



# RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT, 2015

APERÇU  
GÉNÉRAL



NATIONS UNIES



**CONFÉRENCE DES NATIONS UNIES SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT**  
**Genève**

**RAPPORT SUR LE COMMERCE  
ET LE DÉVELOPPEMENT, 2015**

**APERÇU GÉNÉRAL**



**NATIONS UNIES**  
New York et Genève, 2015

---

## Note

---

- Les cotes des documents de l'Organisation des Nations Unies se composent de lettres majuscules et de chiffres. La simple mention d'une cote dans un texte signifie qu'il s'agit d'un document de l'Organisation.  

---
- Les appellations employées dans la présente publication et la présentation des données qui y figurent n'impliquent, de la part du Secrétariat de l'Organisation des Nations Unies, aucune prise de position quant au statut juridique des pays, territoires, villes ou zones ou de leurs autorités, ni quant au tracé de leurs frontières ou limites.  

---
- Le texte de la présente publication peut être cité ou reproduit sans autorisation, sous réserve qu'il soit fait mention de la source du document et de sa cote et qu'un exemplaire de l'ouvrage où sera reproduit l'extrait cité soit envoyé au secrétariat de la CNUCED; courriel: [tdr@unctad.org](mailto:tdr@unctad.org).  

---
- L'aperçu général est également publié en tant que partie du *Rapport sur le commerce et le développement, 2015* (UNCTAD/TDR/2015, numéro de vente: F.15.II.D.4).

# APERÇU GÉNÉRAL

*L'argent fait tourner le monde. C'est du moins ce que dit la chanson. Il peut aussi l'entraîner dans une spirale infernale, comme on a pu le voir pendant la crise financière de 2008. Face aux coûts économiques et sociaux qui, par la suite, n'ont cessé d'augmenter, la communauté internationale a appelé les milieux financiers à changer de refrain. Gordon Brown, alors chef d'orchestre du G-20, a rejeté la faute avec vigueur sur des institutions financières insuffisamment réglementées, qui s'attachaient de moins en moins à «assurer la garde et la protection de l'argent des citoyens» et de plus en plus, à «jouer avec leur avenir»; il fallait, a insisté M. Brown, de nouvelles règles mondiales, fondées sur des valeurs communes. Peu après, lors de leur premier sommet, organisé en Russie, les dirigeants des BRIC ont réclamé des institutions financières plus démocratiques ainsi qu'un système monétaire international stable, prévisible et plus diversifié. L'Assemblée générale des Nations Unies les a accompagnés de sa voix universelle, proposant un plan de réforme du système financier international dans lequel elle jugeait impératif de lancer, à titre prioritaire, «une ample et prompte réforme du FMI».*

*De nombreux législateurs nationaux se sont joints au chœur, avec leur suite de débats parlementaires et de commissions d'experts; beaucoup ont reproché aux marchés financiers leur penchant pour le court terme, leur goût immodéré pour les instruments financiers toxiques et opaques, et leur incapacité de répondre comme il convenait aux besoins financiers des entreprises et des ménages. Tout semblait annoncer une grande réforme. Ce n'était qu'une question de temps.*

*Sept années plus tard, la demande mondiale globale est faible, les inégalités de revenus se creusent et le système financier reste fragile. Bref, l'économie mondiale est toujours la proie des aléas monétaires et financiers. Il serait faux de dire que le programme de réforme n'a jamais dépassé le stade de projet. Diverses mesures ont*

*été adoptées, à la fois aux niveaux national et international, dont certaines n'ont pas manqué d'audace. Jusqu'à présent, elles n'ont toutefois pas réussi à remédier aux faiblesses et aux vulnérabilités systémiques d'un monde financiarisé. Pour reprendre l'expression de Martin Wolf, journaliste au Financial Times, le système financier actuel n'est guère plus qu'une «version édulcorée» du système entaché de partialité qui l'a précédé.*

*Alors que les marchés financiers mondiaux continuent de favoriser le court-termisme et la spéculation et que les mesures de prévention des crises sont insuffisantes, on peut se demander si les ambitions élevées de la communauté internationale, affirmées dans un ensemble d'objectifs de développement, notamment sociaux et environnementaux, pourront être satisfaites dans les délais voulus. Sur le papier, ces nouveaux objectifs pourront compter sur un afflux record d'investissements pour leur réalisation. Encore faut-il que le système financier se montre coopératif. C'est pourquoi le Rapport sur le commerce et le développement, 2015 passe en revue différents enjeux interdépendants du système monétaire et financier international, depuis l'apport de liquidités et la réglementation du secteur bancaire jusqu'à la restructuration de la dette et le financement public à long terme. Les solutions existent, mais la communauté internationale devra prendre des mesures énergiques si elle veut que le secteur financier contribue à rendre le monde plus digne, plus stable et plus équitable.*

## **De la financiarisation mondiale à la crise financière mondiale**

Après l'effondrement du système de Bretton Woods, l'économie financière est devenue plus importante, plus puissante et plus interconnectée; elle s'est aussi de plus en plus détachée de l'économie réelle. À partir des années 1980, la plupart des grands pays développés se sont empressés d'ouvrir leurs comptes de capital. Dix ans plus tard, de nombreux pays émergents leur ont emboîté le pas. Les capitaux se sont alors mis à circuler dans des proportions inédites. En 1980, la part de la finance dans le PIB mondial était à peu près égale à celle du commerce (25 % environ), mais juste avant la crise financière de 2008, elle est devenue neuf fois plus importante et la valeur des actifs financiers

---

mondiaux a dépassé 200 000 milliards de dollars. Parallèlement, de nouvelles institutions financières ont fait leur apparition et les intermédiaires traditionnels ont diversifié leurs produits financiers, les unes et les autres bénéficiant d'un allègement de la réglementation et d'un assouplissement des contrôles. Ce faisant, les activités financières sont devenues beaucoup plus interconnectées, les indicateurs usuels de l'intégration financière atteignant des niveaux historiques et les prix mondiaux des actifs évoluant toujours plus en synchronie.

En très peu de temps, ces changements ont déséquilibré le système institutionnel de poids et de contrepoids qui, pendant les trente années suivant la fin de la Deuxième Guerre mondiale, avait assuré une remarquable stabilité financière et, partant, l'augmentation constante du commerce international et un élan d'investissement sans précédent. La réaction de la nouvelle génération de décideurs fut de demander que les réglementations financières qui subsistaient soient démantelées sans délai et de vanter les mérites de l'autorégulation des marchés, présentée comme le meilleur moyen, voire comme le seul, de concilier efficacité et stabilité dans une économie en voie de mondialisation.

Le système financier qui en est résulté a accordé des crédits avec bien plus de libéralité, a été plus innovant dans sa gestion du risque, a mieux résisté aux chocs de faible importance (ce que l'on a appelé la «grande modération»). En revanche, il s'est révélé beaucoup moins à même de reconnaître des tensions et des faiblesses systémiques et d'anticiper les chocs plus graves (depuis la crise du peso mexicain jusqu'à la Grande Récession) ou d'atténuer leurs répercussions. C'est le secteur public et, de fait, les contribuables dans leur ensemble, qui en ont payé le prix fort.

L'ampleur de la crise de 2008 a poussé les banques, les entreprises et les ménages, soucieux de rééquilibrer leurs budgets, à réduire leurs dépenses, laissant de nombreux gouvernements en peine de contrebalancer les effets produits. Obnubilés par la stabilité des prix, les décideurs en avaient oublié l'art de mener de front plusieurs objectifs macroéconomiques. En outre, la financiarisation avait fait disparaître ou avait vidé de leur substance toute une série de moyens d'action dont

ils avaient besoin pour gérer efficacement une économie moderne et complexe.

Depuis la crise, bon nombre de pays développés se sont tournés vers des instruments de politique monétaire «non conventionnels» pour tenter de faire repartir l'activité économique. En résumé, les principales banques centrales augmentent les réserves des établissements bancaires de premier plan en leur rachetant des titres, dans l'espoir de relancer le crédit et d'encourager les dépenses dans l'économie réelle. Les résultats ont été décevants. Dans de nombreux pays développés, la reprise économique a été parmi les plus faibles enregistrées. L'emploi a peu augmenté, les salaires réels ont stagné ou baissé, les investissements ont peiné à remonter, et la productivité a progressé au ralenti. En revanche, les marchés boursiers ont retrouvé leur vigueur, les marchés immobiliers se sont ressaisis – parfois, renouant même avec une forte croissance – et les bénéfices sont repartis à la hausse, dépassant souvent leurs pics d'avant la crise. Dans le même temps, la dette mondiale s'est creusée, augmentant de quelque 57 000 milliards de dollars à partir de 2007.

### **Une reprise timide dans les pays développés**

Au milieu de l'année 2014, après une longue période de gestion de crise, les décideurs ont eu l'impression que tout revenait à la normale. Une légère reprise de la croissance était prévue dans les années à venir, la zone euro affichait de nouveau des indicateurs positifs et le Japon paraissait sur le point de sortir de plusieurs années de stagnation économique. Entre-temps, le chômage reculait aux États-Unis et la Réserve fédérale mettait fin à la politique d'assouplissement quantitatif; les prix du pétrole étaient en baisse et les chefs d'entreprise retrouvaient confiance. À la fin de l'année, des doutes ont pourtant commencé à s'installer. Depuis lors, l'horizon s'est pour le moins assombri.

Après la crise de 2008-2009 et la reprise de 2010, la croissance économique mondiale s'est établie autour de 2,5 %. C'est moins que le taux de croissance potentielle, prudemment estimé à 3 %, et encore moins que le taux de croissance d'avant la crise, de 4 % en moyenne.

En 2015, le taux de croissance ne devrait être guère différent de celui enregistré en 2014 (2,5 %), si l'on en juge par la conjonction d'une légère accélération dans les pays développés, d'un modeste ralentissement dans les pays en développement et d'une baisse plus marquée dans les pays en transition.

La croissance des pays développés devrait s'élever à 1,9 % environ, contre 1,6 % en 2014, grâce à une progression un peu plus rapide des taux – initialement très bas, cependant – dans la zone euro et au Japon. Cette accélération s'explique par le dynamisme de la demande intérieure, fondé sur la hausse de la consommation des ménages et l'assouplissement de la politique budgétaire. La consommation des ménages a été portée par la baisse des prix de l'énergie, les effets de patrimoine induits par l'augmentation des cours des actions et la hausse de l'emploi dans un certain nombre de pays, notamment l'Allemagne, les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni. L'inflation est restée très inférieure aux taux visés dans la plupart des pays développés.

Les politiques monétaires demeurent expansionnistes, comme il ressort des taux d'intérêt très bas dans tous les pays développés et des nouveaux programmes d'«assouplissement quantitatif» lancés dans la zone euro et au Japon. Nonobstant, l'expansion du crédit se fait toujours attendre, les salaires restent peu élevés et les banques montrent des signes de faiblesse. À cela s'ajoute un regain d'incertitude quant à l'avenir de la Grèce, dont l'éventuelle sortie de la zone euro menace avant tout les rendements des obligations souveraines du Portugal, de l'Espagne et d'autres pays européens qui commencent tout juste à se remettre de la crise. Des doutes ont également resurgi quant à la vigueur de la reprise japonaise. Les États-Unis devraient poursuivre leur trajectoire de croissance, à un rythme de 2 % à 2,5 %. Bien qu'ils soient inférieurs à ceux enregistrés au cours des précédentes sorties de crise, ces taux devraient permettre la création régulière d'emplois, mais dans des proportions peu spectaculaires et toujours sans un relèvement sensible du salaire nominal. Il faut ajouter que les bilans des ménages restent fragiles et que l'appréciation du dollar réduit la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB.

## Une stagnation séculaire ou épisodique?

Au-delà de ces considérations conjoncturelles, il est bien plus à craindre que les pays développés puissent rester coincés dans une logique de faible croissance. La notion de stagnation séculaire n'est pas nouvelle, mais elle a été remise au goût du jour. Cette idée d'une croissance évanescence a été avancée pour la première fois à la fin des années 1930, en référence à des tendances technologiques et démographiques défavorables qui ne pouvaient être infléchies qu'au prix de lourds déficits publics. Aujourd'hui, les taux de croissance nettement inférieurs à ceux d'avant la crise qui continuent d'être observés dans de nombreux pays développés, et ce, malgré des années de politique monétaire accommodante, sont perçus comme la «nouvelle norme». Dans le monde financiarisé actuel, les principales mesures de relance font gonfler les dettes privées et les prix des actifs, au point que les pays peuvent avoir à trouver un compromis entre une faible croissance à long terme et une situation d'instabilité financière.

Les avis divergent toujours quant à la réalité de la stagnation séculaire et, le cas échéant, quant à ses causes. Pour certains observateurs, le ralentissement de la croissance est dû à un ensemble de facteurs du côté de l'offre: faible propension à investir, manque de dynamisme technologique et évolution démographique défavorable. Pour d'autres, elle est plutôt un long et mauvais moment à passer, qui va de pair avec un supercycle d'endettement. Quoi qu'il en soit, tous négligent le fait que la part salariale a diminué d'environ 10 points de pourcentage dans les pays développés depuis les années 1980, ce qui a étranglé la demande de consommation financée par les revenus et a sapé l'investissement privé. Ces répercussions négatives sur la demande, qui découlent de la dégradation de la distribution fonctionnelle du revenu, ont été aggravées par une distribution personnelle du revenu toujours plus inégale, les ménages les plus riches absorbant une part beaucoup plus grande du revenu total que par le passé, mais ayant tendance à dépenser moins et à épargner plus que les autres. Elles ont aussi été rendues plus sensibles par le choix des seules politiques monétaires expansionnistes pour remédier à la contraction de la demande. Par voie de conséquence, les entreprises ont converti leurs bénéfices en

---

dividendes ou les ont investis dans des actifs financiers, plutôt que dans des biens de production. Les prix des actifs ont été tirés vers le haut et les richesses ont été réparties de manière encore moins équitable, d'où une stagnation persistante des revenus de la majorité de la population.

Pour les décideurs, la question est surtout de savoir si des réformes structurelles sont le meilleur moyen de promouvoir l'investissement privé et de dynamiser l'entrepreneuriat et, dans l'affirmative, de déterminer quelles sont les mieux adaptées. Certains proposent des mesures qui corrigeraient les rigidités perçues dans les marchés des biens et services et du travail. D'autres donnent la préférence à des mesures de réduction de la dette publique. Si celles-ci sont présentées avec beaucoup de conviction, elles n'indiquent pas clairement d'où viendra la croissance. À cet égard, il semble falloir s'en remettre en grande partie à un renforcement mutuel de la confiance des chefs d'entreprise et de la compétitivité internationale. Or, le commerce mondial est toujours en plein marasme. Entre 2012 et 2014, le commerce mondial des marchandises a progressé à un rythme de 2 % à 2,5 % (très comparable à celui de la production mondiale), bien inférieur au taux moyen de 7,2 % par an enregistré en 2003-2007, avant la crise. En 2014, il a quasiment stagné en prix courants (augmentant seulement de 0,3 %) en raison de la chute des prix des principaux produits de base. Selon des estimations préliminaires, le volume du commerce des marchandises a légèrement augmenté en 2015, dans des proportions comparables au volume de la production mondiale. Cette reprise tient dans une large mesure à la progression des échanges entre les pays développés et influe probablement peu sur la croissance de ces pays. Quoiqu'il en soit, elle ne contribue pas sensiblement à la croissance économique mondiale.

Dans la mesure où la stagnation séculaire est avant tout liée à la demande, les politiques visant à plafonner les revenus du travail et à maîtriser les dépenses publiques risquent d'aggraver le problème, et non de le résoudre. Une autre option est de faire la part belle à la politique des revenus (loi sur le salaire minimum, renforcement des institutions de négociation collective, transferts sociaux, etc.) et aux dépenses publiques de manière à pallier les faiblesses, à la fois

du côté de la demande et du côté de l'offre. Si l'on en juge par les effets d'entraînement très positifs qu'une augmentation des dépenses publiques – par exemple en faveur des infrastructures – a produits dans des pays en stagnation économique, le renforcement de l'investissement public devrait être l'un des principaux remèdes à la stagnation séculaire. Une politique favorable à la hausse des revenus aurait également pour effet d'accroître la demande, créerait des débouchés pour les investissements privés et aurait des retombées bénéfiques plus larges car, si les salaires augmentent, les cotisations sont plus élevées, ce qui soulage les régimes de retraite, et les ménages peuvent consommer plus sans creuser leur dette. La productivité du travail y gagnerait également. Il est établi, en effet, que le relèvement des taux d'activité et d'emploi stimule la productivité, en créant un cercle vertueux de croissance de la demande et de l'offre. Une politique budgétaire expansionniste et une hausse des revenus augmenteraient la production effective, tout en stimulant la croissance de la production potentielle, déclenchant ainsi une réaction en chaîne bénéfique, propre à asseoir une croissance soutenue et non inflationniste.

### **Les retombées financières dans les pays en développement et les pays en transition**

Quelle que sera l'issue du débat sur la stagnation, jusqu'à présent, l'association d'une politique monétaire accommodante et d'une économie réelle atone a favorisé l'épanchement des excédents de liquidités des pays développés dans les pays émergents. Déjà observé après l'éclatement de la bulle Internet, ce phénomène a pris une ampleur considérable après la crise de 2008.

Depuis le début du millénaire, les entrées nettes de capitaux privés ont beaucoup augmenté dans les pays en développement et les pays en transition. Exprimées en part du revenu national brut (RNB), elles sont passées de 2,8 % en 2002 à 5 % en 2013, après avoir culminé à 6,6 % en 2007 et à 6,2 % en 2010. Dans le même temps, un grand nombre de pays en développement et de pays en transition ont connu une croissance

---

vigoureuse et une amélioration de leurs comptes courants, qui leur ont permis de constituer, collectivement, d'importantes réserves d'avoirs extérieurs.

Les principaux défenseurs de l'intégration financière se sont réjouis de cette évolution, soulignant l'interaction positive entre l'ouverture des comptes de capital, l'augmentation des flux de capitaux privés, le bien-fondé des politiques et les gains d'efficacité. Pourtant, cette interaction n'a pas été démontrée par les chercheurs et, pour la plupart des pays en développement et des pays en transition, l'intégration dans les marchés financiers mondiaux ne semble pas étroitement liée aux objectifs de développement à long terme. Certes, les capitaux étrangers peuvent aider à pallier le déficit d'épargne intérieure et les investissements étrangers directs (IED) peuvent aider à développer les capacités de production locales, mais il s'agit de plus en plus de capitaux à court terme, plus exposés au risque et de caractère spéculatif, qui rappellent, par leurs éléments d'instabilité, ceux reçus avant les crises financières des années 1980 et 1990. Bien qu'ils stimulent la croissance à court terme, ces flux internationaux de capitaux, toujours plus importants et plus irréguliers, peuvent exacerber la sensibilité aux chocs extérieurs et limiter l'efficacité des mesures de gestion de crise. Ils peuvent aller à l'encontre de conditions macroéconomiques qui assureraient l'accroissement de la productivité, la transformation structurelle et un développement équitable à long terme.

Après le début de la crise, en 2008, les mesures d'assouplissement quantitatif appliquées par de nombreux pays développés, conjuguées – après un bref épisode expansionniste – à une politique d'austérité budgétaire ont continué de faire affluer les liquidités dans le secteur privé, sans guère contribuer à la croissance. Dans ce contexte, les investisseurs internationaux se sont tournés vers les pays en développement et les pays en transition, qui promettaient de meilleurs rendements et pour lesquels le risque perçu était plus faible que par le passé.

Comme ces apports de capitaux privés ont eu lieu alors que la plupart des pays en développement et des pays en transition affichaient des comptes courants excédentaires ou moins déficitaires, il est peu

probable qu'ils aient été motivés par le financement du développement. Les pays en développement et les pays en transition dans leur ensemble et, plus particulièrement, les grands pays, ont accumulé d'importantes réserves d'actifs au cours de cette période, recevant donc bien plus de capitaux qu'il ne leur en fallait pour couvrir leurs dépenses intérieures et leurs besoins d'investissement. Des entrées brutes de capitaux ont été enregistrées non seulement dans les pays à déficit, mais aussi dans les pays à fort excédent commercial. Autrement dit, les mouvements de capitaux, dans une large mesure déconnectés des activités économiques réelles, se sont souvent faits les principaux déterminants de la balance des paiements. Le passif extérieur des pays en développement et des pays en transition ayant eu un coût supérieur au rendement de leur actif, ces entrées de capitaux ont généralement diminué le solde de la balance des revenus, causant une dégradation du compte courant. Cette situation pourrait inciter les pays déficitaires à adopter des politiques restrictives, qui les rendraient financièrement plus fragiles. Il est donc important de savoir si ces tendances sont compatibles avec une stabilité financière et une demande soutenue, à la fois aux niveaux national et mondial.

### **La gestion des flux de capitaux: nouveaux facteurs de vulnérabilité et problèmes de longue date**

En faisant évoluer les prix et en influant sur les politiques, les entrées de capitaux étrangers, en particulier de quantités excessives de capitaux spéculatifs à court terme, peuvent compromettre les chances de croissance durable et de développement. Des entrées massives de capitaux peuvent amener à une appréciation de la monnaie, d'autant plus que bon nombre de pays se sont engagés à maintenir des taux d'inflation extrêmement bas. L'environnement macroéconomique qui en résulte, caractérisé par des taux d'intérêt élevés et instables et une monnaie appréciée, risque de faire obstacle à une demande globale vigoureuse et à des investissements propres à renforcer les capacités productives. Les pouvoirs publics sont aussi moins prompts à utiliser l'arme budgétaire, la nécessité de rester dans les bonnes grâces du secteur financier les empêchant d'intervenir réellement sur les dépenses et les recettes.

Leur réticence a pour effet direct de réduire le revenu national, en limitant les dépenses publiques, et pour effet indirect d'amoindrir les capacités de production, en freinant les investissements publics dans le capital physique et le capital humain, ceux-là mêmes qui favorisent les investissements privés et l'accroissement de la productivité. Dans certains cas, notamment en Amérique latine et en Afrique subsaharienne, ces effets sur les prix et les politiques ont renforcé la tendance à une désindustrialisation précoce et à une informalisation du travail.

Depuis les années 1980, la plupart des crises financières dans les pays en développement et les pays en transition ont été précédées d'une accélération des entrées de capitaux. La fragilisation financière qui s'en est suivie, principalement marquée par un surendettement du secteur privé, a souvent débouché sur des crises, qui ont eu des répercussions très négatives sur l'économie réelle et ont fait s'envoler la dette publique. Si la prodigalité budgétaire est pointée du doigt dans bien des comptes rendus de crises financières, ce sont généralement le ralentissement de la croissance entraîné par la crise ainsi que l'assainissement des actifs privés et tous les coûts connexes (par exemple, la nationalisation des dettes privées, la recapitalisation des banques et l'impact de la dépréciation monétaire sur la valeur des dettes en devises) qui font gonfler la dette publique. Ces cycles d'expansion et de récession restent très sensibles à des facteurs extérieurs tels que les variations des prix mondiaux des produits de base, l'évolution des taux directeurs aux États-Unis ou, par effet de contagion, les crises survenues à l'étranger.

Les faiblesses macroéconomiques et structurelles d'un pays sont donc accentuées par le système financier mondial qui, par l'excès de liquidités et le manque de réglementation prudentielle qui le caractérisent, incite à l'optimisme, à la prise de risques excessifs et au surendettement.

Face à ces faiblesses systémiques, les pays en développement et les pays en transition – en particulier, ceux exposés à l'afflux de capitaux spéculatifs à court terme – peuvent envisager un certain nombre de mesures, non seulement pour mieux surveiller le montant et

la composition des capitaux privés qu'ils reçoivent ainsi que leurs effets macroéconomiques, mais aussi pour mettre leurs politiques budgétaire et monétaire davantage au service de leurs objectifs de développement. À une gestion des entrées de capitaux et de la balance des paiements uniquement axée sur des taux d'intérêt et des objectifs d'inflation très faible, ils doivent préférer l'alliance judicieuse d'un contrôle des mouvements de capitaux et d'un encadrement des taux de change, qui préservera l'accès aux financements extérieurs – notamment aux crédits commerciaux et aux IED – indispensables au renforcement des capacités productives locales, tout en encourageant les investissements intérieurs. De plus, leurs banques centrales peuvent et doivent faire plus que de maintenir la stabilité des prix ou la compétitivité des taux de change pour favoriser le développement. Par exemple, par le biais des critères d'octroi des crédits et des politiques des taux d'intérêt, elles pourraient faciliter la modernisation de l'industrie et apporter une aide précieuse aux banques de développement et aux autorités budgétaires, comme l'ont fait leurs homologues de bon nombre de nouveaux pays industrialisés. Toutefois, si l'on en juge par les difficultés des pays développés à sortir de la crise, la politique monétaire ne suffit pas; il faut aussi que des politiques budgétaire et industrielle volontaristes créent les conditions structurelles et conjoncturelles qui contribueront à l'accroissement de la productivité nationale et de la demande globale.

Ne serait-ce qu'en raison de l'ampleur des flux mondiaux de capitaux, cette gestion macroéconomique nationale devra être complétée par des mesures mondiales qui jugulent les flux financiers spéculatifs et instaurent des dispositifs d'aide au crédit plus solides, comme des fonds de réserves régionaux.

### **Le ralentissement de l'activité et les disparités entre régions en développement**

Les décideurs ont cessé de se soucier des faiblesses nées de la financiarisation au début du millénaire, lorsque les pays en développement et les pays en transition sont entrés dans une période de forte croissance, apparemment dissociée des tendances économiques

dans les pays développés. En réponse aux premiers effets de la crise, en 2008-2009, bon nombre des pays en développement et des pays en transition ont appliqué des mesures anticycliques plus ambitieuses, consistant notamment à augmenter les dépenses budgétaires et à maintenir des mesures de soutien des revenus suffisamment longtemps pour redresser les dépenses des ménages et, au bout du compte, les investissements privés. Aujourd'hui confrontés à des sorties de capitaux ou à la baisse des prix à l'exportation, certains de ces pays réduisent, voire suppriment, leurs politiques de relance. De leur côté, les pays importateurs de pétrole, pour lesquels les termes de l'échange sont devenus plus favorables, disposent d'une plus grande marge d'action.

Globalement, les pays en développement conserveront un taux de croissance supérieur à 4 % grâce, en particulier, aux capacités de résilience de la plupart des pays asiatiques. D'autres régions, en revanche, connaissent un net ralentissement économique, dû à la baisse des prix des produits de base et aux sorties de capitaux qui, dans certains pays, ont conduit à l'adoption de politiques macroéconomiques plus restrictives. C'est surtout le cas en Amérique latine, en Asie occidentale et dans les pays en transition. La situation est plus mitigée dans les sous-régions africaines.

En 2014, la plupart des indicateurs commerciaux ont été moins encourageants que par le passé. Le recul des exportations pétrolières de l'Afrique du Nord et de l'Afrique subsaharienne a fait baisser les exportations africaines en valeur réelle. Le commerce extérieur des pays d'Amérique latine et des Caraïbes a diminué en volume (et, plus encore, en valeur), en partie en raison des effets négatifs de la stagnation de l'économie régionale sur le commerce intrarégional. En Asie de l'Est, le volume du commerce a continué de croître, mais à un rythme inhabituellement lent pour la région (moins de 4 % en 2014). Cela s'explique dans une large mesure par le ralentissement du commerce extérieur de la Chine, dont les exportations (en valeur réelle) ont augmenté moins vite que le PIB et les importations (en valeur réelle) ont progressé encore moins rapidement. Ces tendances peuvent être le signe d'un changement structurel de l'économie chinoise, dont la croissance n'est plus tirée

par les exportations, mais plutôt par la demande intérieure, et dont les importations sont davantage destinées à la consommation intérieure qu'à l'exportation après transformation.

L'année 2014 et le premier semestre de 2015 n'ont pas été sans turbulences sur les marchés des produits de base. Poursuivant la tendance amorcée après les pics de 2011-2012, les prix de la plupart des produits de base et, plus particulièrement, du pétrole, ont encore chuté en 2014. La baisse a été plus marquée qu'en 2013, surtout pour les groupes de produits pour lesquels la demande est plus étroitement liée à l'activité économique mondiale, comme les minéraux, les minerais et les métaux, les matières premières agricoles et le pétrole. L'évolution des prix semble surtout avoir été dictée par les fondamentaux du marché, bien que la financiarisation du secteur ait continué d'avoir une influence, les investisseurs financiers réduisant leurs positions avec la baisse des prix et des bénéfices. Les fonds spéculatifs, très présents sur les marchés pétroliers, ont rendu les prix encore plus instables. La forte appréciation du dollar, au cours de l'année précédente, a aussi joué un grand rôle dans la baisse des prix des produits de base.

L'effondrement des prix du pétrole résulte principalement de la hausse de la production mondiale, en particulier du pétrole de schiste aux États-Unis, et de l'abandon par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) de sa politique de ciblage des prix, dans le but, semble-t-il, de conserver sa part de marché en tentant d'évincer les acteurs dont les coûts de production sont plus élevés. La demande pétrolière mondiale a continué d'augmenter en 2014, mais pas au point d'absorber l'offre. La baisse des prix du pétrole qui en a découlé s'est répercutée, par différents canaux, sur les prix des autres produits de base. Elle a aussi stimulé leur production, en réduisant certains coûts connexes. Elle aurait en outre freiné la demande de produits agricoles utilisés dans les biocarburants et réduit les prix des substituts synthétiques aux matières premières agricoles. D'où une pression à la baisse sur les prix de produits de base tels que le coton et le caoutchouc naturel. Sur les marchés agricoles, l'évolution des prix a été en grande partie déterminée par l'offre même de produits agricoles, rendue moins abondante par de mauvaises conditions météorologiques. La baisse des prix de la

plupart des minéraux, minerais et métaux a principalement résulté de l'augmentation de l'offre, avec l'arrivée à échéance des investissements de la décennie précédente, et de l'essoufflement de la demande, bien que celle-ci soit toujours orientée à la hausse.

L'évolution des prix des produits de base est difficilement prévisible. La chute causée par l'excès d'offre entraîne déjà certains ajustements à la baisse des investissements et des capacités de production; quant à la demande, elle devrait dépendre du rythme et de la trajectoire de reprise dans les pays développés et des perspectives de croissance dans les grands pays émergents. Les tendances récentes rappellent toutefois à quels types de problèmes de nombreux pays en développement tributaires des produits de base continuent d'être confrontés et combien il est important pour eux de mettre les rentes tirées de leurs ressources au service d'une stratégie de diversification et d'une politique industrielle qui leur permettront de transformer la structure de leur économie et de parvenir à une croissance durable.

Les pays en transition ont été parmi les plus affectés par la baisse des prix des produits de base et les sorties de capitaux, au point que leur PIB devrait diminuer en 2015. En Fédération de Russie et en Ukraine, des conflits politiques sont venus s'ajouter aux restrictions appliquées à des fins de balance des paiements. La forte dépréciation de la monnaie et l'inflation ont freiné la demande intérieure et aggravé la récession économique. Les effets s'en sont ensuite fait sentir dans les pays voisins, qui destinent à la Fédération de Russie une bonne partie de leurs exportations et en reçoivent des sommes importantes, envoyées par leurs travailleurs émigrés dans le pays. L'Ukraine doit actuellement faire face à l'association dangereuse d'une baisse des recettes, d'un effondrement de la monnaie et d'un niveau d'endettement insoutenable, qui pourrait bien la placer en situation de défaut de paiement.

En Amérique latine et aux Caraïbes, le ralentissement observé depuis 2011 devrait se poursuivre en 2015. L'Amérique du Sud et le Mexique, en particulier, ont pâti de la détérioration de leurs termes de l'échange et de l'instabilité des flux de capitaux. Avec la dégradation de l'environnement extérieur et les problèmes rencontrés dans l'application

de mesures anticycliques, y compris l'expansion du crédit, il a été plus difficile de proposer des politiques de soutien; certains pays ont même adopté des politiques restrictives. En revanche, la plupart des pays d'Amérique centrale et des Caraïbes devraient enregistrer des taux de croissance nettement supérieurs à la moyenne de la région. Ils ont bénéficié de la baisse des prix du pétrole et ont été moins sensibles aux sorties de capitaux spéculatifs.

En Afrique, la situation est plus contrastée. Les conflits armés entament les revenus nationaux de pays d'Afrique centrale et de pays comme la Libye, et les effets de l'épidémie récente d'Ebola devraient encore se faire sentir en Afrique de l'Ouest. La croissance demeure forte dans les pays d'Afrique de l'Est, dont les termes de l'échange se sont améliorés, mais elle devrait rester faible en Afrique du Sud. En Afrique subsaharienne, quelques pays de grande et de moyenne importance économique, comme l'Angola et le Nigéria, subissent le contrecoup de la baisse des prix des produits de base, en particulier, du pétrole.

Comme les années précédentes, l'Asie a été la région la plus dynamique. Chacune des trois sous-régions de l'Est, du Sud et du Sud-Est continue d'afficher une croissance relativement forte, qui devrait être comprise entre 5,5 % et 6 % en 2015. Cette croissance est surtout tirée par la demande intérieure, avec une contribution toujours plus importante de la consommation, à la fois publique et privée. Même si les taux d'investissement sont toujours très élevés au regard d'autres régions (et devraient le rester, notamment au vu des besoins en matière de développement des infrastructures), la plupart des pays asiatiques, la Chine en tête, semblent s'employer à rééquilibrer la structure de la demande afin d'améliorer sa viabilité à long terme. L'éclatement de la bulle boursière en Chine, du fait de ses répercussions potentielles sur la demande intérieure, a rendu la situation économique plus incertaine. Cependant, l'augmentation de la consommation privée repose essentiellement sur la hausse des revenus, et non sur l'expansion du crédit, ce qui va dans le sens d'une croissance durable. De plus, il semble que des politiques budgétaires et monétaires expansionnistes soient destinées à compenser ce type de chocs financiers. Dans le même temps, la baisse des prix du pétrole a allégé les déficits courants de

plusieurs pays, comme l'Inde et le Pakistan, dont les taux de croissance devraient rester inchangés ou remonter légèrement. En Asie occidentale, la Turquie a également tiré parti de cette baisse, même si la plupart des pays exportateurs de pétrole de la sous-région ont vu leurs termes de l'échange se détériorer. Des conflits militaires ont aussi limité les perspectives de croissance dans une partie de la sous-région.

La rapidité avec laquelle les pays en développement s'étaient remis de la crise financière mondiale a semblé confirmer qu'ils échappaient à la force gravitationnelle des pays développés et suivaient leur propre orbite économique. Mais cette supposée indépendance paraît moins convaincante maintenant que la presse se fait l'écho de faits inquiétants dans le monde en développement, qu'il s'agisse de la forte dépréciation de certaines monnaies, de l'instabilité, voire de l'effondrement, des marchés boursiers, de la récession observée dans de grands pays émergents ou du creusement des déficits et de la montée en flèche des taux d'endettement de nombreux pays.

C'est dans cet environnement peu favorable que les institutions financières multilatérales doivent remplir leurs mandats, qui sont de mener l'économie mondiale à la stabilité et d'étouffer rapidement tout début d'incendie qui risquerait d'embraser le système financier. Or, depuis la crise financière mondiale, la preuve a été faite que l'architecture financière internationale n'offrait pas de remparts contre les grands incendies. Le système monétaire international actuel a en outre développé sa propre tendance à la pyromanie, en encourageant des interventions qui ont souvent accentué les récessions, au lieu de les atténuer, et en faisant peser bien trop lourdement la charge de l'ajustement sur les pays débiteurs et les pays déficitaires.

### **Le casse-tête des liquidités: trop abondantes et insuffisantes**

Avec la fin du système monétaire international de l'après-guerre, au début des années 1970, et la politique d'ouverture aux afflux massifs de capitaux privés internationaux, les liquidités mondiales ne sont plus

seulement obtenues auprès de sources «publiques», par la constitution de réserves de change, la conclusion de contrats d'échange entre banques centrales et l'octroi de droits de tirage spéciaux ou d'accords de prêt par le Fonds monétaire international (FMI). Ces «liquidités publiques» peuvent être complétées, comme cela a de plus en plus été le cas, par des «liquidités privées», issues des transactions internationales d'institutions financières (par exemple, des banques) et non financières (par exemple, des entreprises) accordant des crédits à l'étranger et/ou des prêts en devises. En résumé, les systèmes monétaire et financier internationaux ont fusionné.

L'essor des liquidités mondiales d'origine privée a levé un obstacle potentiel à la croissance, mais a aussi accru le caractère procyclique et instable du système monétaire international. De nombreux pays en développement ont réagi en accumulant des liquidités publiques, sous la forme de réserves de change, à titre d'auto-assurance. Ces réserves de change les préservent d'une pénurie de liquidités en cas de cessation brutale ou de reflux des entrées de capitaux. Elles sont aussi une conséquence indirecte des interventions réalisées sur les marchés des changes pour empêcher que des entrées de capitaux sans lien avec le financement des importations n'entraînent une appréciation de la monnaie. Elles offrent en outre l'avantage de pouvoir se passer de l'aide du FMI dans les situations de crise et d'échapper aux conditionnalités dont les prêts de cette organisation sont assortis.

Les réserves totales de change ont considérablement augmenté depuis le début des années 2000, surtout sous l'impulsion des pays en développement. Elles proviennent d'excédents de comptes courants ou d'emprunts sur les marchés financiers internationaux. Elles ont parfois été jugées «excessives» au regard des montants d'actifs généralement requis, par exemple, pour contenir les variations des recettes d'exportation ou pour reconduire la dette extérieure à court terme (à échéance à moins d'un an). Or, d'autres facteurs, comme l'ouverture financière, la stabilité du taux de change et la taille du système bancaire national, sont à prendre en considération pour déterminer quel devrait être le montant des réserves. La constitution de

réserves de change importantes suppose de transférer des ressources à des pays à monnaie de réserve, généralement contre des actifs «sûrs», mais à faible rendement. C'est l'une des raisons pour lesquelles le système monétaire international est particulièrement injuste.

Cette imperfection et cette iniquité du système montrent que, notamment en cas de crise, les liquidités mondiales doivent prendre des formes plus diversifiées et plus performantes, qui seront appelées à se substituer partiellement, puis totalement, aux grandes réserves de change détenues par mesure de précaution. De nouveaux arrangements multilatéraux seraient la meilleure façon de remédier aux faiblesses et à la partialité du système monétaire international. Dans l'idéal, la diversification du système passerait par le remplacement du dollar, actuellement monnaie de référence, par un panier de devises composé du dollar, de l'euro, du yuan et, peut-être, d'autres monnaies. Une autre solution serait d'allouer plus de droits de tirage spéciaux.

Chacune de ces deux options contribuerait à réduire le coût de la détention des réserves empruntées et à rendre le système actuel moins dépendant du seul pays à monnaie de réserve. De plus, dans un système fondé sur les droits de tirage spéciaux, l'offre de liquidités internationales publiques ne dépendrait plus des émetteurs nationaux. Et, s'il s'avérait que les monnaies nationales n'étaient pas les seuls actifs de réserve possibles, certains pays seraient moins soucieux de maintenir le pouvoir d'achat associé à leurs grandes réserves de change. De plus, les droits de tirage spéciaux étant définis à partir d'un panier de monnaies, cette diversification des avoirs et l'abandon du dollar comme seule monnaie de réserve s'accompagneraient de variations des taux de change bien moins importantes que dans un système multidevises et, partant, réduiraient le risque d'une instabilité financière mondiale. Plusieurs avantages en découleraient, notamment une plus grande souplesse dans la constitution des liquidités et un meilleur encadrement des pays à monnaie de réserve, qui les empêcherait d'abuser du «privilège exorbitant» d'émettre leur monnaie pour soutenir des ambitions purement nationales, au détriment d'intérêts mondiaux.

## **Les étapes éventuelles d'une réforme du système monétaire international**

L'objectif à long terme de tout programme de réforme globale devrait demeurer la mise en place de mécanismes multilatéraux efficaces, ce qui passe par des changements institutionnels de grande ampleur, allant d'un nouvel accord sur les règles de gestion multilatérale des taux de change à la création d'une banque centrale mondiale, voire d'une nouvelle monnaie mondiale. Même si les objectifs étaient moins ambitieux, une coordination générale des politiques macroéconomiques serait nécessaire au bon fonctionnement du système. Il faudrait en outre augmenter les ressources du FMI et revoir sa gouvernance afin de mieux répondre aux besoins des pays en développement et de renforcer la capacité du Fonds de suivre les mesures prises par les pays d'importance systémique. Même des changements de cet ordre semblent impossibles à réaliser à court terme pour un certain nombre de raisons économiques et politiques.

Par conséquent, malgré toutes ses déficiences, le système monétaire international continuera probablement de reposer sur le dollar dans les années à venir. L'enjeu consiste donc à réformer un système fondé sur le recours aux monnaies nationales, le flottement généralisé des monnaies et l'existence de flux de capitaux internationaux privés importants, afin que ce système puisse garantir un degré raisonnable de stabilité macroéconomique et financière au niveau mondial. À cette fin, il faut atténuer le rôle des flux de capitaux internationaux privés en tant que source de liquidités internationales et permettre aux mécanismes institutionnels de fournir suffisamment de liquidités internationales publiques, réduisant ainsi la nécessité d'accumuler d'importantes réserves de change comme forme d'auto-assurance, et veiller à ce que les pays excédentaires partagent le fardeau de l'ajustement.

L'une des solutions que la communauté internationale a adoptées pour résoudre ce problème a consisté à généraliser le recours aux accords d'échange de devises entre banques centrales afin de faire face à des besoins urgents de liquidités, transformant dans les faits la Réserve fédérale des États-Unis en prêteur international de dernier ressort.

---

Elle repose sur trois principaux postulats: premièrement, les banques centrales peuvent agir rapidement; deuxièmement, leur capacité de création monétaire n'a pratiquement aucune limite; troisièmement, les accords d'échange avec la banque centrale qui émet la monnaie dans laquelle les liquidités manquent n'ont aucun effet néfaste sur les taux de change. Les accords d'échange actuellement souscrits par les banques centrales des pays développés répondent aux besoins de ces pays et risquent d'être motivés par des raisons d'opportunisme ou de parti pris politiques. La Banque populaire de Chine a récemment conclu des accords d'échange de devises avec de nombreuses autres banques centrales, pour la plupart d'entre elles de pays en développement.

Les difficultés à concevoir et à mettre en œuvre les diverses propositions de réforme ont renforcé l'idée selon laquelle l'auto-assurance, sous la forme de réserves importantes de change, est le seul moyen pour les pays en développement de promouvoir la stabilité des taux de change et de veiller à ce que des ressources financières d'urgence soient disponibles de manière prévisible et ordonnée. Toutefois, le maintien du statu quo fait courir de sérieux risques, en particulier lorsque l'accumulation de réserves de change résulte d'emprunts sur les marchés internationaux de crédit ou d'entrées d'investissements de portefeuille. Une solution pourrait être de faire en sorte que la balance des paiements courants soit excédentaire, mais elle n'est pas à la portée de tous les pays et, dans la mesure où elle passe par une dévaluation, le risque est grand qu'elle déclenche une guerre monétaire ou compromette la viabilité de la dette. En outre, si elle se généralisait, l'accumulation de réserves de change aggraverait le caractère restrictif du système monétaire international, avec pour effet de freiner une demande et une reprise économique mondiales déjà faibles.

Il vaudrait peut-être mieux que les pays en développement s'efforcent de s'appuyer sur une série d'initiatives régionales et interrégionales afin de promouvoir la stabilité macroéconomique et financière régionale, de réduire la nécessité d'accumuler des devises, ainsi que de renforcer la résilience et la capacité de faire face aux crises de balance des paiements. Certes, les mécanismes régionaux présentent des lacunes institutionnelles, le problème le plus grave tenant

probablement à leur faible portée, surtout lorsque tous les pays qui en sont membres subissent en même temps des chocs extérieurs. Les accords d'échange internationaux seraient un moyen particulièrement judicieux d'y remédier. On pourrait aussi créer un fonds commun dont le capital versé serait périodiquement augmenté et qui pourrait être utilisé par une union régionale de compensation ou une source commune de réserves pour accroître ses propres capacités de mettre à disposition des liquidités en recourant à l'emprunt. Cela pourrait même être un moyen efficace de prévenir toute contagion intrarégionale en cas de chocs extérieurs multiples caractérisés par une intensité différente ou un décalage temporel variable. En outre, dans une communauté internationale hétérogène, les initiatives régionales fortes pourraient être associées aux institutions mondiales, aux autres institutions régionales et aux institutions nationales pour créer un système de gouvernance qui marque un progrès par rapport à un mécanisme fondé uniquement sur les institutions financières mondiales. La conjugaison d'initiatives de ce type à divers niveaux pourrait, du moins en partie, se substituer à l'accumulation de réserves et aider à remédier à la tendance restrictive du système monétaire international, ouvrant ainsi la voie à une réforme plus globale à l'avenir.

### **Le chantier de la réglementation financière internationale**

La crise a confirmé que l'économie réelle était de plus en plus déconnectée de l'économie financière; les capitaux spéculatifs prévalaient sur les capitaux entrepreneuriaux tandis que l'épargne des ménages n'était plus protégée. Les banques ont été montrées du doigt – de manière tout à fait légitime – car leur présence internationale faisait d'elles des établissements trop gros pour faire faillite avant la crise et trop gros pour être renfloués après celle-ci. Il faut surveiller de plus près les institutions financières d'importance systémique et gérer de manière plus attentive le compte de capital. À ce jour, le FMI a été réticent à s'acquitter de cette tâche, bien que le suivi des conséquences néfastes soit aujourd'hui considéré comme faisant partie intégrante de ses activités.

---

Sous la direction du Conseil de stabilité financière, les projets de réforme internationale ont porté sur un certain nombre d'initiatives en matière de réglementation et de supervision, donnant lieu notamment à l'adoption des Accords de Bâle III révisés et de dispositions visant expressément les «banques d'importance systémique au niveau mondial». Bien qu'elles soient présentées comme un grand progrès, ces réformes ont peu de chances de rendre les banques beaucoup plus résilientes. Certes, les Accords de Bâle III obligent les banques à afficher des ratios de fonds propres plus élevés par rapport aux Accords de Bâle II, mais la méthode de pondération des risques leur permet de conserver des taux d'endettement très élevés tout en les dissuadant d'accorder des prêts aux petites et moyennes entreprises (PME) ainsi qu'aux jeunes pousses et aux innovateurs. Le fait le plus regrettable est peut-être que la réglementation prudentielle les autorise encore à recourir à leurs propres évaluations ou à celles des agences de notation pour calculer le montant de leurs actifs pondérés en fonction du risque et donc celui des capitaux nécessaires pour faire face à des pertes inattendues.

Les pays en développement qui ont délibérément adopté les Règles de Bâle s'inquiètent en particulier du relèvement du ratio de fonds propres que pourraient entraîner les directives de Bâle relatives au calcul du risque de crédit pour les prêts accordés aux PME et les investissements réalisés dans des projets à long terme. En outre, les décideurs des pays en développement devraient garder à l'esprit que le cadre de Bâle n'a pas été conçu pour répondre à leurs besoins particuliers, son objectif étant d'harmoniser les réglementations nationales et d'éviter tout arbitrage réglementaire entre des pays accueillant des institutions financières internationales importantes et complexes.

Parallèlement à l'adoption de ces réformes réglementaires au niveau international, plusieurs pays développés ont rédigé une nouvelle législation nationale afin de remédier aux risques systémiques dans leur système financier. Parmi celles qui ont le plus de portée figurent les dispositions visant à dissocier les activités commerciales des activités d'investissement afin de séparer – et de protéger ainsi – les avoirs des déposants des opérations bancaires à risque et de limiter la probabilité de

retraits massifs de fonds en cas d'insolvabilité. Bien que ces initiatives pallient les principales insuffisances du système bancaire, elles ont rencontré une forte résistance de la part du lobby des banques, qui s'est efforcé (avec une certaine réussite) de retarder leur application et d'en atténuer l'ampleur.

### **Les problèmes non résolus du système bancaire parallèle et des organismes de notation**

L'accent ayant été mis sur les banques traditionnelles, une attention insuffisante a été accordée aux risques inhérents à un secteur bancaire parallèle en plein essor – dont l'activité s'est développée pendant plusieurs dizaines d'années à la faveur de la libéralisation et de la déréglementation du système financier. Des formes innovantes d'intermédiation sur le marché des crédits et une nouvelle génération de gestionnaires d'actifs (tels que les fonds spéculatifs) et de sociétés de bourse (appartenant souvent à des conglomérats financiers) ont accru l'effet de levier, qui a atteint une ampleur sans précédent dans le système financier, et dont les conséquences pourraient être dangereuses pour la stabilité financière. L'un des motifs de préoccupation réside dans la qualité des produits financiers qui ont été créés et négociés. Il est difficile de mesurer la toxicité, mais il le faut absolument, et les agences de notation ont démontré qu'elles étaient incapables de le faire. Un autre motif de préoccupation est que le système bancaire parallèle peut amplifier les cycles financiers en contribuant à l'effet de levier lorsque les prix des actifs sont élevés et entraîner une réduction forte et rapide de cet effet en cas de perte de confiance.

Malgré la crise, le système bancaire parallèle reste très actif et continue de s'étendre, notamment dans plusieurs pays en développement. Dans ces derniers, s'il ne se présente généralement pas sous la forme de longues chaînes complexes et opaques d'intermédiation, il n'en pose pas moins des risques systémiques, aussi bien directement – car il gagne en importance dans le système financier général – qu'indirectement – par le biais de ses liens avec le

système bancaire réglementé. En mettant l'accent sur la réforme du système financier réglementé, on risque même de susciter la migration d'activités bancaires vers le système bancaire parallèle.

Dans un monde où la dette s'accumule, les agences de notation jouent un rôle central dans la gouvernance du système financier. Les «trois grandes» entreprises qui dominent le secteur n'ont pas obtenu de bons résultats dans ce domaine. Elles sont accusées de conflit d'intérêts et d'escroquerie auprès des investisseurs car elles ont évalué de manière trop positive certains instruments financiers (souvent au profit des clients qui rémunèrent leurs services), notamment les titres adossés à des créances hypothécaires extrêmement risquées. Elles exercent aussi une forte influence sur l'opinion que les investisseurs se font de la solvabilité des émetteurs souverains. La crise de 2008 a révélé à quel point les notations sont généralement fondées sur des opinions préconçues, et non pas sur les fondamentaux macroéconomiques, ce qui peut avoir des effets néfastes sur les stratégies de développement d'un certain nombre de gouvernements dont la cote a été abaissée et dont les coûts d'emprunt se sont ainsi accrus de manière injustifiée. Le recours généralisé aux notations de ces agences est désormais considéré comme une menace pour la stabilité financière et comme une source de risques systémiques. Sous la direction du Conseil de stabilité financière, les pays sont dans l'obligation de réduire leur dépendance systématique à l'égard des organismes de notation. Mais les évaluations des agences influent encore beaucoup sur l'allocation des actifs et sur le taux d'intérêt que l'emprunteur doit payer pour obtenir un financement. Elles sont largement utilisées par les banques dans le cadre de la réglementation prudentielle car les Accords de Bâle II et III autorisent les banques à calculer la pondération des risques pour le ratio de fonds propres sur la base des évaluations des agences. Les cotes de crédit sont aussi prises en compte dans les opérations d'open-market menées par les banques centrales et servent de référence aux stratégies des fonds d'investissement.

La lutte contre l'instabilité financière au niveau international a aussi des incidences sur de nombreux pays en développement dans

lesquels la présence commerciale de banques étrangères est de plus en plus forte. Celles-ci peuvent revêtir une importance systémique dans le pays d'accueil même si elles n'y exercent parfois qu'une part mineure de leurs activités mondiales. D'où les problèmes posés aux autorités de supervision du pays d'accueil, surtout lorsqu'il n'y a aucune coordination avec le pays d'origine pour contrôler les activités des banques transnationales. En outre, si ces banques peuvent faciliter l'accès aux capitaux extérieurs, elles peuvent tout aussi bien contribuer à de fortes fluctuations dans les flux de capitaux et à l'accumulation de fragilités de types différents, notamment à la formation de bulles sur les marchés d'actifs. D'où la nécessité d'adopter des mesures réglementaires spéciales.

### **Vers un programme plus audacieux**

Les réformes réglementaires menées après la crise sont plutôt de nature à préserver le système financier qu'à le transformer. Un programme de réforme plus ambitieux est nécessaire si l'on veut que le secteur financier soit moins fragile et que les besoins de l'économie réelle et de la société soient mieux satisfaits. Il ne suffira pas de s'employer, comme on le fait actuellement, à renforcer la réglementation prudentielle en relevant les ratios de fonds propres et de liquidités; il sera aussi nécessaire d'introduire des réformes structurelles qui mettent l'accent sur la stabilité financière, d'une part, et sur les objectifs de développement et les objectifs sociaux, d'autre part.

Ces réformes devraient exiger une séparation stricte des activités financières, entre banque de détail et banque d'investissement, notamment au niveau international, et réglementer les activités du système bancaire parallèle. Toutefois, cette séparation ne suffira pas à elle seule à faire en sorte que le système financier alloue des ressources suffisantes à la réalisation des objectifs généraux de développement. Les risques liés au financement du développement étant trop élevés pour les banques commerciales, diverses mesures devraient être prises par l'État pour aider à concevoir un système plus diversifié, aussi bien sur le plan des institutions que sur celui des fonctions.

Évaluer la solvabilité demeure un élément essentiel de la bonne santé du secteur financier. Mais les organismes en place n'ont pas été à la hauteur, en particulier en n'anticipant pas les crises graves. Étant donné qu'il est largement reconnu que la concentration du secteur aux mains des trois plus grandes agences de notation internationales a créé un environnement non concurrentiel, des changements notables sont nécessaires pour lutter contre les conflits d'intérêts, par exemple en adoptant un nouveau modèle économique dans lequel le payeur n'est plus l'émetteur, mais l'abonné. Mais ce nouveau modèle exigerait la participation du secteur public, sous une forme ou une autre, afin d'éviter les problèmes de resquillage. Des mesures plus radicales consisteraient notamment à supprimer complètement le recours aux notations à des fins de réglementation ou à transformer les agences de notation en établissements publics, puisque celles-ci produisent un bien public. Les banques pourraient aussi payer une entité publique qui confierait à des évaluateurs la tâche de noter les titres. Sinon, les banques pourraient renouer avec l'une de leurs tâches historiquement les plus importantes, à savoir évaluer la solvabilité des emprunteurs potentiels et la viabilité économique des projets que ceux-ci souhaitent financer.

La réglementation ne devrait plus décourager le financement des investissements à long terme ou de l'innovation et des PME simplement parce que ces activités semblent plus risquées d'un point de vue strictement prudentiel. Pour autant que la réglementation soit efficace, ce type de prêt stimulerait la croissance et améliorerait de fait la qualité globale des actifs des banques.

### **Le problème récurrent des crises de la dette extérieure**

D'Accra à Kiev et d'Athènes à San Juan, les difficultés liées à la dette extérieure ont fait la une des informations financières au cours des derniers mois. La dette extérieure n'est pas un problème en soi. En effet, les instruments de dette sont un élément important de toute stratégie

de financement et, dans la mesure où ils sont utilisés pour développer les capacités de production, ils contribuent à stimuler les revenus et les recettes à l'exportation qui sont nécessaires pour assurer le service de cette dette. Toutefois, lorsque la dette extérieure provient avant tout d'un afflux considérable de capitaux privés qui, pour la plupart, ne servent pas à financer le commerce et l'investissement dans l'économie réelle, il peut en résulter l'apparition de bulles sur les marchés d'actifs, une surévaluation de la monnaie, l'entrée d'importations superflues et une instabilité macroéconomique. Dans une telle situation, le débiteur peut rapidement se retrouver dans l'incapacité de produire les ressources nécessaires au service de sa dette.

Au cours des dix dernières années environ, la plupart des pays en développement ont vu leur endettement extérieur s'améliorer grâce à la conjugaison d'une forte croissance économique, d'une évolution favorable des taux d'intérêt et d'un allègement de la dette internationale. En pourcentage du RNB, le stock de la dette extérieure a considérablement baissé par rapport au sommet atteint dans les années 1990, s'établissant à moins de 30 % dans la plupart des régions. De même, les intérêts versés sur la dette représentaient entre 1 et 6 % des exportations en 2013, contre 15 % (en moyenne) dans les années 1980 et 1990. La composition de cette dette a aussi changé, les obligations ayant remplacé les prêts bancaires syndiqués, qui étaient auparavant prédominants; dernièrement, certains pays, notamment d'Afrique subsaharienne, ont fait leur entrée sur les marchés obligataires internationaux. Dans le même temps, un nombre croissant de pays en développement émergents ont pu attirer des investisseurs étrangers sur le marché de leur dette libellée en monnaie locale.

Il serait néanmoins prématuré de considérer ces tendances comme la garantie d'une future bonne santé économique. Depuis 2011, le taux mondial d'endettement augmente à nouveau, sous l'effet en premier lieu des emprunts contractés par le secteur public dans certains pays développés – mais cela est aussi le cas dans les pays en développement à faible revenu – ainsi que des emprunts du secteur privé, qui ont été prépondérants dans certains pays en développement émergents. Les gestionnaires étrangers d'actifs peuvent rapidement

---

céder leur portefeuille de dettes intérieures d'un pays donné et se désengager de ce marché pour des raisons qui n'ont pas grand-chose à voir avec les fondamentaux, entraînant de graves répercussions sur les taux d'intérêt intérieurs et les taux de change du pays concerné. Par conséquent, un certain nombre de pays en développement et de pays en transition pourraient avoir de plus en plus de mal à assurer le service de leurs dettes car les taux d'intérêt historiquement bas enregistrés aux États-Unis devraient être progressivement relevés au cours des prochaines années, tandis que leurs possibilités d'exportation vers les pays développés demeureront réduites et que les prix des produits de base stagneront ou continueront de baisser. La hausse rapide de la dette privée extérieure risque de reproduire le même scénario que celui qui avait abouti à la crise latino-américaine des années 1980 et à la crise asiatique des années 1990, les dettes privées étant finalement épongées par les comptes publics. Même si ces pays ont accumulé un montant beaucoup plus élevé de réserves de change qui pourrait retarder la survenue de crises et atténuer leurs impacts, leur taux élevé d'endettement les rend néanmoins très vulnérables à un assèchement brutal des sources d'emprunt extérieures.

La vérité est que la gravité des problèmes de la dette est probablement due à l'attitude irresponsable à la fois des créanciers et des emprunteurs. Toutefois, compte tenu de la libéralisation financière rapide et de l'ouverture financière, l'évolution de la situation économique et la perception du risque dans les pays développés sont des facteurs essentiels des graves difficultés de remboursement que connaissent les pays en développement. L'histoire récente montre qu'un retournement brutal des mouvements de capitaux, parfois sous l'effet de la contagion, est possible et peut entraîner des crises de la dette extérieure. Celles-ci peuvent être rapidement suivies de fortes dépréciations de la monnaie, de difficultés bancaires, de faillites d'entreprises et de pertes d'emplois, entraînant des interventions des pouvoirs publics destinées à contenir la crise, sous la forme notamment de plans de sauvetage, de financements d'urgence et de mesures anticycliques. C'est ainsi que les crises de la dette extérieure aboutissent souvent à des crises des finances publiques.

Dans la mesure où les défauts de paiement de la dette privée n'ont pas d'incidences sur le reste de l'économie, le problème est essentiellement traité en appliquant le droit commercial de la juridiction où cette dette a été émise. Mais la dette extérieure souveraine pose des problèmes d'un autre ordre. Premièrement, la gestion macroéconomique de la dette souveraine a des incidences sociales, économiques et politiques de grande ampleur sur des populations entières, en particulier sur la disponibilité de biens publics. En outre, les emprunteurs souverains sont à la fois plus vulnérables et moins vulnérables que les débiteurs privés. D'un côté, contrairement aux débiteurs privés, les emprunteurs souverains qui sont dans l'incapacité d'assurer le service de leurs dettes ne peuvent se placer sous la protection des textes de loi régissant les faillites pour restructurer ou retarder leurs paiements. D'un autre côté, les créanciers ne peuvent pas facilement saisir des actifs publics non commerciaux en cas de défaut de paiement. C'est pourquoi, historiquement, les problèmes de la dette souveraine ont été traités par des négociations directes entre les débiteurs et leurs créanciers.

Le système actuel de restructuration de la dette souveraine est très morcelé et repose sur un certain nombre de dispositifs ponctuels. Il s'est avéré inefficace à de nombreux égards. Premièrement, les problèmes de la dette extérieure souveraine ont tendance à être traités de manière tardive et insuffisante. Les gouvernements débiteurs ont été réticents à reconnaître leurs problèmes de solvabilité de peur de provoquer des sorties de capitaux, des difficultés financières et une crise économique, alors que les créanciers privés ont manifestement intérêt à retarder la reconnaissance explicite d'une crise de solvabilité qui risque d'entraîner une réduction permanente d'une fraction de la dette. Les créanciers publics qui accordent une aide d'urgence pour faire face à un manque présumé de liquidités préfèrent souvent attendre. Cette aide est souvent utilisée pour rembourser les créanciers privés au lieu de soutenir la reprise de l'économie. Deuxièmement, le système actuel fait supporter la plus grande partie du fardeau de l'ajustement aux pays débiteurs, les conditions dont sont assortis les prêts exigeant l'adoption d'une politique d'austérité et des réformes structurelles qui ont de graves effets récessionnistes. Enfin, la place de plus en plus importante faite aux droits

des créanciers et la progression rapide du financement obligataire sur le marché de la dette extérieure font que la restructuration de la dette souveraine revêt désormais une extraordinaire complexité. Outre que les porteurs d'obligations se comptent souvent par milliers, ont des intérêts divergents et proviennent de nombreux pays, cette évolution a aussi favorisé l'émergence de fonds très spéculatifs gérés par des porteurs d'obligations non coopératifs, notamment connus sous le nom de fonds vautours. Ces fonds rachètent les obligations souveraines en souffrance avec une forte décote dans la seule intention de poursuivre les gouvernements pour obtenir leur remboursement au pair, majoré des intérêts, des arriérés et des frais judiciaires, aboutissant à des gains pouvant aller jusqu'à 2 000 %.

### **Les autres approches de la restructuration de la dette souveraine**

Il est de plus en plus largement admis qu'une approche plus efficace et plus équitable de la restructuration de la dette souveraine doit être adoptée dans les meilleurs délais. Trois approches synergiques sont en cours de discussion. La première s'efforce de renforcer l'approche actuelle, fondée sur le marché, dont elle précise et adapte les fondements juridiques. Il s'agit, par exemple, d'améliorer ce que l'on appelle les clauses d'action collective dans les contrats obligataires. Ces clauses permettent à une (grande) majorité des porteurs de voter en faveur d'une restructuration de la dette qui devient ainsi juridiquement contraignante pour l'ensemble des porteurs. Il est aussi possible de préciser la clause *pari passu* (égalité de traitement des détenteurs d'obligations) dans les contrats de dette et dans les dispositions relatives au paiement conditionnel. Ces dernières subordonnent les paiements futurs des débiteurs souverains à la situation économique observable, par exemple en utilisant les obligations indexées sur le PIB ou des obligations convertibles contingentes (appelées *CoCos*). Le principal avantage de cette approche est qu'elle demeure volontaire et consensuelle. Mais elle ne résout pas les problèmes éventuels liés à l'encours de la dette, reste souvent limitée à certains types de dettes (notamment la dette

obligatoire dans le cas des clauses d'action collective) et ne prévoit pratiquement pas de mesures de prévention de la crise de la dette et de résolution des problèmes de la dette souveraine visant à obtenir une reprise macroéconomique rapide et un retour à la croissance.

La deuxième approche met l'accent sur des principes de droit non contraignant contenus dans le droit public international. Elle vise à trouver une solution à la restructuration de la dette souveraine qui serait acceptée au niveau international, prévoyant davantage de coordination – voire une centralisation – que l'approche contractuelle fondée sur le marché. Ces principes généraux de droit traduisent habituellement des règles de comportement non écrites ou des pratiques coutumières qui sont reconnues dans la plupart des systèmes juridiques internes et devraient être applicables dans le cadre du droit international. Les principes fondamentaux considérés sont la souveraineté, la légitimité, l'impartialité, la transparence, la bonne foi et la viabilité.

Une approche fondée sur des principes peut revêtir différentes formes. L'une d'elles consiste à institutionnaliser et à mettre en œuvre ces principes conformément à des directives générales convenues au niveau international, soit dans des instances existantes soit par le biais de nouveaux organes indépendants. Il est aussi possible de les inscrire dans le droit interne, comme au Royaume-Uni, où a été adoptée la loi de 2010 sur l'allègement de la dette (pays en développement) ou, plus récemment, en Belgique, où a été votée une loi visant à lutter contre les activités des fonds vauvours. Bien que ces principes s'appuient dans une large mesure sur des mécanismes existants de négociation et de restructuration qui sont utilisés de manière souple, leur caractère non contraignant en limite fondamentalement l'application car rien ne garantit qu'un nombre suffisant de parties soient disposées à y adhérer.

Ce problème ne peut être résolu qu'en adoptant une approche pleinement multilatérale et juridictionnelle. La caractéristique fondamentale de cette troisième approche de la restructuration de la dette souveraine est que la prise de décisions juridiques dans les affaires de restructuration serait régie par un organe de droit international désigné à l'avance d'un commun accord dans le cadre d'un mécanisme

---

international d'aménagement de la dette. L'objectif fondamental de tout mécanisme ou tribunal chargé de restructurer la dette souveraine serait d'aboutir à un règlement transparent, prévisible, équitable et efficace; ses décisions seraient contraignantes pour l'ensemble des parties et universellement applicables.

Les partisans de mécanismes et dispositifs multilatéraux de restructuration de la dette ont souvent appelé l'attention sur l'asymétrie que l'on observe entre l'existence de lois nationales fortes en matière de faillite, qui font partie intégrante d'une économie de marché en bonne santé, et l'absence de tout dispositif équivalent pour traiter la restructuration de la dette souveraine. Les accords de restructuration de la dette devraient avoir deux objectifs fondamentaux: premièrement, ils devraient contribuer à prévenir l'effondrement financier dans les pays ayant du mal à assurer le service de leur dette extérieure. Ce type d'effondrement entraîne souvent une perte de confiance des marchés, une dégringolade de la monnaie et une forte remontée des taux d'intérêt, aboutissant à une grave dégradation des comptes publics et privés, ainsi qu'à des pertes considérables de production et d'emplois et à une hausse sensible de la pauvreté. Deuxièmement, ces accords devraient établir des mécanismes qui favorisent une restructuration équitable de la dette dont le service ne peut plus être assuré conformément au contrat initial. Pour atteindre ces objectifs, il faut appliquer quelques mesures simples: autoriser un moratoire temporaire sur tous les paiements arrivés à échéance, que la dette soit privée ou publique; décider un gel automatique des actions en justice engagées par les créanciers; mettre en place des contrôles temporaires des taux de change et des capitaux; allouer temporairement des ressources financières aux débiteurs-exploitants pour faire face aux opérations courantes vitales; enfin, restructurer et alléger la dette.

L'adoption d'une solution juridictionnelle pour la restructuration de la dette rencontre une résistance considérable. Mais son atout fondamental est précisément que, si elle était adoptée, elle mettrait en avant un ensemble de réglementations et de pratiques qui fait primer les objectifs et les principes à long terme sur les intérêts particuliers.

Il serait constructif de promouvoir ces trois approches à la fois afin de parvenir à un consensus sur un mécanisme efficace de restructuration de la dette.

### **Un rappel des arguments en faveur d'une augmentation de l'aide publique au développement**

L'une des lacunes du système financier international réside dans son incapacité relative d'allouer le montant souhaité de ressources financières au développement et à l'investissement à long terme. Comme il a été longuement expliqué dans les précédentes livraisons du Rapport sur le commerce et le développement, les ressources intérieures (aussi bien privées que publiques) demeureront les sources les plus utiles d'investissement à long terme dans la plupart des pays en développement. Toutefois, les financements internationaux – surtout à plus long terme – peuvent jouer un rôle plus important lorsque les ressources financières intérieures sont limitées ou insuffisantes dans des secteurs clefs. Un problème fondamental est que, si les ressources publiques internationales peuvent être indûment influencées par les calculs politiques, les marchés financiers internationaux privés ont tendance à sous-investir dans des projets essentiels pour les pays en développement soit car ces projets sont souvent caractérisés par de longues périodes de gestation, produisent de fortes externalités et sont complémentaires d'autres investissements, sans oublier l'incertitude entourant le résultat final, soit car les marchés ne disposent pas d'informations sur les besoins particuliers des PME ou des jeunes pousses.

Il en résulte une déconnexion entre la rentabilité privée et la rentabilité sociale qui pose problème depuis longtemps à tous les niveaux de développement et exige que l'État intervienne davantage pour débloquer des financements appropriés, en particulier aux fins du développement. Les politiques d'investissements massifs qui ont été couronnées de succès ont réussi à bien associer les initiatives

---

publiques et les initiatives privées sous une forme ou une autre, si bien que, fondamentalement, toutes les ressources financières consacrées au développement sont mixtes. Le plus important est de savoir qui combine ces ressources, comment et à quelle fin.

L'aide publique au développement (APD) continue de jouer un rôle essentiel dans la mobilisation de ressources, en particulier dans les pays en développement les plus pauvres et les plus vulnérables, y compris sous la forme d'une aide budgétaire. Ce mode de financement est généralement plus stable que les autres types de ressources extérieures et, même si les données empiriques restent ambiguës, la bonne exécution des projets bénéficiant d'un montant important d'APD donne à penser que cette aide peut jouer un rôle catalyseur dans la croissance et le développement. Toutefois, l'APD ne connaît pas une évolution encourageante: même si elle a augmenté au cours des dix dernières années et son montant absolu a atteint de nouveaux records, l'APD ne représentait en moyenne que 0,29 % du RNB des pays donateurs en 2014 – soit bien moins que les 0,7 % que ceux-ci s'étaient engagés à atteindre et encore moins qu'au début des années 1990. En outre, en partie en raison des efforts déployés pour atteindre les objectifs du Millénaire pour le développement, l'APD s'est concentrée de plus en plus sur les secteurs sociaux, une part plus modeste et en baisse (moins de 40 % du total) étant consacrée au développement de l'infrastructure économique, aux secteurs productifs et aux services connexes.

La coopération entre pays en développement s'intensifie. La part de l'aide au développement entre pays du Sud a progressé pour s'établir à 10 % environ, voire plus (en fonction des indicateurs utilisés) du volume total de la coopération pour le développement en 2011. Ces flux sont aussi plus généralement axés sur le développement des infrastructures et des activités économiques que les flux traditionnels Nord-Sud. La part de l'aide liée et de l'aide bilatérale y est plus grande.

Globalement, le montant total des flux publics n'en reste pas moins insuffisant par rapport aux besoins, et même si, comme ils s'y sont engagés, les pays donateurs y consacraient 0,7 % de leur RNB,

l'APD serait encore insuffisante pour combler le déficit de financement, notamment des infrastructures. Ces problèmes sont aggravés par les besoins de financement des biens publics mondiaux liés à l'adaptation aux changements climatiques et à l'atténuation de leurs effets. Par exemple, entre 2010 et 2012, 35 milliards de dollars ont été mobilisés à cette fin, soit un montant inférieur aux 100 milliards de dollars annuels pour promis d'ici à 2020 dans l'Accord de Copenhague. En outre, la plupart de ces ressources ont aussi été comptabilisées comme APD et ne peuvent donc pas être considérées comme un financement «supplémentaire».

C'est dans ce contexte qu'a été proposée l'idée d'un «financement mixte» consistant à utiliser l'aide au développement pour mobiliser des capitaux privés. Toutefois, les débats semblent passer sous silence la longue histoire des financements mixtes et évitent donc de répondre aux questions suivantes: qui, comment et à quelle fin? La communauté internationale doit étudier plus avant quelles en seraient les modalités pratiques, en tenant compte des éventuels inconvénients en même temps que des avantages. L'APD est déjà un mélange de dons et de prêts (subventionnés), dont le deuxième volet a été privilégié au cours des dernières années. Selon l'OCDE, le montant de l'aide octroyée sous forme de prêts a doublé pour atteindre 18 milliards de dollars en 2013, contre 9 milliards de dollars en 2006. La crainte à court terme est que cette aide entraîne un transfert des risques du secteur privé au secteur public.

### **Les partenariats public-privé**

Suite à une accélération de la financiarisation, l'idée de mobiliser les ressources publiques pour des financements à long terme s'est récemment traduite en particulier par le recours aux partenariats public-privé (PPP).

Au cours des dernières décennies, les PPP ont été de plus en plus nombreux dans les pays en développement et sont fortement préconisés dans l'optique de l'après-2015, l'objectif étant de mobiliser le secteur

---

privé afin de contribuer à la multiplication de millions de dollars en milliards, voire en milliers de milliards. Même si des PPP ont eu de bons résultats dans certains pays et certaines activités, les domaines et les services qui ont le plus de besoins ont tendance à être négligés, comme c'est le cas dans les pays les moins avancés ou dans les services de distribution d'eau. En outre, même lorsque les PPP se sont multipliés, les résultats obtenus dans de nombreuses situations donnent à penser que ces partenariats ne réussissent pas à créer des ressources financières réellement «supplémentaires» du point de vue économique. En effet, les PPP ont toujours tendance à faire l'objet d'une opération comptable consistant à soustraire du budget public les dettes liées au projet concerné. Même dans les pays ou régions où les PPP sont utilisés depuis longtemps, les pouvoirs publics assurent la plus grande part du financement. Il faut faire particulièrement attention lorsqu'on évalue le coût budgétaire à long terme pour les pouvoirs publics car le poids des obligations et des dettes liées aux PPP s'est souvent avéré beaucoup plus lourd que prévu.

Lorsque des investisseurs internationaux sont associés à des PPP, les passifs éventuels des gouvernements peuvent être liés à l'instabilité des taux de change ou aux chocs macroéconomiques; d'autres passifs peuvent survenir en cas de prévisions trop optimistes concernant la demande des consommateurs ou de coûts d'exploitation plus élevés que prévu menaçant la survie d'un projet. Même si un projet se déroule conformément aux prévisions, le fait que le coût budgétaire s'étale sur la durée totale du projet, et non pas simplement sur la phase de construction, a incité certains gouvernements à revoir tous les PPP et à publier de nouvelles directives. Certains gouvernements préconisent une comptabilité d'exercice qui explicite tous les passifs éventuels et futurs, au-delà des risques à court terme encourus pendant la phase de construction. Dans d'autres cas, il a été mis fin rapidement et définitivement à certains PPP qui ne donnaient pas des résultats satisfaisants. Plus de 180 villes et collectivités de 35 pays ont repris le contrôle de leurs services de distribution d'eau, par exemple, même dans des villes connues au niveau international pour avoir mis en œuvre des projets de distribution d'eau fondés sur des PPP.

## **Mélanger le nouveau et l'ancien: les fonds souverains et les banques de développement**

Un enjeu important tient à l'investissement à long terme dans les capacités productives qui peuvent être rentables mais que négligent les investisseurs privés en raison des dysfonctionnements du marché. La meilleure solution pour remédier à ces défaillances classiques est de recourir à des institutions financières publiques spécialisées.

Les fonds souverains en sont un exemple. Ces établissements spécialisés sont détenus par des autorités nationales ou régionales qui disposent d'avoirs étrangers en grandes quantités qu'ils préfèrent investir au lieu de les conserver comme réserves internationales. Ils font l'objet d'une attention croissante, non seulement en raison du montant considérable du total de leurs actifs (actuellement estimé à quelque 7 000 milliards de dollars), mais aussi car plus de 40 pays en développement et pays en transition détiennent près de 6 000 milliards d'avoirs. Les avoirs sont très concentrés, près de 90 % du total des fonds dont disposent les pays en développement étant détenus par sept pays seulement, mais même dans les autres pays, où les avoirs sont relativement modestes, les montants détenus sont suffisamment importants pour avoir un impact sur le développement. Actuellement, sauf exceptions relativement rares, les fonds souverains ne sont pas chargés directement d'investir dans des activités axées sur le développement; la plupart d'entre eux prennent les mêmes décisions que des investisseurs privés traditionnels quant à la composition de leur portefeuille.

Cela n'est pas le cas des banques de développement, qui sont expressément conçues pour compenser le court-termisme des flux et des marchés de capitaux privés. Celles-ci sont clairement chargées de soutenir les projets de développement, et peuvent constituer leurs ressources en levant sur les marchés internationaux des capitaux à long terme pour un faible coût. Elles peuvent accorder aux pays à faible revenu des prêts à des taux d'intérêt bonifiés pour des projets de développement, les prêts concessionnels représentant 30 % environ du total de leur portefeuille de prêts. Elles jouent aussi un rôle anticyclique

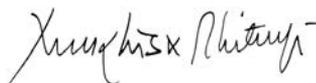
---

important, en finançant des projets délaissés par les prêteurs privés qui se retirent d'un pays en période de ralentissement ou de crise.

Même si elles jouent un rôle important, sans nouvelle injection de capital, les banques de développement multilatérales et régionales traditionnelles ne peuvent apporter qu'une contribution modeste à la satisfaction des besoins essentiels en matière de financement du développement, compte tenu de leurs faibles capacités de prêt. La coopération Sud-Sud contribue à combler ce déficit grâce aux banques de développement sous-régionales qui sont apparues dans le monde en développement. Ces acteurs peuvent jouer un rôle notable: en Amérique latine, par exemple, les prêts approuvés par la Société andine de développement se sont élevés à 12 milliards de dollars en 2014, soit à peu près le même montant que le total des prêts consentis par la Banque interaméricaine de développement. Certaines des nouvelles banques régionales des pays en développement comptent exercer leurs activités bien au-delà de leur région, comme la nouvelle Banque asiatique d'investissement dans les infrastructures créée en 2014, qui compte parmi ses membres fondateurs des pays en développement et des pays développés qui ne font pas partie de l'Asie. De même, certaines banques nationales semblent disposées à investir au niveau régional ou international, en accordant des financements extérieurs dans le cadre de leurs activités. En 2014, le stock des prêts débloqués par la Banque chinoise de développement, la Banque chinoise d'import-export et la Banque nationale brésilienne de développement économique et social (connue sous l'acronyme BNDES) s'est élevé au total à 1 762 milliards de dollars, soit plus de cinq fois l'encours total des prêts de la Banque mondiale (328 milliards de dollars). Les activités bancaires de développement sont ainsi en pleine évolution, à la fois en réponse aux nouveaux besoins d'investissement et dans le cadre plus large de la coopération Sud-Sud et d'une action internationale.

En résumé, l'aide publique continue de jouer un rôle essentiel dans le financement à long terme du développement, au niveau aussi bien international que national. Les besoins dans ce domaine n'ont pas été satisfaits, même par des mécanismes novateurs permettant de mobiliser des ressources financières ou par l'APD. Cela est dû en partie

aux caractéristiques inhérentes à certaines des activités qui ont besoin d'être financées: le développement des infrastructures exigera toujours de gros investissements concentrés et à long terme; les prêts accordés aux PME et aux jeunes pousses seront toujours plus risqués que ceux octroyés à d'autres emprunteurs; les marchés ne financeront jamais les externalités sociales positives qui ne peuvent être exploitées de manière rentable. Cela reflète aussi l'état actuel de l'économie mondiale, dans laquelle, paradoxalement, les investisseurs privés se contentent d'obligations publiques à très faible rendement au lieu de prendre le risque d'investir dans des entreprises productives privées.



Mukhisa Kituyi  
Le Secrétaire général de la CNUCED