le prochain virage

### Résorber les déséquilibres des comptes courants

Même s'ils peuvent conduire vite en toute sécurité, les responsables devront négocier prudemment les virages pour éviter les accidents. Les économies convergentes ne peuvent échapper à l'obligation d'assurer le service de leur dette et de résorber le déséquilibre de leurs transactions courantes (graphique 32). Plus le déficit courant sera prononcé, plus leur tâche sera difficile. Et plus

l'afflux de ressources extérieures aura contribué à l'expansion du secteur des biens non échangeables, plus importante devra être la réorientation des structures de production. Ainsi, la production de biens échangeables devra croître de nouveau par rapport à celle de biens non échangeables.

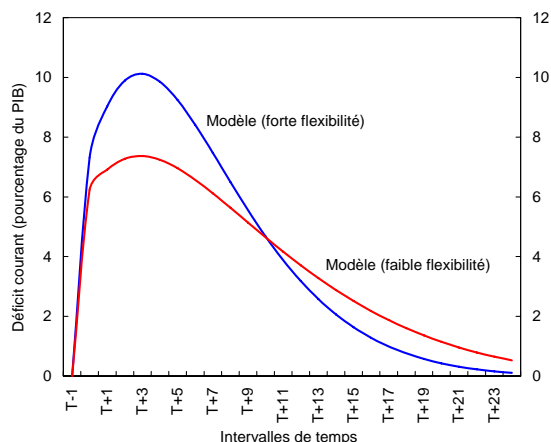
Un autre défi tout aussi fondamental consiste à donner corps aux anticipations de hausse de la productivité. C'est en effet à partir de ces anticipations que sont prises les décisions concernant la consommation, l'investissement et l'emprunt. Si elles se révèlent infondées, le rééquilibrage du compte courant et la réorientation de la production seront encore plus difficiles et douloureux. À cet égard, l'expérience du Portugal est instructive : ce pays a connu une forte expansion du crédit à la suite d'anticipations qui ne se sont pas réalisées (encadré 7).

Sachant que l'expansion alimentée par le crédit du secteur des biens non échangeables est une réalité et que le rééquilibrage de la croissance en faveur des exportations est une nécessité incontournable, le principal enjeu consiste à doter les économies et les systèmes financiers des pays émergents des instruments nécessaires pour faciliter ce phénomène. Inévitablement, la croissance du crédit aux ménages devra ralentir, en termes relatifs, et davantage de ressources financières devront être orientées vers les investissements productifs. Il est particulièrement préoccupant qu'actuellement les pays n'engagent pas les réformes qui seraient nécessaires pour faciliter cette évolution. En plus de suivre généralement de bonnes politiques macroéconomiques, d'observer les meilleures pratiques en matière de surveillance et de régulation et d'éviter les distorsions microéconomiques, qu'est-ce que les responsables peuvent faire d'autre?

### Encourager la flexibilité

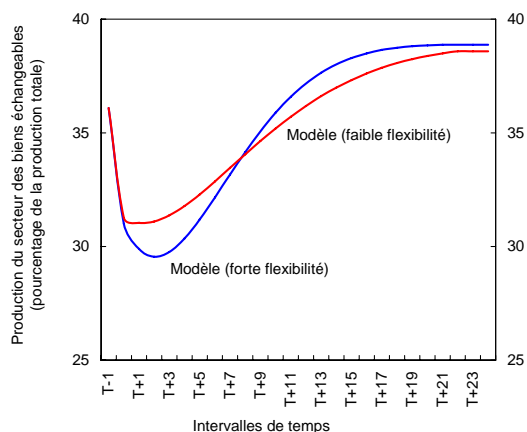
Il est indispensable que les marchés du travail et des capitaux soient flexibles pour que les ressources puissent se déplacer sans entraves du secteur des biens non échangeables vers celui des biens échangeables (graphique 33). Comme le

Graphique 32. Les deux stades de la convergence



Source : simulations des services du FMI.  
Notes : la flexibilité est celle des marchés du travail et des capitaux. Les intervalles de temps sont exprimés en années. Pour les détails des simulations, voir Bems and Schellekens (2007).

Graphique 33. Changement de composition de la production



Source : simulations des services du FMI.  
Notes : la flexibilité est celle des marchés du travail et des capitaux. Les intervalles de temps sont exprimés en années. Pour les détails des simulations, voir Bems and Schellekens (2007).

### Encadré 7. Financiarisation rapide : les leçons du Portugal

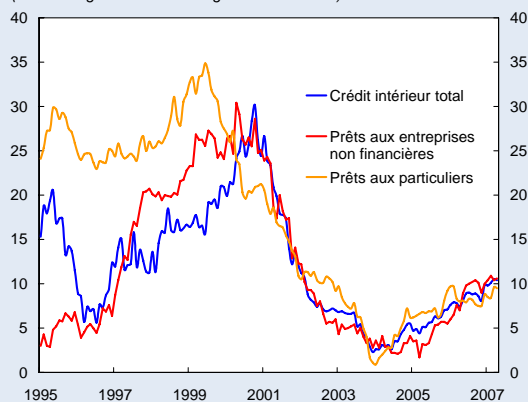
Au cours des années 90, décennie pendant laquelle la participation au mécanisme de taux de change et la perspective de l'adoption de l'euro ont entraîné une forte baisse des primes de risques et des taux d'intérêt, le Portugal a connu un développement rapide de son système financier (premier graphique). L'expansion du crédit qui en a résulté a alimenté un bond de la demande intérieure. Les agents économiques s'attendant à une croissance permanente en état stable au sein de l'union monétaire, la consommation et l'investissement ont progressé à vive allure, l'immobilier et la construction sont montés en flèche et le revenu s'est rapproché rapidement de la moyenne de l'UE (second graphique). En contrepartie de cette évolution, la baisse de l'épargne et l'augmentation des importations ont contribué au creusement du déficit courant.

Cependant, les anticipations de forte croissance de la productivité ne se sont pas matérialisées après que le Portugal eut adopté l'euro en 1999. En conséquence, la croissance de la demande intérieure a ralenti avant de devenir négative en 2002-03, les entreprises et les ménages s'efforçant de résorber les déséquilibres des années fastes. Les difficultés conjoncturelles ont été amplifiées par une évolution structurelle préoccupante, à savoir que la productivité et la compétitivité, dont la faiblesse était masquée par le boom, continuaient de fléchir. En termes réels, le mouvement de convergence s'est inversé. Face à cette situation difficile, les autorités ont pris des mesures décisives pour résorber les déséquilibres accumulés au cours des années 90.

L'expansion et le repli de l'activité au Portugal offrent des leçons intéressantes pour les pays émergents d'Europe qui traversent une phase de financiarisation rapide comparable à celle qu'a connue le Portugal il y a dix ans :

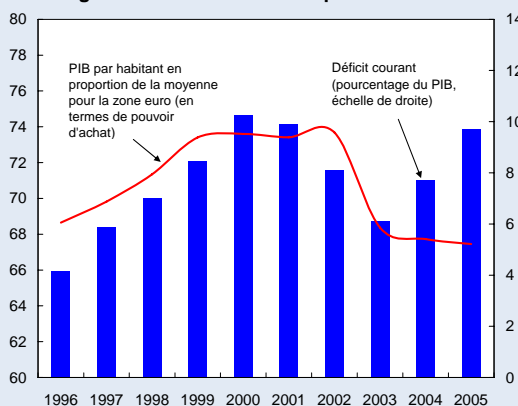
- Une période d'ajustement douloureux peut s'ouvrir si les anticipations de productivité élevée ne se réalisent pas et si les ressources financières ne sont pas orientées vers les investissements productifs. Pendant la seconde moitié des années 90, la compétitivité du Portugal a diminué, des salaires progressant plus vite que la productivité. Compte tenu de la rigidité à la baisse des salaires et du manque relatif de flexibilité du marché du travail, il est devenu particulièrement difficile de réorienter les ressources vers les activités compétitives du secteur des biens échangeables, ce qui a entraîné une période de croissance lente.

**Expansion du crédit**  
(Pourcentage de variation en glissement annuel)



Sources : autorités portugaises et Eurostat.

**Convergence des revenus et compte courant**



Source : Eurostat.

Note : le principal auteur de cet encadré est Yuan Xiao.

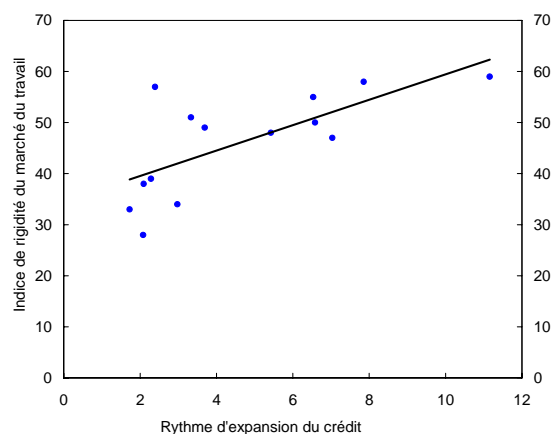
**Encadré 7 (fin)**

- Le système financier peut devenir vulnérable lorsque l'endettement du secteur privé atteint des niveaux sans précédent. Avant le boom du crédit, le niveau d'endettement des ménages et des entreprises portugais ne détonait pas particulièrement par rapport au reste de l'Europe. Cependant, en 2005, le niveau d'endettement des ménages par rapport au revenu disponible plaçait le Portugal en deuxième position au sein de l'Union européenne et le taux d'endettement des entreprises par rapport au PIB était aussi parmi les plus élevés. Ces niveaux d'endettement élevés peuvent exposer le système financier aux risques de crédit si l'emploi ou les taux d'intérêt évoluent de façon défavorable. La nécessité d'ajuster les bilans en raison du haut niveau d'endettement pourrait aussi freiner la demande intérieure en période de reprise.
- Les mesures prudentielles jouent un rôle primordial. Compte tenu de la rapidité de la financiarisation, l'attention doit être recentrée sur la mise en place d'une réglementation et d'une surveillance appropriées pour permettre une bonne gestion des risques, qui auront en général tendance à s'accroître. L'augmentation de l'endettement privé et la concentration du crédit dans des secteurs tels que l'immobilier étaient les principales sources de risque pour le Portugal. À cet égard, le système financier du pays a fait preuve d'une résilience surprenante pendant les turbulences économiques, grâce aux conseils avisés de la Banque du Portugal.
- Une politique budgétaire procyclique est en général dommageable. La politique budgétaire devrait contrer l'expansion de la demande dont s'accompagne une financiarisation rapide. Or, le Portugal a suivi une politique budgétaire essentiellement procyclique, ce qui a amplifié l'expansion de la demande. En outre, faute d'un rééquilibrage des finances publiques, il a été impossible de recourir à l'expansion budgétaire pour faire face au repli de l'activité.

montre l'expérience du Portugal (encadré 7), il n'est pas souhaitable d'avoir des déficits courants élevés lorsque les marchés de facteurs ne sont pas assez souples.

À cet égard, il existe en particulier des possibilités d'amélioration sur les marchés du travail — objectif d'autant plus impérieux que les pays où le crédit s'est développé le plus vite semblent être aussi ceux où les marchés du travail sont les plus rigides (graphique 34). Dans ces conditions, il serait certainement très risqué pour les pays qui se rapprochent rapidement des niveaux de revenu des pays avancés de chercher à égaler aussi la générosité de leurs systèmes de protection sociale. Les rigidités du marché du travail dont s'accompagnent souvent les systèmes de protection sociale les plus généreux risquent en effet de freiner le transfert harmonieux de ressources vers le secteur des biens échangeables et, partant, de prolonger inutilement la phase de réorientation.

**Graphique 34. Rigidité du marché du travail et rythme d'expansion du crédit**



Sources : Banque mondiale, base de données *Doing Business*, Banque des règlements internationaux et calculs des services du FMI.

Notes : l'indice de rigidité du marché du travail est fondé sur une enquête de 2006 qui saisit les difficultés à embaucher et à licencier ainsi que la rigidité des horaires. Le rythme d'expansion du crédit est l'augmentation annuelle en points de pourcentage du ratio crédit/PIB, exprimée en moyenne pour la période 2001-06. Le terme de "crédit" désigne ici le crédit aux ménages et aux entreprises non financières, y compris le crédit direct de l'étranger. L'échantillon est composé des pays suivants : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Serbie, République slovaque, République tchèque, Slovénie, Turquie et Ukraine.

Il est particulièrement important que les marchés du travail et des capitaux soient souples lorsque le taux de change ne l'est guère, sinon ce sont les prix intérieurs des facteurs, en particulier les salaires, qui devront supporter le poids de l'ajustement. La flexibilité des marchés des facteurs peut atténuer cette contrainte en les rendant suffisamment sensibles aux indications fournies par les prix.

En outre, la diversification des systèmes financiers des pays émergents confèrera une plus grande souplesse aux marchés des capitaux. À mesure que ces pays rattraperont les pays avancés d'Europe et deviendront de plus en plus intégrés avec eux, les possibilités de financement offertes par leurs systèmes financiers se multiplieront. Comme cela est expliqué au chapitre 1, un système financier diversifié est davantage à même d'identifier et de soutenir rapidement les secteurs en plein essor, ce qui a pour effet d'améliorer la flexibilité des marchés de capitaux.

### **Améliorer l'infrastructure financière**

Pour que les systèmes financiers puissent fournir davantage de ressources au secteur des entreprises, il est essentiel de créer des conditions favorables en mettant en place une infrastructure financière conçue à cet effet, comme cela est

expliqué au chapitre 3. Les créanciers ont besoin d'être bien protégés, autrement dit d'être assurés qu'ils peuvent compter sur l'application rigoureuse de lois sur la faillite et l'insolvabilité répondant aux normes internationales. Dans plusieurs pays émergents, il est indispensable d'améliorer le gouvernement d'entreprise, ce qui exigera une modification de la législation et de la manière dont elle est appliquée. En outre, la fourniture d'informations plus détaillées et de meilleure qualité sur les emprunteurs aidera les établissements financiers à acheminer des ressources vers le secteur des entreprises. Dans cette optique, il est essentiel de promouvoir le développement des centrales de risques.

D'autres parties du système financier devront aussi être développées, en particulier par la création des segments du marché qui n'existent pas aujourd'hui. Cela faciliterait la mobilisation de l'épargne intérieure et aiderait à rééquilibrer le compte courant. Pour autant que les sauvegardes adéquates indiquées au chapitre 1 soient en place, la titrisation et le développement de marchés de titres adossés à des actifs conserveront un rôle important. À cet égard, il serait aussi essentiel de créer des marchés de dérivés de base pour développer les marchés des titres sous-jacents et mieux répartir les risques.



### 3. Poursuivre le développement financier dans les pays émergents d'Europe

*Les pays émergents d'Europe ont développé à des degrés divers leur système financier, et il semble que la stabilité macroéconomique, la qualité des institutions et la primauté du droit aient joué un rôle clé dans ce processus. Il importe maintenant de faire fond sur ces progrès récents pour approfondir les réformes afin d'achever la mise en place de marchés financiers actifs, liquides, diversifiés et stables. Les pays émergents d'Europe en retireront des avantages sur le plan de l'efficacité, de la diversification des risques et de la résistance à la volatilité éventuelle des flux de capitaux extérieurs. Il est probable que le processus d'intégration dans l'UE sera à l'avenir le moteur des réformes dans les États membres de l'union. Quant aux autres, il leur faut avant tout consolider les bases de leur développement financier, y compris l'État de droit, créer un marché des titres publics efficace, renforcer le gouvernement d'entreprise et la protection des droits des créanciers, et encourager l'établissement d'un climat propice à l'émergence d'investisseurs institutionnels. Les réformes devront être adaptées aux spécificités nationales, comme le rappellent les encadrés présentés dans ce chapitre.*

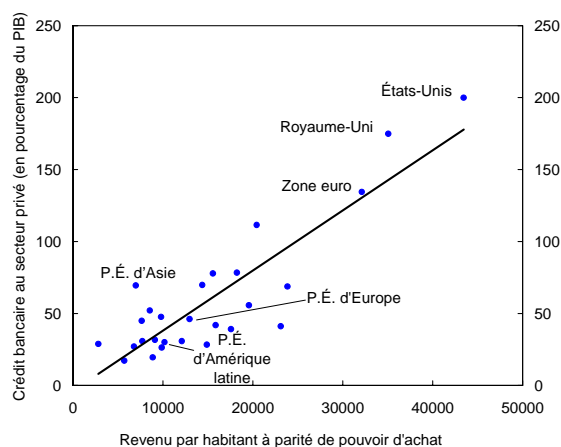
#### Où en est le développement financier ?

Les pays émergents d'Europe ont considérablement développé leurs circuits financiers depuis le début des années 90, et les banques jouent un rôle dominant. Le crédit bancaire reste donc la principale forme d'intermédiation financière : après avoir connu un essor spectaculaire au cours de ces dernières années, il se situe désormais à peu près au rang

qu'implique le revenu par habitant de la plupart des pays (graphique 35). Les marchés des valeurs mobilières sont moins développés, et les différences sont très sensibles d'un pays à l'autre. Dans des pays comme la République tchèque, la Hongrie, la Pologne et la Turquie, au moins deux segments du marché — les titres publics et les actions — sont relativement développés. Dans des pays comme le Bélarus, en revanche, tous les segments du marché des capitaux se trouvent encore à un stade embryonnaire.

La profondeur et la liquidité des marchés des titres publics témoignent principalement des besoins de financement actuels et passés du secteur public. Ces marchés sont donc bien établis dans les pays d'Europe centrale et en Turquie. L'amélioration du gouvernement d'entreprise dans les pays émergents d'Europe commence à peine à créer les conditions de développement d'un marché des titres privés. L'encours des titres

Graphique 35. Crédit bancaire au secteur privé et revenu par habitant, 2006



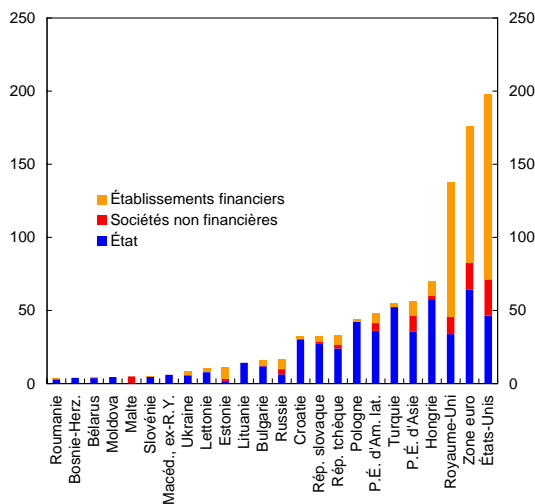
Sources : FMI, *Statistiques financières internationales*, et FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Note : la moyenne pour la zone euro exclut le Luxembourg et la Slovaquie. P.É. = Pays émergents.

Note : le principal auteur de ce chapitre est Edda Zoli. Les travaux analytiques de base sont présentés dans Zoli (2007).

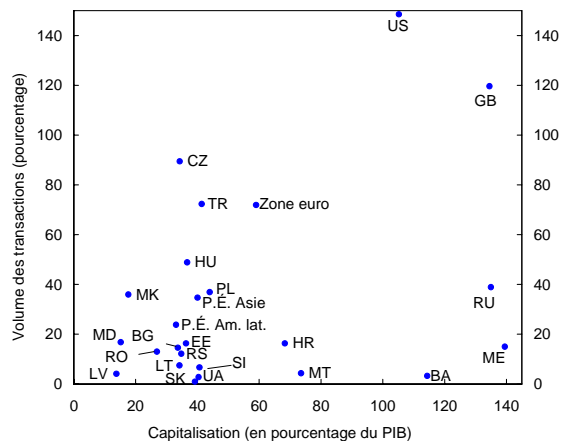
d'emprunt des sociétés non financières reste partout inférieur à 5 % du PIB (graphique 36). Même dans les pays où elles ont le plus augmenté ces dernières années, tels que la Russie et l'Ukraine, les émissions des sociétés non

**Graphique 36. Encours des titres d'emprunt, 2006**  
(En pourcentage du PIB)



Sources : Banque des règlements internationaux, Standard&Poor, Bloomberg L.P., autorités nationales et FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.  
Note : la moyenne pour la zone euro exclut le Luxembourg et la Slovaquie. P.É. = Pays émergents.

**Graphique 37. Volume des transactions et capitalisation des marchés d'actions, 2006**



Sources : Datastream, Standard & Poor's, Bloomberg L.P. et FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.  
Note : la moyenne pour la zone euro exclut le Luxembourg et la Slovaquie. P.É. = Pays émergents. Les noms de pays sont abrégés conformément aux codes normalisés ISO.

financières se concentrent sur quelques secteurs. Les volumes échangés sur le marché secondaire sont en général trop faibles pour assurer une liquidité suffisante et permettre une détermination continue des prix. Le marché des titres émis par les établissements financiers est un peu plus actif et se développe un peu plus vite que celui des obligations de sociétés non financières.

Les marchés d'actions ont connu une croissance rapide ces dernières années, en particulier en Europe du Sud-Est et en Russie, où leur capitalisation a atteint des niveaux étonnamment élevés. Néanmoins, la liquidité — mesurée par le taux de rotation<sup>23</sup> — est généralement faible dans toute la région (graphique 37). Le «flottant» — pourcentage des actions effectivement en circulation dans le public — est souvent limité, et les transactions se concentrent sur quelques actions. La capitalisation tend elle aussi à se concentrer sur un petit nombre de sociétés, même dans les pays où les marchés sont relativement développés — comme c'est le cas en Hongrie, en Pologne, en République tchèque ou en Turquie.

Pour la plupart, les établissements financiers non bancaires — fonds de pension, fonds communs de placement et compagnies d'assurance — commencent tout juste à apparaître (graphique 38). Dans les pays qui ont engagé plus tôt les réformes des régimes de retraite et de la réglementation financière, les actifs des fonds de pension atteignent d'ores et déjà des niveaux élevés pour la région, et même par rapport à certains pays avancés. Ils représentent par exemple un pourcentage plus important du PIB en Croatie, en Hongrie et en Pologne qu'en Allemagne ou en Italie. Les fonds communs de placement et les compagnies d'assurances sont encore peu présents dans presque tous ces pays. En effet, les avoirs des fonds communs de placement ne dépassent 5 % du PIB que dans les quatre plus grands pays d'Europe centrale, ainsi qu'en Croatie et en

<sup>23</sup>Le taux de rotation est défini comme la valeur des transactions rapportée à la capitalisation du marché.



### 3. Poursuivre le développement financier dans les pays émergents d'Europe

Estonie, et les primes d'assurance ne dépassent 3 % du PIB que dans cinq pays émergents<sup>24</sup>.

#### Quels sont les facteurs clés ?

Il ne peut y avoir de développement financier sans un environnement macroéconomique stable. Le niveau et la volatilité de l'inflation peuvent servir à jauger la stabilité macroéconomique globale. Une inflation forte et volatile brouille les signaux lancés par les changements de prix, crée de l'incertitude autour des rendements de l'investissement et décourage la demande d'actifs financiers<sup>25</sup>. Il n'est donc pas surprenant que les recherches empiriques fassent apparaître que les taux d'inflation élevés ont un impact négatif sur le développement financier. L'étude sur laquelle s'appuie ce chapitre montre que, dans les pays émergents d'Europe, l'existence d'une forte inflation a été associée à un tassement des crédits bancaires au secteur privé sur la période 1995–2006, et qu'une inflation à un chiffre — par opposition à des taux plus élevés — a favorisé l'essor du crédit au secteur privé. Le relèvement des niveaux de revenus et la complexité croissante des structures économiques qui l'accompagne ont aussi contribué à la financiarisation des économies.

La qualité des institutions et la capacité de faire respecter la loi via l'autorité judiciaire et le système juridique tout entier sont les fondements du développement financier. Ce n'est que si les droits de propriété sont pleinement respectés que le secteur financier est à même d'assurer efficacement l'échange et l'intermédiation des créances sur les actifs, de même que l'utilisation des garanties, pour développer le crédit<sup>26</sup>. À l'inverse, le secteur financier n'a guère de chances de prospérer dans un climat de corruption, d'insuffisances de l'administration ou de carence de l'État de droit, car la protection des investisseurs et l'exécution des contrats sont alors

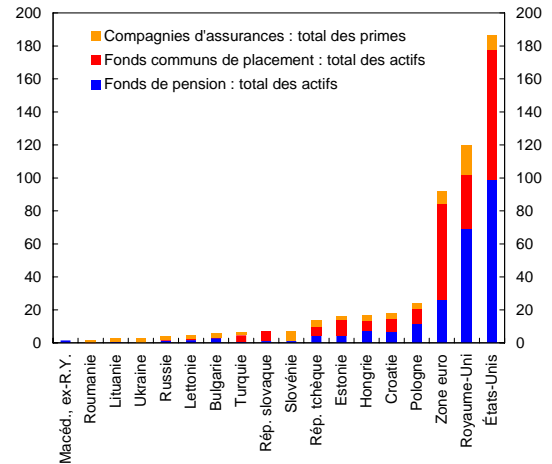
<sup>24</sup>Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque et Slovaquie.

<sup>25</sup>Huybens and Smith (1999), et Boyd, Levine, and Smith (2001).

<sup>26</sup>Johnson, McMillan, and Woodruff (2002), et Acemoglu, Johnson, and Robinson (2004).

**Graphique 38. Taille des investisseurs institutionnels, 2006**

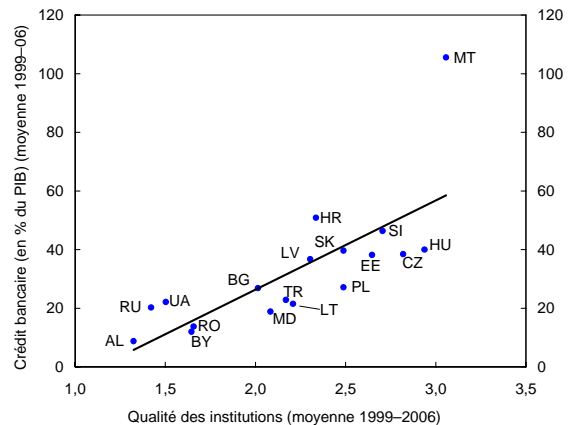
(En pourcentage du PIB)



Sources : autorités nationales, OCDE, Investment Company Institute, Swiss Re et FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Note : 2005 ou 2006, selon les données disponibles. La moyenne pour la zone euro exclut le Luxembourg et la Slovaquie.

**Graphique 39. Crédit bancaire et qualité des institutions**



Sources : Freedom House, Organisation internationale des commissions de valeurs, FMI, *Statistiques financières internationales*, et FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Note : l'indice de qualité des institutions est la somme des indices des droits de propriété, de lutte contre la corruption, de la qualité des services administratifs et de l'État de droit. Il varie entre 0 et 4. La moyenne pour la zone euro exclut le Luxembourg et la Slovaquie. Les noms de pays sont abrégés conformément aux codes normalisés ISO.

compromis. Notre analyse empirique des pays émergents d'Europe confirme l'existence d'une relation positive et significative entre les indicateurs de la qualité des institutions et le crédit bancaire (graphique 39).

L'essor des marchés d'actions et des marchés obligataires privés suppose une législation adaptée ainsi qu'un gouvernement d'entreprise solide, et en particulier la diffusion d'informations



suffisantes sur les activités des sociétés et l'application par celles-ci de règles et pratiques comptables agréées<sup>27</sup>. De même, pour que l'intermédiation du crédit au secteur privé et le marché des titres d'emprunt se développent, il faut que les droits des créanciers soient protégés de façon adéquate par la législation sur les garanties et sur la faillite, ainsi que par la diffusion d'informations sur la solvabilité<sup>28</sup>. Notre étude empirique fait apparaître que la mesure de la protection des droits des créanciers retenue est associée de façon significative à l'augmentation du crédit bancaire dans la période 1999–2006<sup>29</sup>.

### Que faire pour que ces progrès continuent?

Tous les pays émergents d'Europe ont accomplis des progrès considérables dans l'établissement des bases de leur développement financier. Il est cependant utile de les répartir en deux groupes distincts :

- *Les membres de l'Union européenne (UE)*, où l'on peut s'attendre à ce que le processus de création d'un marché unique des services financiers continue de favoriser la poursuite de réformes d'envergure. Les modifications apportées à la législation des marchés des valeurs mobilières, à la réglementation et à la surveillance des établissements bancaires et non bancaires, aux systèmes de compensation et de règlement ainsi que dans d'autres domaines financiers

importants s'inscrivent toutes dans le processus d'harmonisation engagé par les membres de l'UE. De surcroît, l'intégration financière de l'UE déterminera sans doute aussi les grandes lignes du développement financier de ces pays en créant à la fois des possibilités à saisir et des défis à relever.

- *Les pays qui ne sont pas membres de l'Union européenne*, où les réformes devront se développer dans le cadre national, même si l'on peut penser que l'intégration européenne et, plus généralement, la mondialisation financière continueront de stimuler le développement financier. À ce stade, ces pays devraient surtout consolider les bases de leur développement financier, et notamment l'État de droit, créer un marché des titres publics efficace, renforcer le gouvernement d'entreprise et la protection des droits des créanciers, et favoriser l'établissement d'un climat propice à l'émergence d'investisseurs institutionnels.

### Développement financier des pays de l'UE : le rôle de l'intégration

Bien que les pays émergents qui ont rejoint l'Union européenne aient engagé de vastes réformes pour assimiler l'acquis communautaire, il leur reste encore beaucoup à faire. En améliorant encore la qualité de leurs institutions, ils pourront rattraper le retard qu'ils ont pris à cet égard par rapport aux pays avancés (graphique 40). La réglementation et la surveillance des activités bancaires, du secteur des assurances et du marché boursier sont déjà plus solides que ceux des pays émergents qui n'appartiennent pas à l'UE, mais le respect de ces cadres juridiques pourrait être encore mieux assuré, afin de satisfaire pleinement aux normes internationales (Cihak and Tieman, 2007). Pour poursuivre leur développement financier, ces pays devront aussi continuer à renforcer la protection des droits des créanciers via la législation sur les garanties et la faillite ou la diffusion de l'information (graphiques 41 et 42), ainsi qu'à améliorer les règles du gouvernement d'entreprise et les pratiques en la matière (graphique 43).

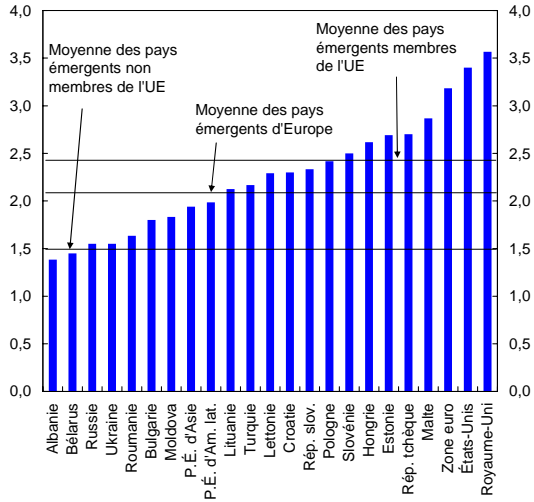
<sup>27</sup>La Porta *et al.* (1997; 1998).

<sup>28</sup>La Porta *et al.* (1997; 1998) et Djankov, McLiesh, and Shleifer (2005).

<sup>29</sup>Il est très difficile d'expliquer le développement des segments du secteur financier autres que le crédit bancaire dans les pays émergents d'Europe. Le manque de données pose un problème pour les études économétriques sur les déterminants de l'essor des marchés obligataires dans la région. Quant aux marchés d'actions, des travaux empiriques antérieurs ont mis en évidence que les privatisations, les taux d'inflation à un chiffre, l'augmentation des revenus, la protection des actionnaires et les actifs des investisseurs institutionnels ont favorisé leur capitalisation dans les années 90, mais l'étude que nous venons d'effectuer n'a pas permis de confirmer ces chiffres.

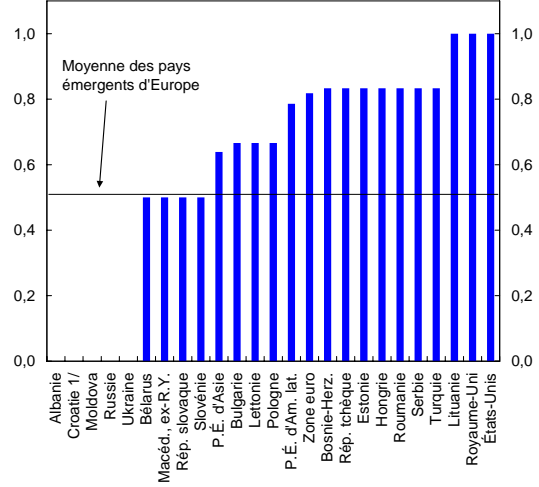
### 3. Poursuivre le développement financier dans les pays émergents d'Europe

**Graphique 40. Indice de la qualité des institutions, 2006**



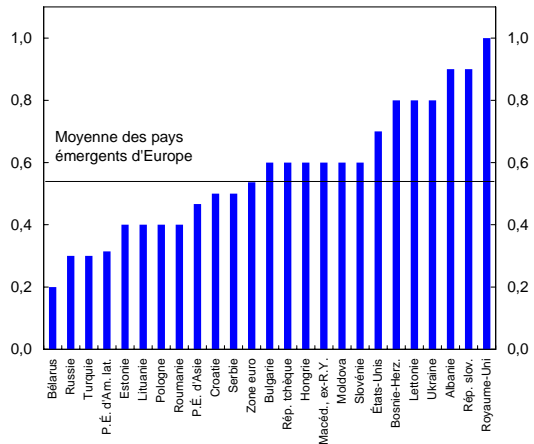
Sources : Freedom House et *International Country Risk Guide*, 2006.  
 Note : l'indice de qualité des institutions est la somme des indices des droits de propriété, de lutte contre la corruption, de la qualité des services administratifs et de l'État de droit. Il varie entre 0 et 4. La moyenne pour la zone euro exclut le Luxembourg et la Slovaquie. P.É. = Pays émergents.

**Graphique 42. Indice de l'information sur le crédit, 2006**



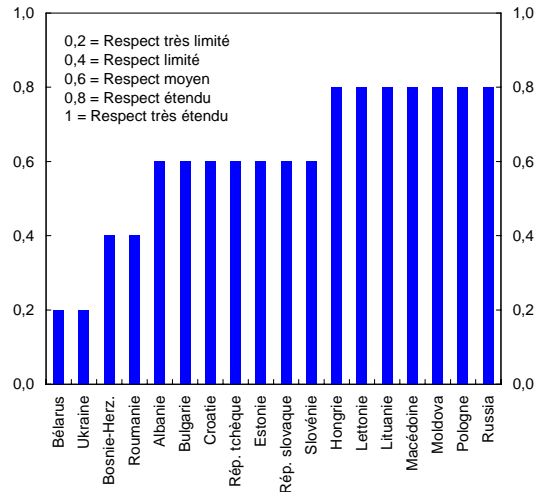
Source : Banque mondiale, base de données *Doing Business*.  
 Note : l'indice mesure les règles qui influent sur le champ, l'accessibilité et la qualité de l'information sur le crédit disponible via les centrales des risques publiques et privées. Il a été remis à l'échelle pour prendre des valeurs comprises entre 0 et 1. La moyenne pour la zone euro exclut le Luxembourg et la Slovaquie. P.É. = Pays émergents  
 1/ La Croatie a mis en place une centrale des risques en mai 2007.

**Graphique 41. Indice des droits des prêteurs et emprunteurs, 2006**



Source : Banque mondiale, base de données *Doing Business*.  
 Note : l'indice évalue dans quelle mesure les lois sur les garanties et la faillite protègent les droits des prêteurs et emprunteurs. L'indice a été remis à l'échelle pour prendre des valeurs comprises entre 0 et 1. La moyenne pour la zone euro exclut le Luxembourg et la Slovaquie. P.É. = Pays émergents.

**Graphique 43. Gouvernement d'entreprise (respect des principes de l'OCDE), 2004**



Source : Banque européenne pour la reconstruction et le développement (2005).

Ce sera sans doute le processus d'intégration financière de l'UE qui, plus que tout autre facteur, stimulera et façonnera le développement financier des pays émergents membres de l'union. L'Union européenne s'oriente en effet vers un marché unique des services financiers<sup>30</sup>, qui offre à ces pays une chance à saisir, mais aussi un défi à relever. D'un côté, le marché unique permettra de mieux diversifier les options de financement et d'investissement, et intensifiera la concurrence. De l'autre, il augmentera l'exposition aux risques qui peuvent être associés aux flux de capitaux transfrontières. Il sera essentiel que les pays émergents appliquent rapidement et intégralement les directives prises par l'UE dans ce domaine pour progresser encore dans la législation, la réglementation et la pratique, consolider leur secteur financier, affermir la confiance des investisseurs intérieurs et étrangers, et devenir des acteurs importants sur le marché financier de l'UE.

Les membres de l'UE doivent aussi adapter leur stratégie de développement financier en fonction des possibilités et des contraintes liées à l'intégration financière. Ainsi, à mesure que ces pays se rapprochent du passage à l'euro, leurs entreprises ont un accès plus large aux capitaux extérieurs, ce qui conduit à s'interroger sur la nécessité d'un marché des obligations privées libellées en monnaie nationale. L'intensification de la concurrence associée à l'intégration financière incite fortement les petits pays, en particulier, à trouver des créneaux sur lesquels ils puissent faire valoir un avantage comparatif. Rejoindre les marchés régionaux plutôt que développer leur

propre marché national pourrait être pour eux la meilleure des options possibles, notamment en ce qui concerne des segments spécifiques comme les marchés d'actions (encadré 8).

### **Développement financier des pays non membres de l'UE : réformes prioritaires**

#### **Consolider les bases**

Le développement financier passe par une stabilisation durable de l'inflation à des niveaux peu élevés. Si tous les pays ont fait de grands progrès dans ce sens, ils sont encore quelques-uns à rester sous la menace d'une inflation élevée et volatile. Le Bélarus, la Russie, la Serbie et la Turquie ont connu en moyenne une inflation à deux chiffres entre 2003 et 2006, et il est probable que la Moldova et l'Ukraine afficheront une inflation supérieure à 10 % en 2007.

Les pays émergents d'Europe non membres de l'UE ont aussi progressé très sensiblement dans la protection des droits de propriété, la mise en place d'une administration efficace, la lutte contre la corruption et l'établissement de l'État de droit. Néanmoins, la qualité des institutions et le respect des lois doivent être alignés davantage sur la moyenne de l'UE (graphique 40). Il faut rendre l'exécution des contrats moins coûteuse et plus rapide en améliorant l'efficacité des tribunaux et en allégeant la procédure judiciaire<sup>31</sup>.

Les pays émergents d'Europe non membres de l'UE ont également pris des mesures importantes pour se doter d'un secteur bancaire solide et efficace. De fait, seul le Bélarus doit encore déréglementer les taux d'intérêt et l'allocation du

<sup>30</sup>Des mesures essentielles ont été prises dans ce sens avec le Plan d'action pour les services financiers (PASF), le processus Lamfalussy et le Livre blanc de la Commission sur la politique des services financiers. Le PASF a été lancé en 1999 pour lever les obstacles au flux transfrontières de services financiers et de capitaux dans l'Union européenne. Le processus Lamfalussy a été établi en 2001 pour faciliter la mise en œuvre du cadre de réglementation du PASF. Enfin, le Livre blanc sur la politique des services financiers préparé par la Commission fixe les priorités des réformes du secteur financier dans l'UE pour la période 2005–10 (Haas, 2007a).

<sup>31</sup>À titre d'exemple, obtenir l'exécution d'une convention de prêt coûte en moyenne 50 % de plus dans les pays émergents non membres de l'UE que dans ceux qui en font partie. D'autre part, dans plusieurs pays émergents non membres de l'UE, les entreprises tendent à ne pas faire confiance aux tribunaux (voir EBRD–World Bank Business Environment and Enterprise Performance Survey, 2005, et Anderson and Gray, 2006).

#### **Encadré 8. Marchés boursiers nationaux ou marché régional : les conséquences pour les pays émergents d'Europe**

Le fait de disposer d'une bourse des valeurs mobilières nationale est considéré, traditionnellement, comme un signe de perfectionnement du secteur financier. Disposer d'un marché boursier national peut présenter des avantages : les actifs traités sont soumis à un même régime juridique et fiscal, la rapidité et la sécurité des règlements sont facilitées, les réglementations des changes et des investissements sont homogènes et, ce qui est peut-être le plus important, les participants au marché ont aisément accès aux informations sur les sociétés cotées et sur le contexte macroéconomique. De nombreux pays émergents d'Europe se sont dotés d'une bourse des valeurs nationale, dont la taille est parfois très réduite.

Les progrès de l'intégration financière exposent ces marchés à une concurrence plus forte et les obligent à changer de stratégie s'ils veulent survivre, car les grandes entreprises locales essaient d'être cotées sur des bourses étrangères, les investisseurs ont libre accès à tous les marchés européens et les transactions se réorientent vers l'extérieur<sup>1</sup>. En outre, la nouvelle directive de l'UE concernant les marchés d'instruments financiers, qui marque une étape importante vers la création d'un marché des titres en Europe, va sans doute stimuler encore davantage la concurrence (Haas, 2007b).

De fait, la mondialisation des marchés financiers, l'innovation technologique et la recherche d'une diversification internationale des portefeuilles ont d'ores et déjà conduit les participants au marché à consolider ou à intensifier leur collaboration, en particulier sur les marchés de petite ou moyenne taille. Ainsi, la fusion des marchés boursiers nordiques et baltes a donné naissance au marché régional OMX. De même, la bourse de valeurs de Varsovie (WSE) a signé un accord avec la bourse multinationale Euronext, qui permet aux membres de WSE d'accéder aux produits d'Euronext et vice-versa, et qui autorise également les courtiers à traiter les produits de chacun de ces marchés sur un écran unique. En 2004, la bourse de Vienne a pris une participation dans celle de Budapest et s'est engagée dans un projet de coopération en matière d'indice avec elle<sup>2</sup>. Bien que le processus de consolidation prenne en général quelques années, l'exemple d'OMX et quelques autres peuvent être utiles. Toutefois, comme les marchés boursiers sont très largement privés, il existe des limites évidentes à l'impulsion que les autorités peuvent donner à ce type d'opération ou à la possibilité qu'elles ont d'en déterminer le calendrier.

Bon nombre des motifs qui justifiaient initialement la création de marchés boursiers nationaux ont perdu de leur pertinence sous l'effet conjugué de l'intégration de l'UE et de la convergence concomitante des réglementations, des progrès des technologies de l'information et de la mondialisation généralisée des marchés financiers. Cela dit, les autorités peuvent toujours s'inquiéter que les petites et moyennes entreprises aient peu de chance de s'inscrire à la cote d'une bourse étrangère et rencontrent des difficultés à lever des capitaux sur un marché boursier local de moins en moins actif. Le mieux serait peut-être de s'appliquer à améliorer et à homogénéiser le cadre juridique et institutionnel de ces pays pour faciliter l'accès des petites entreprises au capital-risque sous ses diverses formes, aux banques commerciales, aux établissements financiers non bancaires et, éventuellement, au marché hors-cote d'une bourse régionale.

---

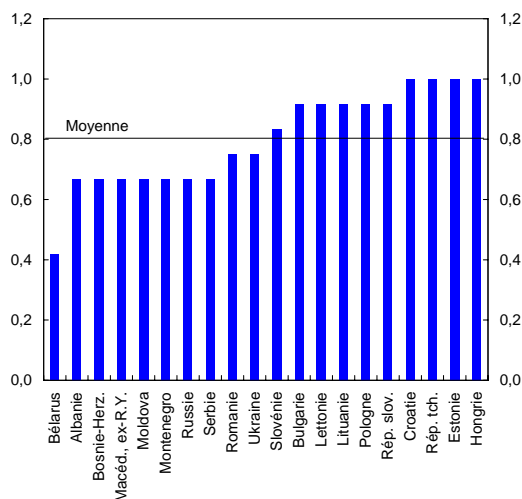
Note : cet encadré repose sur Iorgova and Ong (2007).

<sup>1</sup>Berglöf and Bolton (2002) et Claessens, Lee and Zechner (2003).

<sup>2</sup>Depuis, des accords de coopération ont aussi été signés avec les bourses de Zagreb, Belgrade, Sarajevo et Sofia, du Monténégro, de Banja Luka et de la Macédoine.

crédit (graphique 44). Tous les pays de ce groupe disposent de systèmes de paiement et de règlement efficaces, ont mis en place des règles comptables et des normes de diffusion de l'information relativement satisfaisantes et ont bâti des cadres de surveillance et de réglementation prudentielles du secteur bancaire à peu près conformes aux normes internationales (graphique 45).

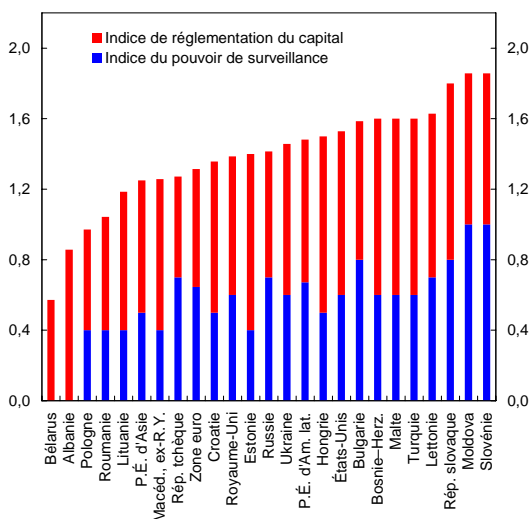
**Graphique 44. Réforme bancaire et indice de libéralisation des taux d'intérêt, 2006**



Source : Banque européenne pour la reconstruction et le développement.

Note : l'indice a été remis à l'échelle pour prendre des valeurs comprises entre 0 et 1.

**Graphique 45. Indice du pouvoir de réglementation et de surveillance, 2003**



Sources : Barth and Levine (2006).

Note : chaque indice a été remis à l'échelle pour prendre des valeurs comprises entre 0 et 1. La moyenne pour la zone euro exclut le Luxembourg et la Slovenie. P.É. = Pays émergents.

Il faut cependant remédier aux carences dans l'exécution des règles écrites pour réduire autant que possible les risques pour la stabilité financière. Ainsi, la Moldova gagnerait à améliorer la transparence de la structure du capital de ses banques pour assurer le respect scrupuleux des limites prudentielles applicables aux prêts entre parties liées et aux grands risques. Il serait souhaitable aussi d'approfondir les réformes de la réglementation et du contrôle bancaires. En Russie, les risques pourraient être diminués en renforçant la réglementation des limites applicables aux grands risques et aux prêts entre parties liées — et en veillant à ce qu'elle soient effectivement respectées. En Bosnie, l'efficacité de la surveillance passe par l'unification du contrôle bancaire au sein d'une agence nationale unique et indépendante. Au Bélarus, enfin, l'autorité chargée de la surveillance du secteur bancaire devrait se défaire de ses participations dans les établissements de crédit pour limiter les conflits d'intérêts réels ou apparents.

### Mettre en place un marché des titres publics

Un marché des titres publics efficace pourrait catalyser le développement des marchés financiers<sup>32</sup>. Lorsqu'il est liquide, ce marché permet de disposer d'une structure d'échéances des taux d'intérêt déterminée par le marché et facilite ainsi la détermination du prix des autres instruments financiers, en particulier des obligations des entreprises et des dérivés. En Ukraine, par exemple, la détermination des prix des titres émis par les sociétés serait grandement facilitée par la mise en place d'une courbe des taux des obligations publiques. En outre, les titres publics peuvent servir de garantie pour réduire le risque de crédit et constituent des actifs relativement sûrs en période d'incertitude. La création d'un marché des titres publics suppose aussi la création d'une vaste infrastructure juridique, informationnelle et institutionnelle qui pourrait bénéficier à l'ensemble du système financier.

<sup>32</sup>Fonds monétaire international et Banque mondiale (2001).

Le développement d'un marché des titres publics suppose que l'État et la banque centrale s'engagent tous deux à mener une stratégie cohérente. Celle-ci passe par l'émission régulière de titres publics, l'utilisation de ces titres dans les opérations de politique monétaire menées par la banque centrale pour augmenter la liquidité, une gestion de la dette permettant de créer des repères clairs pour les différentes échéances et une

infrastructure de marché — systèmes de transactions, de dépôt de titres en compte courant et de règlement — adaptée. À titre d'exemple, l'approche cohérente et intégrée mise au point par la Hongrie l'a aidée à créer un marché des titres publics actif et liquide. D'autres pays — l'Ukraine, par exemple — gagneraient à s'engager résolument à créer un marché des titres publics (encadré 9).

#### **Encadré 9. Développer le marché des titres publics**

##### **Le succès de la Hongrie...**

Le marché hongrois des titres publics est l'un des plus développés, des plus liquides et des plus perfectionnés de la région. Son essor est dû principalement à la volonté politique de conduire une stratégie cohérente conjuguant la stabilisation macroéconomique, la création d'un cadre légal et réglementaire adéquat, l'utilisation des titres publics pour les opérations monétaires et l'amélioration de la gestion de la dette. La libéralisation graduelle du compte de capital a aidé aussi à rendre ce marché plus actif et plus liquide.

Les premières étapes du développement du marché datent du début des années 90, avec la libéralisation des taux d'intérêt et la promulgation de la loi sur la banque centrale, qui a jeté les bases d'un arrêt total du financement du déficit par l'institut d'émission. En 1993, la dette publique non rémunérée a été échangée contre des obligations d'État négociables. Durant les années 90, les autorités monétaires sont passées progressivement aux instruments indirects de la politique monétaire. Les titres publics ont commencé à être utilisés comme garanties dans les opérations de refinancement des établissements financiers par la banque et pour les opérations d'open market, ce qui a aidé à rendre le marché des titres publics plus actif, plus liquide et plus attrayant pour les investisseurs.

Au début des années 90, la nouvelle loi sur les titres, ainsi que la création de l'Agence de surveillance des opérations de bourse<sup>1</sup>, de la Chambre centrale de compensation et des dépôts de titres, de l'administration du Trésor et de l'Agence de gestion de la dette publique ont créé les conditions d'une gestion harmonieuse du marché des titres publics. Les mesures prises pour encourager l'émergence d'investisseurs institutionnels ont élargi la base d'investisseurs. La législation sur les fonds communs de placement et les fonds de pension est aussi entrée en vigueur au début des années 90. Un régime de retraite par capitalisation obligatoire a été mis en place dans le cadre de la réforme des pensions en 1998. Enfin, les non-résidents ont été autorisés à détenir des titres publics à long terme libellés en monnaie nationale en 1994.

En 1995, les autorités ont montré qu'elles étaient résolues à assurer la stabilité macroéconomique en prenant une série de mesures de stabilisation en réponse au creusement du déficit budgétaire et du déficit extérieur courant. L'assainissement des finances publiques, une dévaluation ponctuelle du forint et le passage d'un taux de change fixe, mais ajustable, à une bande de fluctuation mobile assortie d'un taux de dévaluation annoncé à l'avance ont jeté les bases d'un développement macroéconomique plus sain et d'un

---

Note : cet encadré s'inspire largement de Csajbók and Neményi (1998) et Arvai and Heenan (2005).

<sup>1</sup>Devenue par la suite de l'Autorité hongroise de surveillance des marchés financiers.

### Encadré 9 (fin)

raffermissement de la confiance des investisseurs. À mesure que l'engagement des autorités à lutter contre l'inflation gagnait en crédibilité, aidé en cela par l'adoption d'un cadre de ciblage de l'inflation, la courbe des rendements a pu être très sensiblement prolongée.

Des stratégies de gestion de la dette ont été appliquées, depuis le milieu des années 90, en vue d'améliorer le fonctionnement du marché primaire et d'accroître la transparence et la liquidité du marché secondaire. Un système d'intervenants sur le marché primaire a été lancé en 1996, et les instruments de la dette ont été normalisés pour réduire leur cloisonnement. Des titres de référence ont été introduits, et leurs rendements ont commencé à être publiés quotidiennement. La liquidité du marché secondaire a été encore améliorée par la libéralisation du compte capital, qui a culminé en 2001 avec la levée de toutes les restrictions de change, y compris sur les opérations de portefeuille à court terme.

#### ... peut-il être transposé en Ukraine?

Le marché ukrainien des titres publics est resté jusqu'à présent peu actif et illiquide. Les titres négociables ne représentaient qu'un peu plus de 2,1 % du PIB fin 2006, et la structure de leurs échéances, très fragmentée, laisse plusieurs «vides» dans la courbe des rendements.

Pour mettre sur pied un marché des titres publics actif et liquide, les autorités devront engager résolument une stratégie intégrée et crédible de gestion de la dette et de développement du marché. Le marché primaire pourrait être stimulé par la tenue régulière d'appels d'offres assortis de règles transparentes et inscrits dans un programme d'émissions prédéterminé, la création d'un petit nombre de titres de référence liquides et l'émission de volumes suffisants de titres pour assurer la liquidité du marché secondaire. Le mécanisme de détermination des prix lors des appels d'offres devra être modifié pour assurer que les rendements ne sont pas maintenus à des niveaux artificiellement bas, mais reflètent les conditions du marché. Il serait bon aussi de mettre fin aux placements privés des titres de la dette publique, et il serait utile de resserrer la coopération entre la banque centrale et le ministère des finances, en définissant notamment le rôle de la banque centrale sur le marché secondaire. Enfin, l'utilisation des titres publics pour les opérations du marché monétaire renforcerait la liquidité du marché.

Il sera essentiel de ramener durablement l'inflation à des taux peu élevés, car les anticipations inflationnistes influent sur la capacité de l'État à étendre la courbe des rendements au-delà des échéances à très court terme. C'est primordial pour l'Ukraine, où l'inflation a été volatile et supérieure aux niveaux observés dans les pays voisins. En outre, l'essor du marché des titres publics pourrait être facilité en élargissant la base d'investisseurs et en adoptant un système d'intervenants sur le marché primaire une fois qu'une stratégie claire de gestion de la dette aura été élaborée et que le volume des émissions primaires aura augmenté.

### Développer le financement des entreprises

Il est indispensable, pour créer des marchés du crédit et des titres privés, de renforcer la protection des créanciers et le gouvernement d'entreprise. Les cadres juridique et institutionnel régissant la détermination de la valeur des garanties et la protection des droits des créanciers doivent être améliorés au Bélarus, en Russie et en Turquie

(graphique 41). En particulier, l'accessibilité et la qualité des informations sur la solvabilité des emprunteurs disponibles via une centrale des risques pourraient aussi être améliorées, notamment en Albanie, au Moldova, en Russie et en Ukraine (graphique 42). Pour ce qui est du gouvernement d'entreprise, c'est au Bélarus, en Bosnie-Herzégovine et en Ukraine que les progrès s'imposent le plus (graphique 43). Enfin, l'Albanie



#### **Encadré 10. Qualité des institutions, gouvernement d'entreprise et développement financier : le cas de l'Ukraine**

Le marché ukrainien des titres d'emprunt des sociétés a enregistré une croissance spectaculaire ces dernières années. Les émissions d'obligations, relancées en 2001–02, se sont accélérées depuis 2005 et totalisaient 4,1 % du PIB en 2006. Cependant, la liquidité du marché est plutôt faible. L'émergence du marché a été encouragée par l'augmentation des besoins de financement des entreprises ukrainiennes, conjuguée aux carences de l'intermédiation bancaire, et notamment à leur capacité limitée à répondre aux besoins de financement à long terme des entreprises compte tenu de la rareté des financements longs en hryvnia pour les banques, de l'importance des marges bancaires et de l'absence de crédits consortiaux en Ukraine.

En outre, le marché des actions s'est considérablement développé depuis quelques années, puisque la capitalisation atteignait 40,4 % du PIB en 2006, contre moins de 4 % en 1999. Le nombre de sociétés cotées est toutefois très faible, et la concentration est plutôt élevée, car les dix principales sociétés représentent 68 % de la capitalisation du marché. Qui plus est, le « flottant » est peu élevé (environ 5 % de la capitalisation du marché) et le taux de rotation est extrêmement faible (voir graphique 37 du corps du texte).

Une série de réformes pourrait favoriser la poursuite d'un développement sain du marché des actions et des obligations de sociétés. Il conviendrait d'abord d'améliorer la qualité des institutions et d'assurer un respect plus strict de la législation, car la procédure judiciaire est en général lourde et longue (voir graphique 40 du corps du texte). Il serait important aussi de renforcer le gouvernement d'entreprise car, à l'heure actuelle, la qualité des lois définissant les responsabilités du conseil d'administration, les droits des actionnaires et les règles de diffusion de l'information et de transparence n'est pas à la hauteur des normes internationales (voir graphique 43 du corps du texte). Il conviendrait aussi de remédier aux carences de la réglementation et de la surveillance du marché boursier ainsi que du système de compensation et de règlement. Les systèmes de transactions et de centrale des risques pourraient aussi être améliorés. La création d'une courbe de rendements de référence pour les titres publics faciliterait la détermination des prix des obligations des sociétés, et la promulgation d'une loi sur les sociétés par actions favoriserait l'essor du marché boursier<sup>1</sup>. Enfin, la base d'investisseurs institutionnels pour le marché des titres pourrait être élargie en réformant le cadre juridique et la surveillance pour favoriser l'essor des fonds communs de placement et en accélérant la réforme des retraites pour stimuler le développement des fonds de pension.

Note : Zsofia Arvai a aussi contribué à cet encadré.

<sup>1</sup>Un projet de loi sur les sociétés par actions a été déposé au Parlement.

et le Bélarus n'ont pas encore adopté une législation adéquate des valeurs mobilières. Là aussi, l'Ukraine montre bien comment l'amélioration de la qualité des institutions et du gouvernement d'entreprise peut aider à développer le financement des entreprises (encadré 10).

#### **Élargir l'éventail des acteurs du système financier**

La création d'une classe diversifiée d'investisseurs institutionnels — fonds de pension, fonds communs de placement et compagnies d'assurance — contribuerait grandement à l'essor et à la liquidité du marché financier. Ces investisseurs stabiliseraient la demande d'instruments financiers et stimuleraient la concurrence et l'efficacité sur le

marché primaire, et leur émergence pourrait être favorisée par le renforcement du cadre de réglementation et de surveillance des établissements financiers non bancaires. La surveillance pourrait être confiée à une agence unique intégrée ou à plusieurs agences, pour autant que la coopération et la circulation de l'information soient assurées. Des pays comme l'Albanie et le Bélarus, qui n'ont pas encore réformé leurs systèmes de retraite, pourraient envisager de mettre sur pied des régimes par capitalisation, obligatoires ou facultatifs, qui contribueraient au développement des fonds de pension. La Hongrie montre comment l'adaptation des lois et règlements, conjuguée à la réforme des régimes de retraite, peut élargir l'éventail des investisseurs institutionnels (encadré 9).





# Bibliographie

- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, and James Robinson, 2004, "Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth," NBER Working Paper No. 10481 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Anderson, J., and C. Gray, 2006, "Transforming Judicial Systems in Europe and Central Asia," paper presented at World Bank ABCDE conference, St. Petersburg, Russia, January.
- Arora, Vivek, and Athanasios Vamvakidis, 2005, "How Much Do Trading Partners Matter for Economic Growth?" *IMF Staff Papers*, Vol. 52, No. 1.
- Arvai, Zsafia, and Geoffrey Heenan, 2005, "A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Baldwin, Robert E., 2003, "Openness and Growth: What's the Empirical Relationship?" NBER Working Paper No. 9578 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Barth, James R., Gerald Caprio, and Ross Levine, 2006, *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern* (New York: Cambridge University Press).
- Berglöf, Erik, and Patrick Bolton, 2002, "The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, No. 1, pp. 77–100.
- Bems, R., and P. Schellekens, 2007, "Finance and Convergence: What's Ahead For Emerging Europe?" IMF Working Paper 07/244 (Washington: International Monetary Fund).
- Boot, Arnoud, and Anjan Thakor, 1997, "Financial System Architecture," *Review of Financial Studies*, Vol. 10, No. 3, pp. 693–733.
- Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith, 2001, "The Impact of Inflation on Financial Sector Performance," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 47 (April), pp. 221–48.
- Brunner, Allan, Jörg Decressin, Daniel C. Hardy, and Beata Kudela, 2004, *Germany's Three-Pillar Banking System: Cross-Country Perspectives in Europe*, IMF Occasional Paper No. 233 (Washington: International Monetary Fund).
- Campello, Murillo, 2006, "Debt Financing: Does It Boost or Hurt Firm Performance in Product Markets?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 82 (October), pp. 135–17.
- Cestone, Giacinta, and Lucy White, 2003, "Anticompetitive Financial Contracting: The Design of Financial Claims," *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 5, pp. 2109–42.
- Choi, James J., David Laibson, and Andrew Metrick, 2002, "How Does the Internet Affect Trading? Evidence from Investor Behavior in 401(k) Plans," *Journal of Financial Economics*, Vol. 64 (June), pp. 397–421.
- Cihák, Martin, and Alexander Tieman, 2007, "Assessing Current Prudential Arrangements," in *Integrating Europe's Financial Markets*, ed. by Jörg Decressin, Hamid Faruquee, and Wim Fonteyne (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, Ruben Lee, and Josef Zechner, 2003, *The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries* (London: Corporation of London).
- Csajbók, Attila, and Judit Neményi, 1998, "The Contribution of the Government Securities Market to the Development of Wider Securities Markets in Hungary," in *Capital Market Development in Transition Economies - Country Experiences and Policies for the Future* (Paris: OECD).

- Decressin, Jörg, Hamid Faruqee, and Wim Fonteyne, eds., 2007, *Integrating Europe's Financial Markets* (Washington: International Monetary Fund).
- Demekas, Dimitri, 2007, "Are European Emerging Markets Different?" in *Emerging Markets: Any Lessons for Southeastern Europe?* Proceedings of OeNB Workshop No. 12 (Vienna, Österreichische Nationalbank).
- De Nicolò, Gianni, 2007, "Financial Integration and Risk-Adjusted Growth Opportunities," presented at the 10th Annual International Banking Conference on Globalization and Systemic Risk, Federal Reserve Bank of Chicago, September 27–29.
- Dewatripont, M., and J. Tirole, 1994, "A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 4, pp. 1027–54.
- Djankov, Simeon, Caralee McLiesh, and Andrei Shleifer, 2005, "Private Credit in 129 Countries," NBER Working Paper No. 11078 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- EBRD–World Bank Business Environment and Enterprise Performance Survey, 2005. Disponible sur l'Internet à l'adresse : [www.ebrd.com/country/sector/econo/surveys/beeps.htm](http://www.ebrd.com/country/sector/econo/surveys/beeps.htm).
- EFMA, Capgemini, and ING, 2005, *World Retail Banking Report 2005*.
- Égert, Balazs, and Dubravko Mihajek, 2007, "Determinants of House Price Dynamics in Central and Eastern Europe," in *Focus on European Economic Integration 1/07* (Vienna: Österreichische Nationalbank).
- Eichengreen, Barry, 2007, *The European Economy since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- European Bank for Reconstruction and Development, 2005, *Transition Report 2005: Business in Transition* (London).
- Fonds monétaire international, 2006a, "Italy: 2006 Article IV Consultation—Staff Report," IMF Country Report 07/64 (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2006b, *Perspectives de l'économie mondiale*, Septembre (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2007a, *Global Financial Stability Report*, October (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2007b, "Italy—Selected Issues," IMF Country Report 07/65 (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2007c "Reaping the Benefits of Financial Globalization," IMF Discussion Paper (Washington: International Monetary Fund). Disponible sur l'Internet à l'adresse : [www.imf.org/external/np/res/docs/2007/0607.htm](http://www.imf.org/external/np/res/docs/2007/0607.htm).
- \_\_\_\_\_, et Banque mondiale, 2001, *Developing Government Bond Markets: A Handbook* (Washington: World Bank).
- Haas, François, 2007a, "Current State of Play," in *Integrating Europe's Financial Markets*, ed. by Jörg Decressin, Hamid Faruqee, and Wim Fonteyne (Washington: International Monetary Fund).
- \_\_\_\_\_, 2007b, "The Market in Financial Instruments Directive and the Transformation of Europe's Capital Markets," IMF Country Report No. 07/259 (Washington: International Monetary Fund).
- Hilbers, P., I. Ötker-Robe, and C. Pazarbasioğlu, 2007, "Analysis of and Policy Responses to Rapid Credit Growth," in *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?* ed. by Charles Enoch and Inci Ötker-Robe (New York: Palgrave Macmillan; and Washington: International Monetary Fund).
- Holmstrom, Bengt, and Jean Tirole, 1993, "Market Liquidity and Performance Monitoring," *Journal of Political Economy*, Vol. 101 (August), pp. 678–709.
- Huybens, Elisabeth, and Bruce D. Smith, 1999, "Inflation, Financial Markets, and Long-Run Real Activity," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43 (April), pp. 283–315.

- Iorgova, Silvia, and Li Lian Ong, 2007, "The Capital Market of Emerging Europe: Institutions, Instruments and Investors," à paraître, IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Ivaschenko, Iryna, 2007, "Financial Intermediation and Growth in Italy,," à paraître, IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Johnson, Simon. John McMillan, and Christopher Woodruff, 2002, "Property Rights and Finance," *American Economic Review*, Vol. 92 (December), pp. 1335–56.
- Kiyotaki, N., and J. Moore, 1997, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (April), pp. 211–48.
- Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, à paraître, "The External Wealth of Nations: Mark II," *Journal of International Economics*.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1997, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, Vol. 52 (July), pp. 1131–50.
- \_\_\_\_\_, 1998, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106 (December), pp. 1113–55.
- McAndrews, James, and Chris Stefanadis, 2002, "The Consolidation of European Stock Exchanges," Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 8, No. 6 (June), pp. 1–6.
- Moore, D., and A. Vamvakidis, 2007, "Economic Growth in Croatia: Potential and Constraints," IMF Working Paper 07/198 (Washington: International Monetary Fund).
- Petersen, M., and R. Rajan, 2000, "Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending," NBER Working Paper No. 7685 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Schellekens, Philip, 2000, "Costly Collateral and the Public Supply of Liquidity," IMF Working Paper 00/125 (Washington: International Monetary Fund).
- Tang, Man-Keung, 2007, "Private-Sector Financial Liabilities in Advanced Economies: Is More Better?" IMF Working Paper 07/118 (Washington: International Monetary Fund).
- Vamvakidis, Athansios, 2007, "External Debt and Economic Reform: Does a Pain Reliever Delay the Necessary Treatment?" IMF Working Paper 07/50 (Washington: International Monetary Fund).
- Zoli, Edda, 2007, "Financial Development in Emerging Europe: The Unfinished Agenda," IMF Working Paper 07/245 (Washington: International Monetary Fund).

