



RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT, 2015

Mettre l'architecture
financière internationale au
service du développement



NATIONS UNIES



RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT, 2015

Rapport établi par le secrétariat de la Conférence des Nations Unies
sur le commerce et le développement



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.

UNCTAD/TDR/2015

PUBLICATION DES NATIONS UNIES

ISSN 0257-8093

Copyright © Nations Unies, 2015
Tous droits réservés

Table des matières

	<i>Page</i>
<i>Notes explicatives</i>	<i>ix</i>
<i>Sigles</i>	<i>x</i>
APERÇU GÉNÉRAL	I-XX
	<u>Chapitre I</u>
TENDANCES ET PROBLÈMES ACTUELS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE	1
A. Tendances récentes de l'économie mondiale	1
1. La croissance mondiale	1
2. Le commerce international.....	6
B. Évolution récente des marchés de produits de base	11
1. L'évolution des prix des principaux produits de base	11
2. L'influence persistante des facteurs financiers	15
3. Les incidences de la baisse des prix des produits de base et les perspectives pour l'avenir	16
C. Une stagnation séculaire ou épisodique ?	18
Notes	21
Bibliographie	22

Annexe au chapitre I

EST-CE LA FIN DE LA FINANCIARISATION DES MARCHÉS DES PRODUITS DE BASE ?	25
---	-----------

Chapitre II

FINANCIARISATION ET MALAISE MACROÉCONOMIQUE	31
A. Introduction	31
B. Les défis de l'expansion des liquidités dans le monde	33
1. L'expansion des liquidités avant et après crise.....	33

2. L'essor et les risques globaux des entrées de capitaux dans les pays en développement et en transition	34
3. Le renforcement de l'intégration financière et l'instabilité croissante des flux de capitaux	37
C. Les coûts macroéconomiques de la financiarisation	41
1. Les effets d'une intégration financière non maîtrisée sur les prix et les politiques.....	41
2. Les enseignements du passé : les finances du secteur public et le développement économique après les crises financières	45
3. Les risques de perte : orientation de la politique budgétaire, politique macroéconomique et demande globale	51
D. Conclusion et analyse des lignes d'action possibles	53
Notes.....	56
Bibliographie	59

Chapitre III

DÉFIS SYSTÉMIQUES DANS LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL.....	63
A. Introduction.....	63
B. Le système monétaire international : principaux défis et évolutions des solutions proposées.....	65
1. L'étalon-or et le système de Bretton Woods.....	65
2. L'après Bretton Woods	67
C. Comment réformer le système monétaire international.....	71
1. La création d'un nouvel ordre monétaire mondial	72
2. Comment réformer l'étalon-dollar.....	76
3. Le renforcement de la coopération régionale et inter-régionale.....	81
D. Conclusions et lignes d'action possibles : avantages et inconvénients des propositions de réforme actuelles	86
Notes.....	89
Bibliographie	94

Chapitre IV

LA RÉFORME DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE APRÈS LA CRISE.....	99
A. Introduction.....	99

B. La réforme financière et la réglementation prudentielle après la crise.....	100
1. Les Accords de Bâle III.....	101
2. Le cadre proposé pour les banques d'importance systémique	103
3. Le cadre prudentiel et les pays en développement.....	105
4. Quelques tentatives de cloisonnement des opérations bancaires.....	107
C. L'essor du système bancaire parallèle.....	109
1. L'émergence et les principales caractéristiques du système parallèle.....	109
2. Le système bancaire parallèle est-il très vaste ?.....	111
3. Les risques associés au système bancaire parallèle	116
4. Des réformes insuffisantes	117
D. Autres aspects importants de la réglementation financière.....	119
1. Les agences de notation de crédit : un simple code de bonne conduite ne suffit pas.....	119
2. Les effets négatifs des flux internationaux de capitaux spéculatifs	124
3. La présence des banques étrangères dans les pays en développement.....	125
E. Comment réparer la finance : pour un projet plus positif.....	127
Notes.....	130
Bibliographie.....	132

Chapitre V

LA DETTE EXTÉRIÈRE ET LES CRISES DE LA DETTE : VULNÉRABILITÉS CROISSANTES ET NOUVEAUX DÉFIS.....	137
---	------------

A. Introduction.....	137
B. La viabilité de la dette extérieure : les grands enjeux.....	138
C. L'évolution du volume et de la composition de la dette extérieure.....	141
1. Évolution de la dette extérieure des pays en développement et des pays en transition.....	141
2. Débiteurs et créanciers du secteur public et du secteur privé.....	143
3. La monnaie de libellé	147
4. La juridiction d'émission des titres de dette.....	149
D. Les mécanismes de règlement de la dette.....	149
1. Les crises de la dette extérieure, un problème récurrent	150
2. Une rétrospective des problèmes associés à la dette souveraine.....	151
3. L'émergence d'un système morcelé de résolution des crises de dettes extérieures souveraines..	154
4. Une approche inefficace et asymétrique du règlement du problème de la dette	157

E. Les autres approches de restructuration de la dette	162
1. L'approche contractuelle ou approche fondée sur le marché	163
2. L'approche basée sur des principes internationalement acceptés.....	164
3. Les approches juridictionnelles de la restructuration multilatérale de la dette.....	166
F. Conclusions.....	169
Notes.....	170
Bibliographie	172

Chapitre VI

LE FINANCEMENT À LONG TERME DU DÉVELOPPEMENT : DÉFIS ET POSSIBILITÉS

A. Introduction.....	175
B. Le financement basé sur la coopération officielle.....	176
1. L'aide publique au développement fournie par les pays développés	177
2. La coopération pour le développement entre pays en développement.....	179
3. Les défis de la coopération officielle.....	180
C. Les partenariats public-privé au service du développement	183
1. L'ampleur, la portée et l'utilisation des PPP.....	183
2. L'évaluation des avantages et des coûts des PPP	186
3. Les conclusions à tirer pour la politique publique.....	188
D. Les fonds souverains peuvent-ils faire la différence ?	189
E. Les banques de développement : leur évolution et leur potentiel au service du développement	190
1. Les spécificités des banques de développement.....	190
2. Le paysage changeant des banques de développement	192
3. Le rôle potentiel des banques multilatérales créées par les pays du Sud comme sources de financement.....	195
F. Conclusion	198
Notes.....	200
Bibliographie	203

Liste des graphiques

<i>Graphique</i>	<i>Page</i>
1.1 Commerce mondial en volume, janvier 2005-mai 2015	8
1.2 Indices des prix mensuels des produits de base, par groupe de produits, janvier 2002-juin 2015	12
1.3 Positions des gestionnaires de fonds et prix du pétrole brut, mars 2014-juillet 2015	16
1.A.1 Actifs sous gestion liés à des produits de base, avril 2006-mai 2015	26
1.A.2 Corrélation entre les indices des produits de base, les indices boursiers et le taux de change du dollar, 2000-2015	27
1.A.3 Composition des positions ouvertes totales sur le pétrole brut sur le nymex, par catégorie d'opérateurs, 2006-2015	28
2.1 Entrées de capitaux étrangers dans les pays en développement et les pays en transition, par catégorie, 1970-2013	35
2.2 Encours des réserves de change des pays en développement et des pays en transition, 1970-2013	36
2.3 Composition des flux de capitaux dans différents pays en développement ou en transition, 2002-2013	39
2.4 Entrées nettes de capitaux, taux de change nominaux et taux d'intérêt nominaux dans différents pays en développement ou en transition, 2002-2013	43
3.1 Réserves de change de différents groupes de pays, par monnaie de libellé, 1995-2014	70
3.2 Engagements transfrontaliers et réserves de change de différents pays en développement, 2005-2013	80
3.3 Caractéristiques de l'étalon-dollar actuel et des diverses réformes proposées	87
4.1 Actifs des cinq plus grandes banques en pourcentage du total des actifs du secteur bancaire de différents pays, 1998-2011	104
4.2 Taille du système bancaire parallèle selon différents critères de mesure, 2001-2013	114
5.1 Dette extérieure de différents groupes de pays et de la Chine, 1980-2013	142
5.2 Stock de la dette extérieure de différents pays et de la Chine, en pourcentage du RNB, 1980-2013	142
5.3 Intérêts versés sur la dette extérieure en pourcentage des exportations, pour différents pays et pour la Chine, 1980-2013	143
5.4 Dette extérieure de différents groupes de pays et de la Chine par catégorie de débiteurs, 1980-2013	144
5.5 Dette extérieure à long terme de différents groupes de pays et de la Chine, par catégorie de créanciers, 1970-2013	146
5.6 Dette extérieure de différents groupes de pays et de la Chine détenue par des créanciers privés, par catégorie de dette, 1970-2013	148
6.1 APD fournie par les pays du CAD, 1990-2014	178
6.2 Composition de l'APD par grandes catégories, 1990-2013	178
6.3 Participation du secteur privé aux investissements d'infrastructure, 1985-2013	184
6.4 Financement du secteur des infrastructures dans l'Union européenne, par catégorie de financement, 2009-2011	185
6.5 Total des actifs et des prêts de quelques banques de développement nationales, 2014	194

Liste des tableaux et des encadrés

<i>Tableau</i>	<i>Page</i>
1.1 Croissance de la production mondiale, 2007-2015	2
1.2 Volume des exportations et des importations de marchandises de quelques régions et pays, 2011-2014.....	7
1.3 Prix mondiaux des produits de base, 2009-2015.....	13
2.1 Périodes de crises financières, flux de capitaux et dette publique.....	46
2.2 Crises financières et dettes publiques au Mexique, en Fédération de Russie et en Argentine.....	51
4.1 Mise en œuvre des Règles de Bâle dans les pays en développement ou en transition.....	106

<i>Encadré</i>	<i>Page</i>
1.1 La crise de la zone euro, un air de déjà vu	4
4.1 La pension livrée, une transaction se situant au cœur du système parallèle.....	112
4.2 Le système bancaire parallèle en Chine	115
4.3 Facteurs qui faussent les évaluations des dettes souveraines par les agences de notation de crédit	121
5.1 L'Accord de Londres sur la dette extérieure allemande	153
5.2 Loi belge relative aux activités des fonds voutours.....	167

Définitions des catégories de pays et de produits

Dans le présent *Rapport*, les pays ont été regroupés en différentes catégories uniquement à des fins d'analyse ou de présentation des statistiques et ce classement n'implique aucun jugement en ce qui concerne le degré de développement de tel ou tel pays ou territoire.

Il n'existe pas de règle établie pour définir les pays ou zones « en développement », « en transition » et « développés » dans le système des Nations Unies. Le présent *Rapport* reprend la classification établie dans le *Manuel de statistiques de la CNUCED 2014* (Publication des Nations Unies, numéro de vente B.14.II.D.6) pour ces trois grands groupes de pays (voir http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdstat39_en.pdf).

Sauf indication contraire, à des fins statistiques, les groupements régionaux et les catégories de produits employés dans le présent *Rapport* sont ceux employés dans le *Manuel de statistiques de la CNUCED 2014*. Les données pour la Chine ne comprennent pas les données pour la Région administrative spéciale de Hong Kong, la Région administrative spéciale de Macao et la province chinoise de Taïwan.

Les mots « pays »/« économie » s'entendent également, le cas échéant, de territoires ou de zones.

Sauf indication contraire, dans le texte ou les tableaux, la région « Amérique latine » englobe les Caraïbes.

Sauf indication contraire, dans le texte ou les tableaux, la région « Afrique subsaharienne » englobe l'Afrique du Sud.

Autres notes

Dans le texte, les références au *TDR* correspondent au *Rapport sur le commerce et le développement* (d'une année déterminée). Par exemple, le *TDR 2014* correspond au *Rapport sur le commerce et le développement 2014* (publication des Nations Unies, numéro de vente : F.14.II.D.4).

Dans le texte, les références aux États-Unis s'entendent des États-Unis d'Amérique et les références au Royaume-Uni s'entendent du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord.

Sauf indication contraire, le « dollar » s'entend du dollar des États-Unis.

Le terme « milliard » signifie 1 000 millions.

Le terme « tonne » désigne la tonne métrique.

Les taux annuels de croissance et de variation sont des taux composés.

Sauf indication contraire, les exportations sont indiquées en valeur f.a.b. et les importations en valeur c.a.f.

Les périodes indiquées par deux années séparées par un tiret (-), par exemple 1988-1990, sont les périodes allant du début de la première année mentionnée à la fin de la seconde.

Une période indiquée par deux années séparées par une barre oblique (/), par exemple 2000/01, désigne un exercice budgétaire ou une campagne agricole.

Un point (.) dans un tableau signifie sans objet.

Deux points (..) dans un tableau indiquent que les données ne sont pas disponibles ou ne sont pas communiquées séparément.

Un tiret (-) ou un zéro (0) dans un tableau indiquent que le montant est nul ou négligeable.

Les chiffres étant arrondis, leur total ne représente pas toujours la somme exacte des éléments.

Sigles

APF	aide publique au développement
ASEAN	Association of South-East Asian Nations (Association des Nations de l'Asie du Sud-Est)
CBSB	Comité de Bâle pour la supervision bancaire
BRI	Banque des règlements internationaux
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Banque nationale de développement économique et social, Brésil)
BRICS	BRICS (groupe composé du Brésil, de la Fédération de Russie, de l'Inde, de la Chine et de l'Afrique du Sud)
CAC	clause d'action collective
CAF	Corporación Andina de Fomento
CDB	China Development Bank
CMI	Chiang Mai Initiative (Initiative CMI)
CMIM	Chiang Mai Initiative Multilateralization (système CMIM)
CAD	Comité d'aide au développement (OCDE)
CE	Commission européenne
BCE	Banque centrale européenne
BEI	Banque européenne d'investissement
UE	Union européenne
FLAR	Fonds latino-américain de réserves
IED	investissement étranger direct
CSF	Conseil de stabilité financière
PIB	produit intérieur brut
RNB	revenu national brut
PPTTE	pays pauvres très endettés
BID	Banque interaméricaine de développement

ICMA	International Capital Management Association
CIRDI	Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements
TIC	technologie de l'information et des communications
FMA	Fonds monétaire arabe
FMI	Fond monétaire international
LCP	Ligne de crédit préventive
LCM	Ligne de crédit modulable
LPL	Ligne de précaution et de liquidité
ALADI	Association latino-américaine d'intégration
PMA	pays moins avancé
NBD	Nouvelle banque de développement
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PBOC	People's Bank of China (Banque populaire de Chine)
PPP	partenariat public-privé
DTS	droits de tirage spéciaux (du FMI)
PME	petites et moyennes entreprises
SUCRE	Sistema Unitario de Compensación Regional (système régional unifié de compensation régionale des paiements)
SML	Système de paiement en monnaies locales
STN	société transnationale
SIP	Système interconnecté de paiement
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
ONU/DAES	Département des affaires économiques et sociales de l'ONU

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 G20, 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 peine 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. Quoi qu'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 économiques 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 obligataire 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 vautours. 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

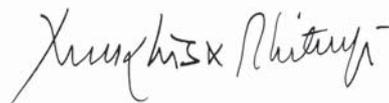
Un enjeu important tient à l'investissement à long terme dans les capacités productives qui peuvent être rentables mais que négligent les investisseurs privés en raison des dysfonctionnements du marché. La meilleure solution pour remédier à ces défaillances classiques est de recourir à des institutions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

TENDANCES ET PROBLÈMES ACTUELS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

A. Tendances récentes de l'économie mondiale

1. La croissance mondiale

Après la crise de 2008-2009 et la reprise de 2010, l'économie mondiale a progressé au taux annuel moyen de 2,5 %. La croissance devrait se maintenir plus ou moins au même niveau en 2015 (tableau 1.1), en raison de la conjonction d'une légère accélération dans les pays développés, d'un modeste ralentissement dans les pays en développement et d'une contraction du produit intérieur brut (PIB) des pays en transition. Par conséquent, la croissance de la production mondiale restera très inférieure au taux de 4 % enregistré dans les années d'avant la crise.

La croissance des pays développés devrait s'élever à 1,9 % environ en 2015, contre 1,6 % en 2014. En particulier, la croissance connaît une accélération modérée au Japon et dans la zone euro, à partir il est vrai d'un niveau initialement très bas en 2014. Globalement, les pays en développement conserveront un taux de croissance supérieur à 4 % grâce, en particulier, à la résilience de la plupart des pays de la région asiatique. 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. Les plus durement frappés sont l'Amérique latine, les pays en transition et l'Asie occidentale, alors que la situation est plus mitigée dans les sous-régions africaines.

Dans les pays développés, l'activité économique s'est quelque peu améliorée, grâce à une certaine reprise de la demande intérieure résultant de l'augmentation de la consommation des ménages et de l'assouplissement de la politique budgétaire. L'expansion de la consommation des ménages est largement due à la baisse des prix de l'énergie et à l'amélioration de certains marchés de l'emploi, les taux de chômage ayant reculé dans des pays tels que l'Allemagne, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis. 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.

En Europe, le programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne (BCE) a aidé à réduire davantage les rendements sur les obligations souveraines, mais sans grand effet jusqu'ici sur les flux de crédit destinés au secteur privé. Néanmoins, le désendettement des ménages s'est déjà atténué ces derniers mois, l'austérité budgétaire est plus modérée, voire légèrement

Tableau 1.1

CROISSANCE DE LA PRODUCTION MONDIALE, 2007-2015

(Variation annuelle en pourcentage)

Région/pays	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^a
Monde	4,0	1,5	-2,1	4,1	2,8	2,2	2,4	2,5	2,5
Pays développés	2,5	0,1	-3,7	2,6	1,5	1,1	1,3	1,6	1,9
dont :									
Japon	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,6	-0,1	0,9
États-Unis	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	2,3
Union européenne (UE 28)	3,0	0,5	-4,4	2,1	1,8	-0,5	0,1	1,3	1,7
dont :									
Zone euro ^b	3,0	0,5	-4,5	2,0	1,8	-0,8	-0,4	0,8	1,5
France	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,2	0,7	0,2	1,2
Allemagne	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,6	0,4	0,1	1,6	1,5
Italie	1,5	-1,0	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,4	0,7
Royaume-Uni	2,6	-0,3	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	3,0	2,3
Nouveaux États membres de l'UE après 2004	6,2	3,5	-3,5	2,0	3,1	0,6	1,2	2,6	3,0
Europe du Sud-Est et CEI	8,7	5,4	-6,6	4,7	4,6	3,3	2,0	0,9	-2,6
Europe du Sud-Est ^c	6,2	5,8	-1,8	1,5	1,7	-0,6	2,4	0,7	1,5
CEI, y compris Géorgie	8,9	5,3	-6,8	4,9	4,7	3,5	2,0	0,9	-2,8
dont :									
Fédération de Russie	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,5
Pays en développement	8,0	5,3	2,6	7,8	5,8	4,7	4,8	4,5	4,1
Afrique	6,1	5,5	3,0	5,1	0,9	5,1	3,8	3,4	3,2
Afrique du Nord (Soudan exclu)	4,8	6,2	2,9	4,1	-6,8	8,9	1,0	1,3	2,0
Afrique subsaharienne (Afrique du Sud exclue)	7,4	6,1	5,3	6,7	4,6	4,3	6,0	5,4	4,3
Afrique du Sud	5,4	3,2	-1,5	3,0	3,2	2,2	2,2	1,5	1,9
Amérique latine et Caraïbes	5,6	3,6	-1,6	5,8	4,7	3,2	2,8	1,4	0,8
Caraïbes	7,1	2,5	-1,0	2,7	1,9	2,0	2,7	3,0	3,3
Amérique centrale (Mexique exclu)	7,0	3,9	-0,3	3,7	5,2	5,0	4,3	4,2	3,7
Mexique	3,2	1,4	-4,7	5,2	3,9	4,0	1,4	2,1	2,1
Amérique du Sud	6,6	4,8	-0,2	6,5	5,2	2,8	3,3	0,8	-0,2
dont :									
Brésil	6,0	5,0	-0,2	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1	-1,5
Asie	9,2	5,9	4,1	8,8	6,9	5,1	5,6	5,6	5,2
Asie de l'Est	11,1	7,0	6,0	9,5	7,6	6,0	6,3	6,3	5,7
dont :									
Chine	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,4	6,9
Asie du Sud	9,1	5,1	4,8	9,0	5,5	3,0	5,2	6,2	6,7
dont :									
Inde	10,1	6,2	5,0	11,0	6,2	4,4	6,4	7,1	7,5
Asie du Sud-Est	6,7	4,2	1,6	8,1	4,7	5,8	4,9	4,3	3,9
Asie occidentale	5,5	4,6	-1,0	6,7	7,5	4,0	4,1	3,3	2,5
Océanie	4,1	2,1	1,0	3,5	4,4	3,2	2,8	3,3	5,3

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Organisation des Nations Unies, Département des affaires économiques et sociales (ONU/DAES), base de données *National Accounts Main Aggregates*, et *World Economic Situation and Prospects (WESP) : Update as of mid-2015* ; CEPALC (ECLAC, 2015) ; OCDE (OECD, 2015) ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2015 ; Economist Intelligence Unit, base de données *EIU CountryData* ; JP Morgan, *Global Data Watch* ; et sources nationales.

Note : Les agrégats par pays sont calculés sur la base du PIB en dollars constants de 2005.

a Prévisions.

b Lituanie exclue.

c Albanie, Bosnie-Herzégovine, ex-République yougoslave de Macédoine, Monténégro et Serbie.

inversée, et les salaires réels se sont améliorés avec la baisse des prix des produits de base. Cependant, les vulnérabilités persistent : dans beaucoup de pays, si les taux de l'emploi ont augmenté, la qualité des emplois ne s'est pas améliorée pour autant ; certaines banques montrent des signes de faiblesse ; et les risques de ralentissement ont augmenté à cause des incertitudes quant à la viabilité de la dette de la Grèce. Cette dette constitue la menace la plus immédiate pour les rendements des obligations du Portugal, de l'Espagne et d'autres pays européens qui commençaient tout juste à se remettre de la crise (voir l'encadré 1.1).

Au Japon, après la récession de 2014, l'activité économique commence à s'améliorer, portée par les dépenses de consommation et d'investissement. La baisse des prix de l'énergie aura une influence positive sur la balance commerciale et sur les dépenses de consommation, comme d'ailleurs les exportations vers les États-Unis, qui ont augmenté pendant les premiers mois de 2015. Les États-Unis devraient poursuivre leur trajectoire de croissance, à des taux de 2 % à 2,5 %, qui, bien qu'inférieurs à ceux enregistrés au cours des précédentes sorties de crise, devraient permettre la création régulière d'emplois. L'austérité budgétaire s'atténue aux niveaux fédéral et étatique et l'investissement résidentiel reprend, mais à partir d'un faible niveau. Toutefois, les salaires nominaux ne semblent pas vouloir augmenter, certains craignent que les bilans des ménages restent fragiles. Même si les relèvements très graduels du taux d'intérêt directeur auquel on pouvait s'attendre ne constituent pas un resserrement important des conditions monétaires, ils ont déjà eu un impact sur les mouvements internationaux de capitaux et ont conduit à une appréciation du dollar. Par voie de conséquence, les exportations nettes pourraient avoir des incidences négatives sur la croissance du PIB.

En Australie, mais surtout au Canada, la croissance ralentit à cause de la détérioration des termes de l'échange et du repli des investissements dans les industries d'extraction. Les politiques d'austérité budgétaire au Canada ont également freiné l'activité économique dans le pays, mais l'augmentation des exportations vers les États-Unis pourrait amortir ces effets négatifs.

Les pays en développement ont suivi une trajectoire différente depuis la crise. En réponse au choc initial, en 2008-2009, bon nombre de ces pays 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.

Les pays en transition, dont le PIB devrait reculer en 2015, ont été parmi les plus touchés par la baisse des prix des produits de base et les sorties de capitaux. En Fédération de Russie et en Ukraine, des conflits politiques sont venus s'ajouter aux difficultés afférentes à la 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, pour lesquels la Fédération de Russie est un marché des plus importants et une source d'envois de fonds.

En Amérique latine et aux Caraïbes, le ralentissement observé depuis 2011 devrait se poursuivre, le taux de croissance annoncé pour 2015 étant estimé à moins de 1 %. En particulier, en Amérique du Sud et au Mexique la détérioration des termes de l'échange s'est poursuivie et les flux entrants des investissements de portefeuille se sont inversés depuis la deuxième moitié de 2014. La baisse des prix à l'exportation a affecté les recettes fiscales et a également entraîné la paralysie de plusieurs projets d'investissement, en particulier de certains projets liés à l'exploitation pétrolière et à l'extraction minière, et une chute de la formation brute de capital fixe. En général, les gouvernements se sont efforcés de soutenir les salaires réels et d'endiguer le chômage, malgré le ralentissement de la croissance économique. Il s'ensuit que la consommation privée demeure le principal moteur de croissance de la région, bien que son expansion ait été moins dynamique en 2014 et au début de 2015 (CEPALC, 2015). Le contexte extérieur plus difficile et, dans certains cas, l'incapacité à maintenir des politiques anticycliques et à assurer l'expansion du crédit ont conduit, dans les premiers mois de 2015, à l'adoption de politiques moins favorables, voire de mesures d'austérité dans le cas du Brésil. En revanche, la plupart des pays d'Amérique centrale et des Caraïbes

Encadré 1.1**LA CRISE DE LA ZONE EURO, UN AIR DE DÉJÀ VU**

La crise de la zone euro rappelle les crises de la balance des paiements des pays en développement par ses origines et par les politiques adoptées pour y faire face, mais elle révèle également certains problèmes, qui sont sans équivalent véritable ailleurs et sont inhérents à la manière dont les règles, les institutions et les mécanismes d'ajustement de la zone euro sont conçus.

La crise de la zone euro n'a pas son origine dans une mauvaise gestion budgétaire, mais plutôt dans les déséquilibres macroéconomiques causés par des apports excessifs de capitaux étrangers dans ce qu'il est convenu d'appeler les pays de la périphérie de la zone euro, comme il ressort clairement du *Rapport sur le commerce et le développement 2011*. En bref, pendant les années antérieures à la crise financière mondiale de 2008, les excédents croissants du centre de la zone euro (excédents créés, en partie, par les incidences asymétriques de l'introduction de la monnaie commune sur les prix relatifs des biens échangés dans les pays du centre et de la périphérie) ont été recyclés et orientés par l'intermédiaire du système bancaire vers la périphérie, où ils ont aidé à financer une expansion massive de la consommation du secteur privé et de l'investissement immobilier, à des taux d'intérêt historiquement bas, mais au prix d'une fragilité financière de plus en plus grande. Toutefois, face à ces déséquilibres croissants, aucune mesure d'envergure n'a été prise ni par les uns ni par les autres pour mettre fin au processus. Le ralentissement de l'activité dans la zone euro ayant persisté après 2010, la fuite des capitaux a contraint les pays déficitaires à réduire les dépenses intérieures pour les aligner sur les revenus intérieurs. Il en est résulté un ajustement récessionniste draconien, qui a débouché sur une augmentation de la dette du secteur public.

La réponse classique aux crises de balance des paiements est de dévaluer la monnaie. Mais, dans la zone euro, la dévaluation nominale n'est pas envisageable. Par conséquent, dans les pays déficitaires, une dévaluation interne a été recherchée par le biais d'une compression des salaires et d'une diminution de la dépense publique, sans qu'il y ait eu pour autant le moindre ajustement de la part des pays excédentaires sous la forme d'une augmentation accélérée des salaires et d'une orientation plus expansionniste de la politique budgétaire. Toutefois, l'adoption d'une telle démarche pour obtenir une dépréciation réelle risque d'avoir des coûts économiques et sociaux élevés et, même si elle était faisable, elle prendrait beaucoup de temps, surtout lorsque le retard de productivité par rapport aux partenaires commerciaux est important et l'inflation très faible. En outre, les politiques déflationnistes freinent la consommation l'investissement intérieurs, aggravant le chômage et augmentant le fardeau de la dette. De plus, la baisse des prix et le repli de l'activité économique intérieure diminuent les recettes fiscales, ce qui oblige les gouvernements à se tourner vers des sources extérieures pour obtenir les liquidités dont ils ont besoin pour le service de leur dette à court terme.

En l'absence de mécanismes institutionnels d'assistance financière, la zone euro a monté une série de prêts bilatéraux en 2010, parallèlement à l'assistance du FMI, pour aider la Grèce à faire face aux paiements de sa dette. Cette mesure a évité des pertes importantes aux créanciers privés de la première heure, malgré leurs pratiques irresponsables en matière de prêts. Il était exclu de recourir à un renflouement interne des créanciers tant que les principaux prêteurs (ou obligataires) n'auraient pas retiré de leur bilan une grande partie de leurs actifs douteux. Ces actifs avaient été acquis par des dispositifs supranationaux (tels que le programme de rachat d'obligations souveraines mis en place par la BCE en 2010, les prêts coordonnés des pays de la zone euro à la Grèce et les plans de sauvetage en faveur du Portugal et de l'Irlande) ou par des établissements financiers dans les pays concernés (telles que les banques italiennes et espagnoles, qui ont acquis davantage de titres de la dette souveraine). Les gouvernements espagnol et portugais ont également emprunté des fonds européens pour recapitaliser certaines de leurs banques, assumant ainsi les pertes causées par des prêts spéculatifs.

À partir de la fin de 2009, les flux de prêts vers les pays de la périphérie de la zone euro (Grèce, Irlande, Portugal et Espagne) se sont soudain inversés, les banques du cœur de la zone euro cherchant à réduire leur exposition sans subir trop de pertes (voir le graphique). La première restructuration de la dette extérieure de la Grèce n'est intervenue qu'en mars 2012 et une opération de rachat volontaire de créances a été entreprise en décembre de la même année.

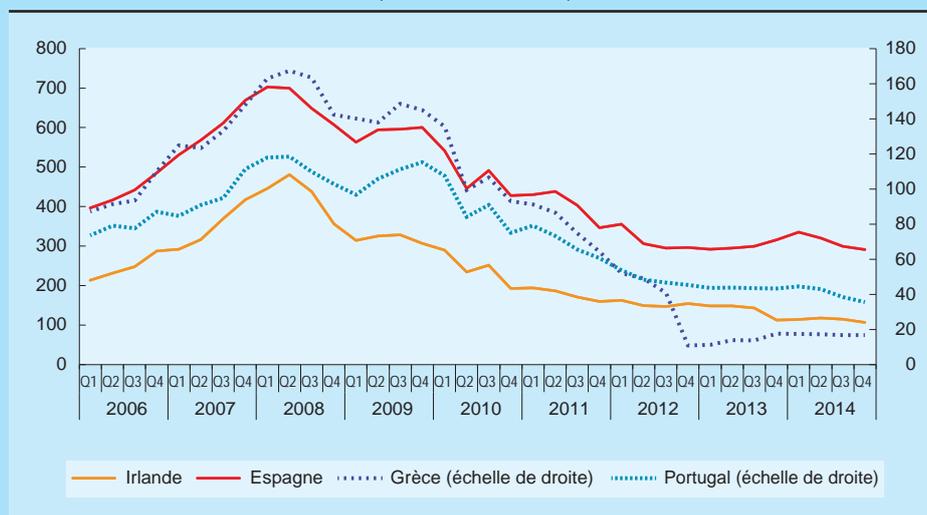
La zone euro a fini par établir plusieurs fonds pour fournir une assistance financière non seulement à la Grèce, mais aussi à l'Irlande et au Portugal – le premier étant le Fonds européen de stabilité financière créé en juin 2010 et absorbé par la suite en 2012 par le Mécanisme européen de stabilité. Toutefois, cette assistance était souvent liée à des prédictions de croissance irréalistes et était assorties de conditionnalités excessives (dans certains cas avec la participation du FMI), ce qui ne permettait pas une reprise bien conçue et ne facilitait pas non plus un assainissement des bilans du secteur privé. Pendant ce temps, la dette publique augmentait dans tous les pays de la périphérie et les rendements sur les obligations souveraines étaient en hausse jusqu'à l'annonce par la BCE de son programme d'opérations monétaires sur titres, qui a eu pour effet immédiat de réduire les écarts de taux d'intérêt sur la dette souveraine, montrant ainsi que le recours à un prêteur de dernier ressort était bien plus efficace que l'austérité budgétaire pour donner confiance aux marchés financiers.

La faible croissance des années 2010, rendue timide par un ensemble de politiques restrictives rappelant celles qui avaient été mises en œuvre dans les pays émergents dans les années 1980 et 1990, indique clairement qu'il faut changer de méthode pour résoudre les crises financières déclenchées par des dettes, privée et publique, libellées dans des monnaies sur lesquelles les autorités monétaires nationales n'ont aucun contrôle – d'autant plus que la

Encadré 1.1 (suite)

**EXPOSITION DES BANQUES DU CŒUR DE LA ZONE EURO ENVERS
DIFFÉRENTS PAYS DE LA PÉRIPHÉRIE DE LA ZONE EURO
(1^{ER} TRIMESTRE DE 2006-DERNIER TRIMESTRE DE 2014)**

(En milliards de dollars)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après la base de données des statistiques bancaires consolidées (*Consolidated Banking Statistics*) de la Banque des règlements internationaux (BRI).

Note : L'exposition des banques du cœur de la zone euro reflète les créances consolidées des banques autrichiennes, belges, françaises, allemandes et néerlandaises envers les différents pays du graphique, sur la base du risque ultime. L'indicateur exclut d'« autres expositions potentielles » faites de produits dérivés, d'ouvertures de crédit et d'octrois de garanties.

solvabilité des créanciers étrangers peut être en danger. Pour créer les conditions d'une reprise plus rapide et plus durable, les coûts de l'ajustement pourraient être répartis différemment et être partagés non seulement par le secteur national, mais aussi par les créanciers étrangers, en ayant recours à l'émission d'instruments de requalification de dette (« bail-in »). Cette nouvelle proposition de solution ne s'appuie pas sur un raisonnement contrefactuel, mais sur des situations réelles, comme celle de l'Islande.

Face à la crise financière catastrophique qui s'est déclarée en Islande en 2008, le FMI a accordé un prêt sous condition de 2,1 milliards de dollars afin de contribuer, parallèlement à des prêts additionnels des pays nordiques, à la stabilisation de la monnaie nationale. La banque centrale islandaise, avec le ferme soutien du FMI, a institué des mesures de « gestion des flux de capitaux » pour mettre fin à la fuite des capitaux et encourager le rapatriement des recettes d'exportation en devises. En outre, le gouvernement islandais a laissé ses banques faire faillite plutôt que de faire payer aux contribuables le prix de leur sauvetage. En bref, il a partiellement nationalisé les grandes banques et a transféré leurs avoirs et leurs engagements extérieurs à d'« anciennes » banques insolubles, et leurs avoirs et engagements intérieurs à de « nouvelles » banques solvables. Il a également garanti les dépôts dans les nouvelles banques. En fait, il s'est implicitement refusé à protéger les déposants de succursales de banques islandaises à l'étranger. Les nouvelles banques ont continué à remplir leurs fonctions bancaires de base. Parallèlement, le gouvernement a constitué une équipe spéciale appelée « Veille sociale » composée de représentants de parties prenantes très diverses et entièrement indépendant du Ministère de la protection sociale. Il a également créé un organisme séparé, le Bureau du médiateur des débiteurs, chargé de faciliter la restructuration de la dette des ménages, dont un grand nombre étaient en difficulté, le montant de leur prêt hypothécaire étant de loin supérieur à la valeur de leur maison. Enfin, le gouvernement a modifié le code fiscal de façon à faire porter aux groupes à revenu élevé une part plus importante du fardeau de l'impôt que les groupes à revenu plus bas.

Le contrôle des mouvements de capitaux en Islande – qui a été limité aux opérations en capital après le premier choc – associé à la requalification rapide de la dette des créanciers étrangers a été un élément clé de la stratégie de reprise. Le gouvernement et le FMI ont jugé plus important d'empêcher une plus forte dépréciation de la monnaie et de répartir plus équitablement les coûts entre les détenteurs non-résidents de capital et les contribuables islandais, que de sauvegarder un attachement à des principes libéraux en matière de liberté de choix et de droit de propriété du capital. Pour pouvoir assurer une reprise plus rapide, plus durable et équitablement répartie dans l'ensemble de l'économie, il est nécessaire, outre le contrôle des mouvements de capitaux et le refus de sauver les investisseurs étrangers, d'adopter un ensemble de politiques anticycliques de nature à protéger les groupes les plus économiquement faibles, en même temps que des mesures visant à surmonter les obstacles créés par la dette restante et à revitaliser le crédit à la production (en différenciant les anciens prêts des nouveaux, qui eux seraient intégralement exigibles).

ont bénéficié de la baisse des prix du pétrole et ont moins réagi aux sorties de capitaux spéculatifs. Leur secteur manufacturier étant lié aux marchés des États-Unis et les envois de fonds de l'étranger ayant augmenté, ces sous-régions devraient connaître une croissance importante, nettement supérieure à la moyenne de la région.

Le tableau est également contrasté dans la région africaine. Au cours des dix dernières années, la croissance des pays subsahariens a été essentiellement tirée par la hausse de la consommation privée et les dépenses d'infrastructure, liées dans nombre de pays à la production de produits de base, les principaux bénéficiaires ayant été les secteurs de la construction et des services. Toutefois, récemment, certains grands exportateurs de pétrole comme l'Angola et le Nigéria ont annoncé qu'ils réduisaient les dépenses publiques, en particulier les investissements en biens d'équipement et les subventions. Le naira nigérian a été la cible d'attaques spéculatives, qui ont poussé les autorités à resserrer les politiques monétaires et budgétaires, ce qui compromettra encore plus les perspectives de croissance. La croissance de la plupart des pays d'Afrique orientale, dont les termes de l'échange se sont améliorés, devrait quant à elle se poursuivre à un rythme relativement rapide. Par contre, les pays d'Afrique occidentale continueront probablement de subir les conséquences de l'épidémie du virus Ébola. Selon les prévisions, la croissance devrait rester modeste en Afrique du Sud en raison de tensions du côté de l'offre dans le secteur de l'énergie et du durcissement de la politique budgétaire et monétaire. À cela, il faut ajouter que la chute généralisée des prix des produits de base durant l'année écoulée et ses effets contrastés sur les termes de l'échange des importateurs nets de pétrole, pourraient également retarder les dépenses d'investissement et les projets, surtout dans les industries extractives et la construction. Enfin, les conflits et les préoccupations sécuritaires pèseront sur les revenus nationaux dans un certain nombre de pays et sur tout le continent.

Comme les années précédentes, l'Asie a été la région la plus dynamique et devrait représenter près de la moitié de la croissance mondiale totale en 2015. Les projections situent la croissance de l'Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est 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. Par conséquent, même si les taux d'investissement ont été très élevés par comparaison avec d'autres régions (et devraient le rester au vu des besoins en infrastructures de la région), la plupart des pays asiatiques (la Chine en particulier) semblent s'employer à rééquilibrer la structure de leur demande. Ces dernières années, la contribution de la demande intérieure à la croissance a été supérieure à celle des exportations nettes, et la part de la consommation (privée et publique) dans le PIB a été plutôt en hausse. Toutefois, 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. Néanmoins, l'augmentation de la consommation privée repose essentiellement sur la hausse des revenus, et non sur l'expansion du crédit ou de l'appréciation des actifs, ce qui devrait assurer 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 et, selon les prévisions, l'économie indienne devrait progresser de plus de 7 %. En Asie occidentale, la Turquie a également tiré parti de cette baisse, mais la plupart des pays exportateurs de pétrole de la sous-région voient leurs termes de l'échange se détériorer. En outre, des conflits militaires ont aussi limité les perspectives de croissance dans certaines parties de la sous-région.

2. Le commerce international

a) Marchandises

À l'instar de l'activité économique, le commerce international manque de dynamisme. Entre 2012 et 2014, le commerce mondial des marchandises a progressé à un rythme de 2 % à 2,6 % (tableau 1.2) (tableau 2.1), bien inférieur au taux moyen de 7,2 % par an enregistré en 2003-2007, avant la crise. En 2014, le commerce mondial des marchandises a affiché des taux de croissance encore plus bas en prix courants (augmentant seulement de 0,3 % pour atteindre 19 000 milliards de dollars)¹ en raison de la chute des prix des principaux produits de base. Selon des estimations préliminaires, en 2015, le volume du commerce des marchandises pourrait progresser

Tableau 1.2

**VOLUME DES EXPORTATIONS ET DES IMPORTATIONS DE MARCHANDISES
DE QUELQUES RÉGIONS ET PAYS, 2011-2014**

(Variation annuelle en pourcentage)

Région/pays	Volume des exportations				Volume des importations			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
Monde	5,1	2,0	2,6	2,3	5,4	2,0	2,3	2,3
Pays développés	4,8	0,6	1,4	2,0	3,3	-0,4	-0,3	3,2
<i>dont :</i>								
Japon	-0,6	-1,0	-1,9	0,6	4,2	3,8	0,5	2,8
États-Unis	7,3	3,9	2,6	3,1	3,8	2,8	0,8	4,7
Union européenne	5,4	-0,1	1,7	1,5	2,6	-2,5	-0,9	2,8
Pays en transition	1,8	0,7	1,8	0,2	15,9	5,6	-0,8	-8,5
<i>dont :</i>								
CEI	1,6	0,8	1,1	0,1	16,8	6,4	-1,4	-9,8
Pays en développement	6,2	4,0	4,2	2,9	7,9	5,1	6,1	2,0
Afrique	-7,2	5,5	-2,0	-3,6	4,2	13,2	5,2	3,3
Afrique subsaharienne	0,1	0,2	2,0	-0,9	9,9	8,2	7,5	2,8
Amérique latine et Caraïbes	4,6	3,2	2,1	2,4	9,7	3,3	4,0	0,6
Asie de l'Est	8,7	4,7	6,6	4,7	7,8	3,5	8,3	2,7
<i>dont :</i>								
Chine	8,8	6,2	7,7	6,8	8,8	3,6	9,9	3,9
Asie du Sud	9,4	-7,0	2,7	4,8	5,4	3,8	-0,6	4,4
<i>dont :</i>								
Inde	14,9	-1,8	8,5	3,2	9,6	5,9	-0,2	3,2
Asie du Sud-Est	7,8	1,4	4,3	3,4	9,5	5,2	3,8	1,0
Asie de l'Ouest	8,3	9,6	3,1	0,3	8,4	9,2	9,6	0,2

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après UNCTADstat.

dans des proportions comparables au volume de la production mondiale, ce qui est largement insuffisant en soi pour contribuer sensiblement à la croissance économique.

Ces chiffres globaux masquent la diversité des situations des pays et des produits. Dans les pays développés, les échanges commerciaux – en particulier, les importations – se sont accélérés en 2014, encore que le niveau de départ ait été faible. La croissance positive (mais lente) du PIB dans l'Union européenne (UE) et au Japon a contribué à une augmentation d'environ 2,8 % du volume de leurs importations en 2014. Cependant, en raison de la contraction des importations de l'UE 28 durant les deux années antérieures, les importations en valeur réelle à la fin de 2014 restaient en dessous du niveau enregistré en 2011. Aux États-Unis, les importations ont progressé plus rapidement, au taux de 4,7 %, en partie grâce à l'appréciation du dollar.

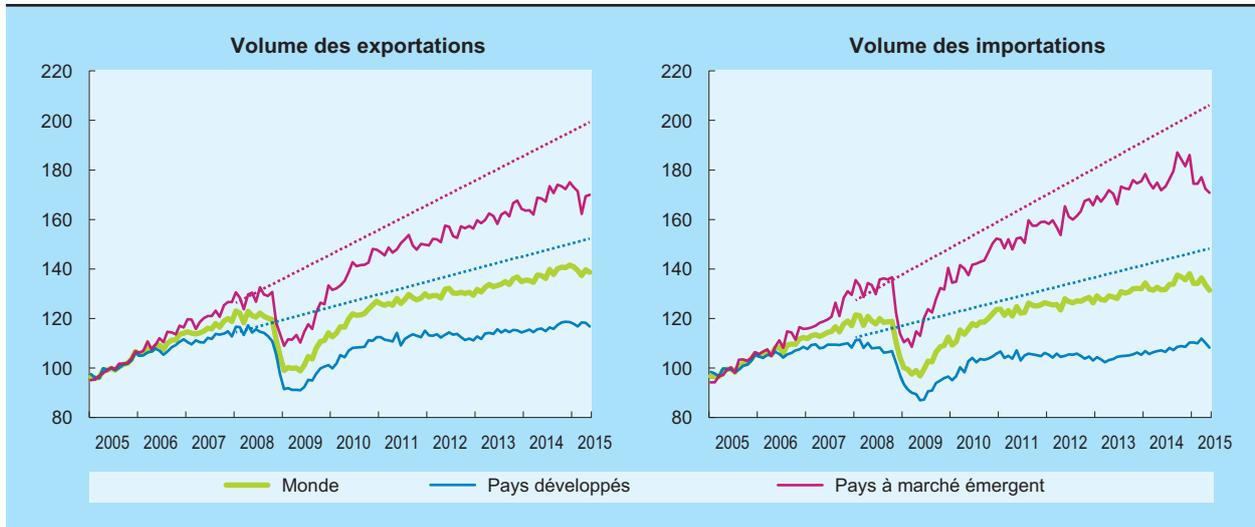
Tous ces facteurs, conjugués au fait que le volume des importations des pays en développement et des pays en transition a moins progressé que les années antérieures, ont fait que, pour la première fois depuis la fin des années 1990, le groupe des pays développés est de tous les groupes celui dont les importations ont affiché le taux de croissance annuel le plus élevé.

Les données des cinq premiers mois de 2015 indiquent que la croissance du commerce mondial des marchandises pourrait être légèrement plus faible en 2015 qu'en 2014. Durant ces cinq mois, le volume des échanges commerciaux internationaux a progressé de moins de 2 % en moyenne en glissement annuel (graphique 1.1). Parmi les pays développés, la croissance des importations de l'UE semblent s'essouffler, alors que la reprise des exportations se maintient. En outre, les recettes mensuelles du commerce bilatéral indiquent que les exportations de l'UE vers les États-Unis n'ont cessé d'augmenter en

Graphique 1.1

COMMERCE MONDIAL EN VOLUME, JANVIER 2005-MAI 2015

(Indice, 2005 = 100)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après le Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas (CPB), base de données *World Trade*.

Note : Les pays émergents sont les mêmes que dans la source du graphique et ne comprennent pas les pays d'Europe centrale et orientale. La ligne en pointillé illustre la tendance pour janvier 2002-décembre 2007.

raison de la croissance plus rapide de la production aux États-Unis et de l'appréciation du dollar. Dans le même temps, les exportations de l'Europe vers la Chine ont fait preuve d'une certaine résilience. Aux États-Unis, les importations continuent d'augmenter plus rapidement que les exportations en légère perte de vitesse, alors que les exportations du Japon reprennent à leur tour. Les exportations des pays émergents ont fortement chuté au début de 2015 avant de rebondir sous l'effet, notamment, d'une reprise partielle de la production dans l'Asie en développement.

D'une manière plus générale, la croissance du volume des exportations des pays émergents est restée largement en-deçà de la tendance observée avant la crise et s'en est même éloignée davantage pendant la première moitié de 2015 (graphique 1.1). Cette situation est due, en partie, au manque de vigueur de la croissance de la demande des biens de ces pays importés par les pays développés, bien que les importations de ces derniers se soient légèrement accélérées en 2014. Comme le montre l'analyse détaillée figurant dans le *Rapport sur le commerce et le développement 2013*, c'est un problème pour les pays émergents soucieux de revenir à la politique

de croissance axée sur les exportations qu'ils appliquaient avant la crise.

En ce qui concerne les pays en transition, les exportations sont restées quasiment stationnaires en 2014, alors que les volumes importés ont chuté de 8,5 % et ont continué à se contracter au début de 2015, en raison surtout des difficultés économiques et financières en Fédération de Russie et en Ukraine. Dans les pays en développement, la plupart des indicateurs commerciaux ont été moins encourageants que les années précédentes. En particulier, les exportations africaines en termes réels ont reculé à cause de la diminution des exportations pétrolières de la Lybie et, dans une moindre mesure, d'autres pays subsahariens grands exportateurs de pétrole. En particulier, les exportations de pétrole du Nigéria vers les États-Unis ont complètement cessé en 2014, la révolution du schiste dans ce dernier pays ayant réduit ses besoins en pétrole importé. Le Nigéria s'est ainsi vu obligé de réorienter ses exportations vers la Chine, l'Inde, le Japon et la République de Corée, et d'autres pays africains exportateurs de pétrole pourraient suivre son exemple². Dans le même temps, les exportations de l'Afrique du Sud vers l'Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est – composées essentiellement

de produits de base – ont chuté de 13,4 % en 2014. Par contre, les recettes provenant de l'exportation de produits manufacturés de plusieurs pays africains ont sensiblement augmenté, en particulier dans le cas des pays qui maintiennent des relations commerciales étroites avec l'Europe, par exemple certains pays d'Afrique du Nord, comme le Maroc et Tunisie.

En Amérique latine et dans les Caraïbes, le commerce international mesuré en valeur réelle est resté quasiment au point mort, essentiellement à cause de la chute des valeurs unitaires des exportations. Ce sont les pays d'Amérique du Sud qui ont été le plus touchés par le repli de la demande chinoise et le ralentissement du commerce infrarégional. Leurs exportations (de machines et de matériel de transport en particulier) ont été durement frappées par la baisse des importations du Brésil, la plus grande économie de la région. En effet, les exportations des pays d'Amérique du Sud vers le Brésil ont chuté de 7,9 % en 2014. L'effondrement des prix de deux des grands produits d'exportation du Brésil, le minerai de fer et le soja, a entraîné la balance commerciale du pays dans le rouge, malgré une importante réduction des importations. La situation est tout autre dans le cas du Mexique, dont les exportations vers les États-Unis ont sensiblement augmenté. De plus les exportations automobiles du Mexique vers la plupart des régions du monde, ont nettement augmenté, surtout vers l'Asie, mais elles ont reculé dans le cas de l'Europe.

En Asie de l'Ouest, les pays exportateurs de pétrole ont vu leurs termes de l'échange se détériorer, ce qui a fortement réduit leurs recettes d'exportation, mais aussi leur demande d'importation – bien que certains d'entre eux disposent d'importantes réserves internationales. En outre, le commerce infrarégional a été touché par les conflits armés dans plusieurs pays de la sous-région, et les exportations de quelques pays d'Afrique du Nord, dont l'Égypte, en ont également subi le contrecoup. Par ailleurs, les recettes d'exportation de la Turquie ont progressé de près de 4 % en 2014, mais sont restées en-deçà de la cible fixée par le gouvernement. Ce résultat décevant est attribuable aux turbulences politiques et économiques qui ont lourdement pesé sur les exportations de la Turquie vers l'Irak et la Fédération de Russie. Toutefois, la baisse des prix du pétrole a allégé le déficit de la balance des opérations courantes de la Turquie et d'autres pays importateurs de pétrole de la sous-région.

En Asie de l'Est, le taux de croissance de moins de 4 % du volume des échanges commerciaux enregistré en 2014 a été inhabituellement bas pour la région, ce qui s'explique, dans une grande mesure, par le ralentissement du commerce extérieur de la Chine, dont les exportations ont progressé de 6,8 % en volume en 2014, plus lentement que son PIB. Dans le même temps, le volume des importations de la Chine a progressé au rythme encore plus lent de 3,9 %. En conséquence, les pays en développement et en transition qui sont exportateurs de produits de base ont dû faire face à un fort ralentissement de la demande chinoise en 2014. Par contre, les résultats ont été meilleurs dans le cas des pays en développement qui exportent vers la Chine dans le cadre de chaînes logistiques manufacturières dont les produits finis sont écoulés dans les pays développés. En 2014, les exportations de la Chine vers la zone euro et les États-Unis ont connu un rebond par rapport aux taux de croissance en baisse, voire négatifs, enregistrés entre 2010 et 2013, mais elles n'ont pas retrouvé leur dynamisme d'avant la crise.

En Asie du Sud-Est, la progression du volume des exportations a ralenti à 3,4 % en 2014, et la croissance des importations a été encore plus lente (1 %) ; ces deux taux ont été inférieurs au taux de croissance économique de la sous-région. L'Indonésie a affiché des excédents commerciaux mois après mois depuis la fin de 2014 et jusqu'à la mi-2015, sa facture d'importation ayant diminué plus que ses recettes d'exportation, sur fond de forte dépréciation de la monnaie. Les échanges commerciaux de l'Asie du Sud-Est se sont écartés des tendances à la baisse observées dans tous les autres groupes de pays en développement. Dans ce groupe, la République islamique d'Iran a vu augmenter sensiblement le volume de ses exportations pétrolières en 2014, bien qu'elles n'aient représenté que la moitié environ des niveaux atteints avant le renforcement des sanctions en 2011. Ailleurs, le dynamisme du secteur de la confection a soutenu les exportations (surtout vers les pays développés) du Bangladesh, le plus peuplé des pays les moins avancés (PMA) et de Sri Lanka dans la période qui a suivi le conflit. Par contre, la croissance du volume des exportations de l'Inde a reculé, passant de 8,5 % en 2013 à 3,2 % en 2014.

Dans l'ensemble, le commerce mondial a manqué de dynamisme. Sa croissance modérée s'explique principalement par l'amélioration du commerce Nord-Nord et n'a eu que des effets positifs limités sur les exportations des pays en développement vers les pays développés.

b) Services

Le commerce des services a continué sa progression et a atteint 4 900 milliards de dollars en 2014, soit une croissance de 5,1 % d'une année sur l'autre (aux prix courants), qui dépasse la croissance du commerce des marchandises. Les services de transport ont affiché une croissance de 2,7 %, alors que les services relatifs aux voyages et aux marchandises ont augmenté respectivement de 6 % et 2,8 %. Les transports et le tourisme représentent 55 % des exportations de services dans le cas des pays en développement et 62 % dans celui des PMA, alors qu'ils ne représentent que 39 % des exportations de services des pays développés³.

Le tourisme international reste la rubrique la plus importante du commerce des services, avec des recettes d'exportation totalisant 1 400 milliards de dollars en 2014. Les arrivées de touristes demeurent robustes : elles ont augmenté de 4,3 % en 2014 (plus ou moins autant qu'en 2012 et 2013), atteignant 1,1 milliard d'arrivées. Les recettes provenant des visiteurs internationaux ont progressé de 3,7 % en valeur réelle (c'est-à-dire corrigées des variations de change et de l'inflation). Les données préliminaires confirment cette tendance pour 2015 : pendant les quatre premiers mois de 2015, les arrivées de touristes se sont accrues de 4 % d'une année sur l'autre, alors que, selon les prévisions, les réservations de vols internationaux devaient augmenter d'environ 5 % en mai-août 2015 (Organisation mondiale du tourisme (OMT), 2015a et 2015b).

Au niveau régional, l'Union européenne reste la région la plus visitée au monde, région qui fait également preuve d'un très grand dynamisme, puisque le rythme de croissance des arrivées de tourisme s'est accéléré, atteignant 4,9 %, contre 3 % en 2012 et 4 % en 2013. En Amérique du Nord, ce chiffre a plus que doublé et a atteint 9,2 % en 2014. Par contre, le nombre d'arrivées de touristes a reculé dans les pays en transition à cause du conflit en Ukraine et du ralentissement de l'économie russe. Toutes les autres régions et sous-régions ont affiché des taux de croissance positifs en 2014, encore que la demande se soit affaiblie en Afrique après plusieurs années de croissance solide, ce qui s'explique essentiellement par l'épidémie du virus Ébola.

En 2015, les données préliminaires par région attestent d'une évolution positive partout, sauf en Afrique. En particulier, le tourisme a progressé rapidement en Amérique du Nord et du Sud, dans les

Caraïbes et en Océanie au cours des quatre premiers mois de 2015. Les chiffres montrent également que l'activité touristique a connu un rebond de 7 % dans les pays en transition, après le repli de l'année d'avant. C'est tout le contraire en Afrique où les données limitées dont on dispose actuellement pour janvier-avril 2015 indiquent un recul de 6 % du tourisme, à cause des préoccupations sanitaires et sécuritaires concernant certains pays (OMT, 2015a).

S'agissant des *services de transports internationaux*, la deuxième catégorie la plus importante de services commerciaux, les estimations préliminaires indiquent que le volume des expéditions maritimes mondiales a augmenté de 3,4 % en 2014, c'est-à-dire au même rythme qu'en 2013⁴. Les expéditions de vracs secs, qui ont représenté plus des deux-tiers des expéditions totales de marchandises, se sont accrues de 5 %, essentiellement en raison de l'expansion continue et rapide des volumes de minerai de fer expédiés dans le monde. Cette expansion a été tirée, en partie, par la demande d'importation soutenue de la Chine. Le commerce de marchandises conteneurisées a progressé de 5,6 %, alors que le commerce pétrolier s'est contracté de 1,6 %.

Les pays en développement sont restés la principale provenance et la principale destination du commerce maritime international : en terme de chargements, ils ont représenté 60 % du tonnage mondial en 2014, chiffre qui n'a guère changé ces dix dernières années. Leur part des chargements ne cesse d'augmenter et a été estimée à 61 % du total mondial en 2014.

La production croissante de pétrole de schiste aux États-Unis et la chute des cours du pétrole depuis juin 2014 ont eu des incidences sur le transport et le commerce maritimes surtout sur le commerce pétrolier. C'est ainsi que le pétrole africain, comme on l'a vu plus haut, est expédié vers d'autres destinations et est de plus en plus réorienté des États-Unis vers l'Asie. En outre, la baisse des prix du pétrole a contribué à la diminution des coûts du combustible et de transport ; par exemple, le prix du combustible de soute 380-centistoke à Rotterdam a chuté de 46 % (Clarkson Research Services, 2015). La diminution des coûts du combustible a fait baisser les dépenses des exploitants de navires et les tarifs payés par les expéditeurs, ce qui devrait, par voie de conséquence, stimuler la demande de services de transport maritime et augmenter le fret transporté par mer.

B. Évolution récente des marchés de produits de base

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 à la baisse amorcée après les pics de 2011-2012, les prix de la plupart des produits de base ont chuté en 2014. La baisse la plus spectaculaire a été celle des prix du pétrole brut depuis le milieu de 2014 (graphique 1.2), dont les ramifications ont été très étendues. Toutes les catégories de produits de base, à l'exception des boissons tropicales⁵, ont vu reculer leurs prix moyens en 2014 (tableau 1.3), la baisse des prix s'étant accélérée dans le cas des 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. Toutefois, en moyenne, en 2014 et jusqu'à juin 2015, les prix des produits de base ont été plus élevés que la moyenne des prix enregistrée pendant la période de flambée des prix 2003-2008.

La raison principale de la récente baisse des prix de la plupart des produits de base a été l'offre abondante, car l'envolée des prix des années 2000 s'était accompagnée d'une hausse des investissements et d'une forte augmentation de la production ces dernières années. Cette tendance excédentaire de l'offre a été aggravée par le fléchissement de la demande résultant de l'atonie de l'économie mondiale, en général, et du ralentissement récent de l'économie des principaux pays en développement, en particulier. Outre cette évolution des fondamentaux de l'offre et de la demande, la financiarisation des marchés des produits de base a continué d'influer sur l'évolution des prix, les investisseurs financiers réduisant leurs positions sur les produits de base face à la baisse des prix et des bénéfices tirés des instruments dérivés adossés à ces produits. La forte appréciation du dollar l'année dernière a aussi joué un rôle majeur dans la baisse des prix des produits de base.

1. L'évolution des prix des principaux produits de base

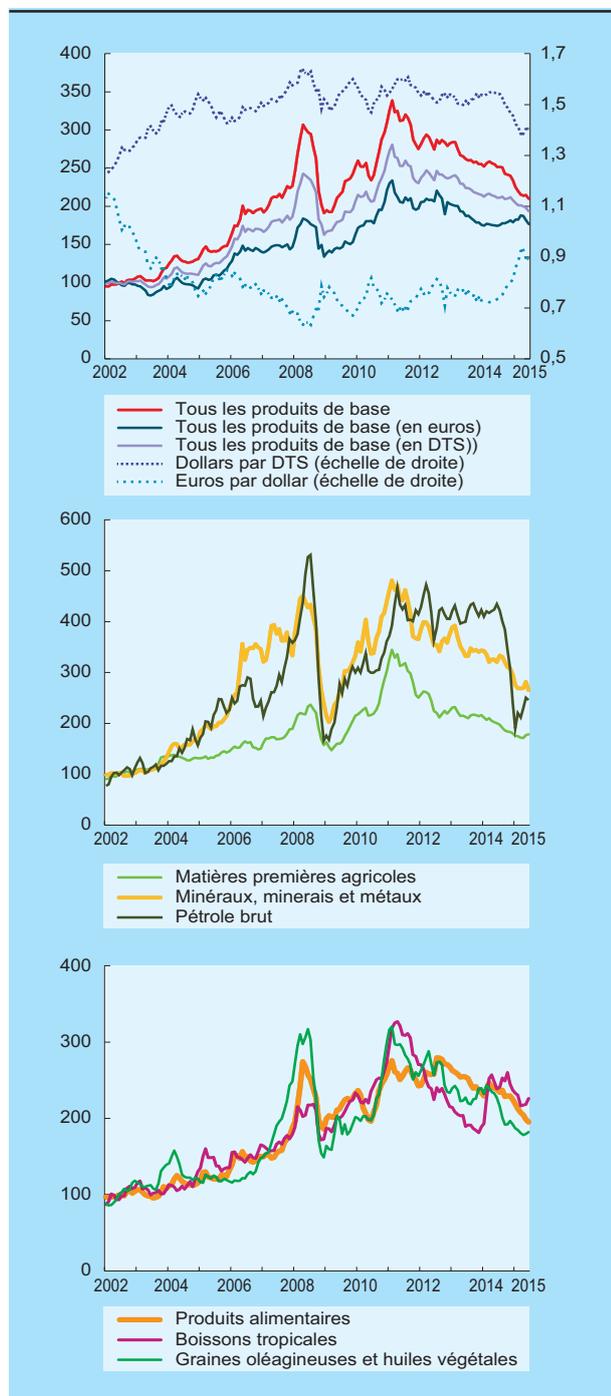
Tout a commencé avec le marché du pétrole brut en 2014. Après une période de stabilité relative depuis avril 2011, avec des fluctuations à l'intérieur d'une fourchette de 100-120 dollars, les prix du brut se sont effondrés pendant la deuxième moitié de 2014 ; par exemple, la moyenne mensuelle des prix du Brent a chuté de 112 dollars en juin 2014 au très bas niveau de 48 dollars en janvier 2015, une baisse de 56,7 %, qui a précipité le prix du pétrole brut à son niveau le plus bas depuis 2009 (*UNCTADstat*).

L'effondrement des prix du pétrole a été causé principalement par la hausse de la production mondiale, en particulier du pétrole de schiste aux États-Unis. En 2014, la production mondiale de pétrole a augmenté de 2,3 % et celle des États-Unis de 15,9 %. En fait, en quelques années seulement, entre 2011 et 2014, la production de pétrole des États-Unis s'est accrue de 50,6 %, atteignant des niveaux jamais enregistrés depuis le début des années 1970 (BP, 2015). Il en est résulté une forte augmentation des stocks. L'accroissement substantiel de la production de pétrole aux États-Unis a contribué à la stabilité relative des prix du pétrole entre 2011 et le milieu de 2014, dans la mesure où il a fait contrepoids aux perturbations de la production dans d'autres pays producteurs (*Rapport sur le commerce et le développement 2014*). Ces perturbations étant devenues moins préoccupantes et la surabondance de l'offre étant évidente, les prix ont commencé à baisser dès le milieu de 2014. Toutefois, la baisse des prix s'est accélérée après la réunion de novembre de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) au cours de laquelle il a été décidé de ne pas changer les quotas de production. Cette décision, qui a été réaffirmée lors d'une réunion ultérieure de l'OPEP, en juin 2015, a été largement interprétée comme une tentative de l'OPEP pour défendre sa part de marché en tentant d'évincer les producteurs dont les coûts de production sont plus élevés, comme ceux qui exploitent des gisements dans le schiste, les sables bitumineux et en eau profonde.

Graphique 1.2

INDICES DES PRIX MENSUELS DES PRODUITS DE BASE, PAR GROUPE DE PRODUITS, JANVIER 2002-JUIN 2015

(Indice, 2002 = 100)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après UNCTADstat.

Note : « Tous les produits » n'inclut pas le pétrole brut. Le prix du pétrole brut est une moyenne simple des prix Dubai/Brent/West Texas Intermediate. Les indices des prix sont basés sur les prix en dollars courants, sauf indication contraire.

Devant cette baisse des prix, un certain nombre de sociétés pétrolières ont annoncé qu'elles réduisaient leurs investissements, ce qui devrait entraîner un ajustement de l'offre à la baisse (FMI, 2015). En juillet 2015, le nombre de derricks aux États-Unis avait chuté de 60 % par rapport à octobre 2014, atteignant leur niveau le plus bas depuis environ cinq ans (AIE, 2015). Devant le repli des investissements, une baisse rapide de l'offre était attendue (voir ci-après) et le prix du Brent, qui était inférieur à 50 dollars en janvier 2015, est remonté et s'est stabilisé autour de 65 dollars entre la fin avril et la fin juin⁶. Cependant, il a chuté à nouveau à la fin de juin et en juillet. Ceci s'explique en partie par la résilience des producteurs de pétrole de schiste, qui ont réussi à accroître leur productivité et à réduire leurs coûts⁷. L'Energy Information Administration des États-Unis (EIA, 2015) estime que pendant la première moitié de l'année, la production de brut du pays a augmenté de 0,3 million de barils par jour, en hausse par rapport à la production moyenne du quatrième trimestre de 2014. Néanmoins, l'AIE signale une baisse de la production des gisements terrestres depuis avril 2015. Si les prix ont baissé en juillet, c'est aussi en raison de l'anticipation d'un accord avec la République islamique d'Iran au sujet de son programme nucléaire, accord qui a été conclu le 14 juillet. La levée des sanctions qui devrait s'ensuivre signifiera l'arrivée sur les marchés pétroliers internationaux d'un fournisseur additionnel, ce qui exercera une pression à la baisse sur un marché déjà caractérisé par une offre surabondante. Toutefois, le retour du pétrole iranien sur les marchés ne pourra se faire que lorsque les installations de production et de transport d'hydrocarbures du pays auront été remises en état. Dans le même temps, en juin 2015, la production de brut de l'Arabie saoudite a atteint des niveaux record⁸.

Dans l'ensemble, les marchés internationaux de pétrole brut présentent un nouveau visage, avec l'importance croissante de la production américaine et l'abandon par l'OPEP de sa politique d'encadrement des prix. Tant que cette situation persistera, il est possible que les États-Unis assument le rôle de principal régulateur de la production à la place de l'Arabie saoudite, ce qui signifierait que lorsque les prix tomberont à un niveau très bas, l'investissement et la production diminueront aux États-Unis, tirant les prix vers le haut, et que quand les prix atteindront un certain niveau, la production pétrolière des États-Unis augmentera, exerçant une pression à la baisse sur les

Tableau 1.3

PRIX MONDIAUX DES PRODUITS DE BASE, 2009-2015

(Variation par rapport à l'année précédente, sauf indication contraire)

Groupes de produits	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^a	2014-2015 par rapport à 2003-2008 ^b
Tous les produits de base^c	-16,9	20,4	17,9	-8,3	-6,7	-6,1	-13,1	36,9
Tous les produits de base (en DTS)^c	-14,5	21,7	14,1	-5,5	-6,0	-6,1	-5,9	39,1
Tous les produits alimentaires	-8,5	7,4	17,8	-1,4	-7,4	-4,1	-12,2	51,1
Produits alimentaires et boissons tropicales	-5,4	5,6	16,5	-0,4	-6,7	-3,8	-11,7	54,2
<i>Boissons tropicales</i>	1,9	17,5	26,8	-21,5	-18,3	23,5	-7,5	60,7
Café	-6,9	27,3	42,9	-25,7	-23,6	29,9	-14,8	66,7
Cacao	11,9	8,5	-4,9	-19,7	2,0	25,6	-2,3	66,3
Thé	16,5	-1,0	11,4	0,8	-23,9	-10,4	28,5	17,3
<i>Produits alimentaires</i>	-6,0	4,4	15,4	2,0	-5,7	-5,9	-12,1	53,6
Sucre	41,8	17,3	22,2	-17,1	-17,9	-3,9	-19,6	54,3
Viande bovine	-1,2	27,5	20,0	2,6	-2,3	22,1	-6,4	92,2
Maïs	-24,4	13,2	50,1	2,6	-12,1	-22,2	-14,2	40,1
Blé	-31,4	3,3	35,1	-0,1	-1,9	-6,1	-18,7	32,6
Riz	-15,8	-11,5	5,9	5,1	-10,6	-17,8	-7,6	20,6
Bananes	0,7	3,7	10,8	0,9	-5,9	0,6	4,8	54,4
Graines oléagineuses et huiles végétales	-28,4	22,7	27,2	-7,6	-12,6	-5,8	-16,0	30,2
Soja	-16,6	3,1	20,2	9,4	-7,9	-9,7	-18,2	37,2
Matières brutes agricoles	-17,5	38,3	28,1	-23,0	-7,4	-9,9	-11,2	22,8
Cuir et peaux	-30,0	60,5	14,0	1,4	13,9	16,5	-8,2	58,4
Coton	-12,2	65,3	47,5	-41,8	1,5	-8,8	-14,5	26,9
Tabac	18,0	1,8	3,8	-3,9	6,3	9,1	-0,4	65,7
Caoutchouc	-27,0	90,3	32,0	-30,5	-16,7	-30,0	-10,0	6,1
Bois tropicaux	-20,6	1,8	13,4	-7,1	2,6	0,4	-16,0	21,4
Minéraux, minerais et métaux	-30,3	41,3	14,7	-14,1	-5,1	-8,5	-15,8	19,5
Aluminium	-35,3	30,5	10,4	-15,8	-8,6	1,1	-4,3	-14,0
Phosphate	-64,8	1,1	50,3	0,5	-20,3	-25,6	4,3	15,4
Minerais de fer	-48,7	82,4	15,0	-23,4	5,3	-28,4	-37,4	5,4
Étain	-26,7	50,4	28,0	-19,2	5,7	-1,8	-22,4	94,4
Cuivre	-26,3	47,0	17,1	-9,9	-7,8	-6,4	-13,5	35,0
Nickel	-30,6	48,9	5,0	-23,4	-14,3	12,3	-18,9	-21,5
Plomb	-17,7	25,0	11,8	-14,2	3,9	-2,2	-10,4	45,6
Zinc	-11,7	30,5	1,5	-11,2	-1,9	13,2	-1,1	10,9
Or	11,6	26,1	27,8	6,4	-15,4	-10,3	-4,8	120,5
Pétrole brut^d	-36,3	28,0	31,4	1,0	-0,9	-7,5	-41,7	41,1
Pour mémoire :								
Articles manufacturés^e	-5,6	1,9	10,3	-2,2	4,0	-1,8

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après UNCTADstat ; et Division de statistique de l'Organisation des Nations Unies, *Bulletin mensuel de statistiques*, diverses livraisons.

Note : En dollars courants, sauf indication contraire.

a Variation en pourcentage entre la moyenne pour la période janvier à juin 2015 et la moyenne pour 2014.

b Variation en pourcentage entre la moyenne de 2003-2008 et la moyenne de 2014-2015.

c À l'exception du pétrole brut. DTS = droits de tirage spéciaux.

d Moyenne simple du Brent, du Dubai et du West Texas Intermediate.

e Valeur unitaire des exportations d'articles manufacturés des pays développés.

prix. En effet, l'une des caractéristiques importantes de l'exploitation du schiste est sa flexibilité. Il en résulterait un plafonnement des prix du pétrole à un niveau qui dépendrait du seuil de rentabilité des producteurs de pétrole de schiste. Toutefois, il ne semble guère y avoir d'accord sur ce qui constitue un seuil de rentabilité pour ces producteurs⁹. En bref, il est peu probable que le prix du baril avoisine les 100 dollars avant longtemps. La durée de vie de la production du pétrole de schiste étant relativement courte, tout dépendra de ce que durera le boom du schiste. Cependant, nul ne sait exactement quand la production du pétrole de schiste atteindra son maximum.

Du côté de la demande, l'anticipation d'une croissance économique plus faible que prévu a également contribué à l'effondrement des prix du pétrole. En effet, les institutions spécialisées n'ont pas cessé de revoir à la baisse leurs projections de croissance de la demande. En 2014, la demande mondiale de pétrole n'a augmenté que de 0,8 %, en recul par rapport à la croissance moyenne de 1,1 % enregistrée au cours des trois années précédentes. La croissance de la demande a été entièrement le fait des pays non membres de l'OCDE (2,7 %), la demande de pétrole de la Chine ayant augmenté de 3,3 % ; cependant, ces taux sont restés inférieurs aux taux moyens sur les trois années précédentes, à savoir 3,3 % et 4,8 % respectivement. En revanche, la demande de pétrole des pays de l'OCDE a reculé de 1,2 % (BP, 2015).

L'évolution des prix des autres produits de base est influencée par la baisse des prix du pétrole, qui a pour effet de réduire les coûts de production, en faisant, par exemple, baisser les coûts de transport ou les prix des engrais (dans le cas de la production agricole). Il y a également des ramifications par la filière des biocarburants, du fait que les bas prix du pétrole rendent ces biocarburants moins compétitifs comme source d'énergie et peuvent entraîner une réduction de la demande de cultures vivrières. Toutefois, d'autres facteurs peuvent influencer sur la production de biocarburants, en particulier l'existence de mandats formels en la matière. Les prix du pétrole influent sur les prix d'autres produits de base par le rouage de la financiarisation, puisque les prix du pétrole sont une composante importante des indices des cours des produits de base (voir ci-après). Néanmoins, sur les marchés agricoles, les prix ont été en grande partie déterminés par l'offre

de ces produits, qui varie notamment en fonction des conditions météorologiques. Dans le cas des *denrées alimentaires*, les récoltes exceptionnellement abondantes grâce aux conditions météorologiques favorables et les niveaux très élevés des stocks ont joué un rôle déterminant dans la baisse continue des cours des céréales et du soja en 2014 et au début de 2015. Toutefois, cette tendance s'est inversée en juin et juillet 2015 à cause des mauvaises conditions météorologiques aux États-Unis, qui ont eu des effets négatifs sur les activités de plantation. Les cours du blé ont également augmenté en juin, en raison des pluies qui ont endommagées les récoltes aux États-Unis et de la sécheresse dans d'autres régions productrices du monde. Les incidences potentielles du phénomène « El Niño » ont, en outre, créé un climat d'incertitude¹⁰. Le marché du sucre s'est également caractérisé par une offre excédentaire et des prix en baisse, du fait qu'en 2014 la production a dépassé la consommation pour la cinquième campagne sucrière consécutive (OCDE-FAO, 2015).

L'évolution des prix des *boissons tropicales* en 2014 et au début de 2015 a été plus imprévisible. Les prix du café et du cacao ont augmenté pendant la première moitié de 2014 en raison des mauvaises conditions de culture pour le café au Brésil et le cacao dans les pays d'Afrique occidentale. Ces prix ont baissé plus tard dans l'année lorsque ces conditions se sont améliorées. Les prix du cacao ont augmenté pendant le second trimestre de 2015, la récolte au Ghana ayant été insuffisante.

Les marchés des *matières premières agricoles* ont été dominés par une offre abondante. La production mondiale de coton a été supérieure à la consommation et l'excédent de stocks a fait baisser les prix. L'annonce faite par la Chine de son intention de réduire ses contingents d'importation et de mettre fin à sa politique de stockage a également influencé les prix. Les prix du caoutchouc naturel ont subi une forte baisse de 30 % en 2014, à cause de l'offre excédentaire et des stocks élevés. La faible demande de coton et de caoutchouc naturel est également liée à l'affaissement des cours du pétrole, qui a fait reculer les prix du caoutchouc et des fibres synthétiques, exerçant ainsi une pression à la baisse sur les prix du caoutchouc naturel et du coton.

Sur les marchés des *minéraux, minerais et métaux*, l'offre a également été surabondante. C'est surtout le cas du minerai de fer, dont les prix ont chuté de 28,4 % en 2014 à cause de l'offre excédentaire

(tableau 1.3). La situation a été relativement plus favorable pour l'aluminium, le nickel et le zinc, dont les prix ont augmenté en 2014. Cette hausse des prix a été liée, dans le cas du nickel, à l'interdiction d'exporter des minerais bruts imposée par l'Indonésie, et dans celui de l'aluminium et du zinc, à la réduction de la production. Toutefois, cette tendance à la hausse des prix s'est inversée après le milieu de 2014¹¹. La demande, rendue léthargique par la lenteur de la croissance économique mondiale, y a été pour quelque chose. En effet, les cours des métaux tendent à être étroitement liés à l'évolution de la production industrielle mondiale. En particulier, les perspectives de croissance de la demande de métaux en Chine dépendront de l'équilibre qui s'établira entre les investissements substantiels dont le pays aura encore besoin ces prochaines années pour ses infrastructures et son urbanisation, d'une part, et sa transition vers une économie privilégiant l'expansion de la part des services dans la demande, de l'autre¹². Toutefois, en règle générale, ce sont les taux de croissance de la consommation qui diminuent dans ces cas-là plutôt que la demande. En outre, étant donné que les niveaux actuels de consommation sont plus élevés que dans le passé, la demande additionnelle de métaux pourrait être substantielle, même si les taux de croissance diminuent. De plus, il y a quelques exceptions ; la consommation de cuivre, par exemple, a augmenté d'environ 15 % en 2014. Dans la mesure où le marché du cuivre semblait en équilibre, voire déficitaire, la forte chute des prix en 2014 ne semble pas refléter les fondamentaux du marché (AIECE, 2015) et est très probablement attribuable à des facteurs financiers (voir ci-après). La baisse des prix de l'or est également étroitement liée à des facteurs financiers et à la politique monétaire : l'anticipation d'une hausse des taux d'intérêts aux États-Unis, de même que l'appréciation du dollar tendent à réduire la demande d'or comme valeur refuge.

2. L'influence persistante des facteurs financiers

Les prix des produits de base continuent d'être influencés par les liens étroits qui existent entre leurs marchés et les marchés financiers, comme le montre l'analyse plus détaillée présentée dans l'annexe au présent chapitre. Les récentes fluctuations des cours du pétrole en sont un exemple. Leur chute durant la seconde moitié de 2014 s'est accompagnée d'une

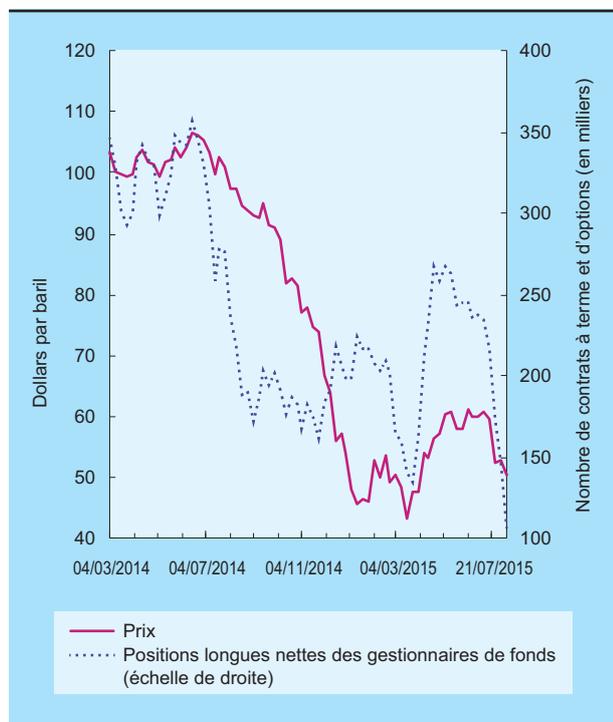
baisse beaucoup plus rapide des positions longues nettes des gestionnaires de fonds, comme les fonds spéculatifs, ce qui a vraisemblablement précipité la chute (graphique 1.3). De même, la remontée du prix du pétrole brut West Texas Intermediate (WTI) à 61 dollars le baril au début de mai 2015, après avoir chuté à 44 dollars le baril en mars 2015, son plus bas niveau depuis six ans, a été favorisée par une hausse substantielle des positions longues nettes des gestionnaires de fonds, qui, misant sur le fait que les prix bas du pétrole allaient rapidement entraîner une réduction de l'offre, ont doublé ces positions entre mi-mars et début mai sur le Mercantile Exchange (NYMEX) ; des fluctuations similaires ont suivi sur l'Intercontinental Exchange (ICE). En juillet, ayant compris que les réductions de l'offre de pétrole et la reprise économique mondiale s'avéraient moins rapides que prévu, ils ont fortement réduit leurs positions, causant ainsi un nouvel effondrement des prix.

L'utilisation des produits de base comme garantie dans les opérations financières est un autre des liens qui rattachent leurs marchés au marché financier. L'existence d'un écart positif entre les taux d'intérêt nationaux et étrangers incite à emprunter sur les marchés financiers internationaux, des lettres de crédit de banques locales étant utilisées pour financer l'importation de produits de base. Les produits ainsi achetés sont ensuite stockés et l'argent emprunté est investi dans des actifs locaux à haut rendement, tels que les biens immobiliers ou les produits financiers (Tang and Zhu, 2015).

Le cuivre est probablement le produit de base le plus fréquemment utilisé dans ce type d'opérations spéculatives sur écart de rendement (« carry trade ») et l'augmentation de la demande de cuivre physique qui en est résultée a contribué à l'envolée du prix de ce métal. Prenant l'exemple de la Chine, premier consommateur mondiale de cuivre, Zhang and Balding (2015) constatent que les stocks de cuivre à Shanghai en pourcentage des stocks mondiaux sont passés de 4 % en 2009 à 38 % en 2014 et que, durant la même période, l'écart de taux d'intérêt entre la Chine et le reste du monde était, base en moyenne, de 358 points de. Toutefois, plus récemment, la baisse des taux d'intérêt en Chine a freiné ces opérations spéculatives sur le cuivre. Selon les médias, la diminution des prix qui en est résultée a été accélérée par les positions courtes nettes que les fonds spéculatifs avaient accumulées sur le cuivre, parallèlement à leurs positions longues nettes sur les actions. En effet, les opérateurs s'attendaient à ce

Graphique 1.3

POSITIONS DES GESTIONNAIRES DE FONDS ET PRIX DU PÉTROLE BRUT, MARS 2014-JUILLET 2015



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED d'après Thomson Reuters datastream.

Note : Les données présentées concernent le WTI et les positions sur le NYMEX.

que le ralentissement de la croissance de l'économie chinoise cause une baisse des cours du cuivre et à ce que l'assouplissement de la politique monétaire qui s'ensuivrait augmente les cours des actions¹³. Mais, en juillet 2015, les fonds spéculatifs ont dû racheter leurs positions baissières pour pouvoir répondre aux appels de marges grandissants des bourses chinoises alors fortement en baisse.

En outre, la forte appréciation du dollar est pour beaucoup dans la chute des prix des produits de base. En règle générale, dans la mesure où ces prix sont libellés en dollars, ils ont tendance à être inversement liés au taux de change du dollar. Ce facteur influe sur

les prix aussi bien sur les marchés physiques que par le rouage de la financiarisation. D'un côté, à mesure que le dollar s'apprécie, les produits de base deviennent plus chers dans les zones dans lesquelles le dollar n'est pas utilisé, ce qui fait baisser la demande. De même, avec l'appréciation du dollar, les producteurs de ces zones, qui perçoivent généralement leurs revenus en dollars mais paient la plupart de leurs frais en monnaie locale, sont encouragés à accroître l'offre. Par exemple, les agriculteurs brésiliens ont augmenté leur production de café et de sucre lorsque leur monnaie, le real, s'est dépréciée par rapport au dollar¹⁴. D'un autre côté, l'augmentation de la valeur du dollar peut inciter à augmenter les investissements financiers en dollars sur le marché des changes, au détriment des investissements sur les marchés des produits de base. Par exemple, dans le cas des produits de base non pétroliers, les baisses de prix ne sont pas tellement prononcées en droits de tirage spéciaux et les prix ont même augmenté en euros, lorsque le dollar s'appréciait (graphique 1.2)¹⁵.

3. Les incidences de la baisse des prix des produits de base et les perspectives pour l'avenir

Les différents pays ressentent plus ou moins les incidences de la baisse des prix des produits de base en fonction de leur production et de la structure de leurs échanges commerciaux. Les pays en développement (mais aussi quelques pays développés) qui sont hautement tributaires de leurs exportations de produits de base ont tendance à être les plus fortement touchés. Il s'agit surtout des pays d'Afrique, d'Amérique latine, de la Communauté des États indépendants (CEI) et d'Asie occidentale. Le recul des prix des produits de base se traduit fréquemment par une détérioration des termes de l'échange et par des pressions sur le solde du compte courant et sur les comptes budgétaires, ce qui finit par causer un ralentissement de la croissance

économique. Certains pays, qui disposent de fonds de stabilisation remplissant bien leur rôle, comme le Chili pour le cuivre, ou qui ont des réserves de change substantielles, tels que les pays exportateurs de pétrole d'Asie occidentale, ont peut-être une marge d'action plus large leur permettant de mieux atténuer ces effets que d'autres pays.

Quoi qu'il en soit, le renversement de la tendance à la hausse de prix des produits de base est venu rappeler les difficultés auxquelles sont confrontés les pays en développement tributaires d'un nombre restreint de produits de base, du fait qu'ils sont exposés aux cycles d'expansion-récession résultant des fluctuations de prix. Par conséquent, pour parvenir à une croissance soutenue et la maintenir, il est indispensable que ces pays mettent en œuvre des politiques de nature à faciliter la diversification économique et le changement structurel. Par ailleurs, puisque la baisse des prix des produits de base constitue un transfert de revenu des pays producteurs aux pays consommateurs, les principaux bénéficiaires en sont de nombreux pays développés et quelques pays émergents, comme la Chine. Dans la mesure où la diminution des prix payés par les pays consommateurs pourrait contribuer à la reprise économique mondiale, en particulier dans les pays développés qui pèsent sur la croissance mondiale depuis quelques années, l'effet net à l'échelle internationale pourrait être positif, bien qu'inégalement réparti. Cependant, tout cela reste incertain et dépend largement de la durée de la période de prix bas.

L'évolution des prix des produits de base est difficilement prévisible. Le renversement de leur tendance à la hausse autour de 2011 a été largement considéré comme marquant la fin de la phase ascendante d'un supercycle. Si c'est bien le cas, alors les prix des produits de base¹⁶ pourraient continuer de baisser pendant encore quelque temps. Il y a, toutefois, une autre possibilité. Jusqu'à 2014, les corrections de prix ont été effectuées principalement par le biais d'une augmentation de l'offre, tandis que la demande progressait à des niveaux tout à

fait satisfaisants. Ce n'est qu'en 2014 et au début de 2015 que la demande a montré quelques signes d'essoufflement, sans pour autant cesser d'afficher des taux de croissance positifs pour la plupart des produits de base. Ce ralentissement de la demande s'explique par une croissance économique décevante dans beaucoup de régions consommatrices. Cependant, le bas niveau actuel des prix des produits de base entraîne déjà certains ajustements à la baisse des investissements et des capacités de production ; entraîne déjà certains ajustements à la baisse des investissements et des capacités de production ; c'est particulièrement vrai pour les minéraux et les métaux. Par exemple, à l'échelle mondiale, les budgets consacrés à l'exploration des métaux non ferreux ont chuté de 26 % en 2014, après avoir subi une réduction encore plus forte en 2013 (SNL Metals and Mining, 2015), ce qui signifie que la production devrait diminuer à moyen terme.

Si l'économie mondiale – surtout les pays développés – réussit à renouer avec des niveaux de croissance raisonnables et si la baisse des prix stimule la demande, celle-ci pourrait continuer à progresser même si l'offre devait se replier. Cela dépendra aussi beaucoup de l'évolution de la situation en Chine. En outre, d'autres pays émergents et en développement pourraient intensifier leur consommation de produits de base à mesure qu'ils entrent dans des phases plus avancées de leur développement. Il est alors tout à fait possible qu'après une correction à court terme, les prix des produits de base augmentent à nouveau dans quelques années, mais ils n'augmenteront probablement pas aussi rapidement que pendant la première décennie des années 2000. Cela signifierait que ces prix se stabiliseront probablement à un niveau plus élevé qu'au tournant du millénaire. En outre, aussi longtemps que se poursuivra la financiarisation des marchés des produits de base, la volatilité des prix pourraient se renforcer et les prix pourraient fluctuer bien plus que ce que les fondamentaux de l'offre et de la demande justifieraient.

C. Une stagnation séculaire ou épisodique ?

Les taux de croissance nettement inférieurs à ceux d'avant la crise qui continuent d'être observés dans de nombreux pays développés, malgré des années de politique monétaire accommodante, une situation financière quelque peu améliorée et un certain assouplissement des programmes de rééquilibrage budgétaire, sont perçus comme la « nouvelle norme », qui définit aujourd'hui l'évolution future des revenus dans les pays développés.

Ce que l'on redoute, c'est que la crise qui s'est déclarée en 2008 ait des effets de longue durée sur le potentiel de croissance des pays développés (Oulton et Sebastiá-Barriel, 2013), pour diverses raisons. L'une d'elles est qu'une crise financière de cette ampleur a forcément pesé sur les bilans d'acteurs économiques très divers – agents privés et publics et secteurs financiers et non financiers, notamment – et qu'elle a généré une surcapacité de production substantielle. En règle générale, ces effets négatifs finissent par se résorber, mais cela peut prendre des années, surtout en l'absence de politiques anticycliques appropriées. Toutefois, cette fois-ci, certains craignent que cette période anormalement longue d'investissements bas et de chômage élevé ne se perpétue et n'affecte durablement les capacités de production et la productivité. Le chômage de longue durée entraîne l'érosion des compétences et de la spécialisation dans certains segments de la force de travail, et lorsque l'investissement vient à manquer, la transmission des nouvelles technologies, qui sont incorporées en grande partie dans les usines et l'équipement, peut également être compromise.

Une autre des conséquences de la crise est peut-être plus subtile : dans la mesure où elle a mis soudainement fin à une période exceptionnelle d'expansion du crédit, qui avait favorisé les bulles d'actifs et stimulé artificiellement la consommation et la croissance, elle a peut-être activé certains facteurs sous-jacents qui tendent à freiner la croissance à long

terme. Ce seraient donc ces facteurs préexistants agissant sur le long terme, et non la crise financière en tant que telle, qui seraient la vraie cause de cette longue période de croissance au ralenti. Les pays développés traverseraient donc une période de « stagnation séculaire » plutôt que de ralentissement cyclique.

Le débat a donc été relancé sur les déterminants de la croissance économique, un débat qui remonte aux économistes de l'école classique, comme Adam Smith, David Ricardo, John Stuart Mill et Karl Marx, dont la pensée a été remise au goût du jour dans la « thèse de la stagnation séculaire » présentée par Alvin Hansen à la fin des années 1930. Les tenants de cette thèse parlent de « reprises anémiques qui s'éteignent peu après leur naissance et de dépressions qui s'auto-renouvellent sans cesse et laissent dans leur sillage un chômage résiduel apparemment impossible à éliminer ». Dans son analyse initiale, Hansen souligne les problèmes du « manque de débouchés pour l'investissement privé » (Hansen, 1939 : 4)¹⁷ sur fond de croissance démographique en baisse, d'inefficacité relative de la politique monétaire et de changements technologiques qui ne parviennent pas à stimuler des apports substantiels de capitaux. Tous ces facteurs ont fini par être neutralisés dans l'après-guerre, grâce surtout à une intervention publique massive – comprenant le recours aux déficits budgétaires – solution que Hansen avait lui-même proposé. Toutefois, la reprise léthargique qui a suivi la crise de 2008, dans laquelle il est possible de déceler des traces de ces mêmes facteurs, a fait resurgir dans le débat public la thèse de la stagnation séculaire.

L'hypothèse de la stagnation séculaire" a été remise au goût du jour en ceci que, depuis la crise, les outils macroéconomiques traditionnels, en particulier la politique monétaire, ont perdu une bonne partie de leur efficacité. Avec le processus de désendettement

amorcé après la crise et des taux d'intérêts déjà proches de zéro, l'expansion monétaire ne s'est pas accompagnée d'une expansion du crédit pour financer les dépenses du secteur privé, mais est plutôt allée alimenter les investissements dans des actifs financiers. Les niveaux d'endettement élevés qui freinent la demande d'investissement sont l'un des arguments avancés pour expliquer les taux de croissance modestes des pays développés, qui devraient persister à l'avenir. Koo (2014) souligne que la détérioration des bilans dans le secteur privé après l'éclatement d'une bulle de l'endettement tend à limiter la capacité à encourager l'investissement dans les activités de production. Selon Lo et Rogoff (2015), la lenteur de la croissance est imputable à la politique budgétaire restrictive adoptée par les gouvernements très endettés, qui ont maintenu d'importants excédents budgétaires primaires pour pouvoir réduire l'endettement public, alors qu'ils auraient pu adopter d'autres politiques. Proposant une autre explication de la stagnation séculaire, Summers (2014a et 2014b) souligne qu'il reste peu de marge pour de nouveaux programmes d'assouplissement monétaire, puisque les taux d'intérêt sont déjà à zéro et ne peuvent plus être réduits, d'autant plus que la principale courroie de transmission permettant à ces programmes d'agir sur l'activité réelle (à travers les prix des actifs et les rendements relatifs des produits financiers) n'a eu qu'un effet d'entraînement indirect sur la propensité à investir des agents économiques.

Dans le débat académique sur l'hypothèse d'une stagnation séculaire, les avis divergent toujours quant à la réalité d'une telle stagnation et, le cas échéant, quant à ses causes à long terme ou structurelles. Selon certains observateurs, le ralentissement de la croissance a été dû à un ensemble de facteurs du côté de l'offre. Selon eux, la force de travail a diminué en raison de la faible croissance démographique et du vieillissement de la population dans les pays développés, et le ralentissement hypothétique de l'innovation technologique freine la croissance de la productivité. En particulier, Gordon (2012), se focalise sur les biens d'équipement ayant un cycle de vie court pour mettre en évidence les différents types d'innovations technologiques dont l'adoption a été plus rapide ces quarante dernières années que de grandes découvertes antérieures (telles que le moteur à vapeur, le moteur à combustion ou l'électricité). Dabla-Norris *et al.* (2015) citent les politiques génératrices de distorsions parmi les facteurs qui, dans les pays développés, ont gêné la

croissance de la productivité au cours des dernières décennies, en particulier dans le secteur agricole et dans celui des services. Les auteurs préconisent des réformes structurelles pour réduire les rigidités sur les marchés des produits. D'ailleurs, certains gouvernements, tout particulièrement dans les pays d'Europe les plus durement frappés par la crise, ont pris des mesures pour rendre les marchés du travail plus flexibles et réduire les prestations sociales, dans le but de remédier aux contraintes du côté de l'offre et d'augmenter ainsi la compétitivité, tout en poursuivant des politiques budgétaires restrictives sur de longues périodes.

D'autres observateurs soutiennent que la stagnation séculaire est due à une faiblesse tendancielle de la demande globale. Pour eux, la principale cause de cette stagnation est l'absence de croissance des revenus du travail. Dans cette optique, la diminution de la part salariale d'environ 10 points de pourcentage dans les pays développés depuis les années 1980 a plombé la demande de consommation financée par les revenus et a, par voie de conséquence, sapé l'investissement privé (*Rapport sur le commerce et le développement, 2012*). Ces effets négatifs de la dégradation de la distribution fonctionnelle du revenu sur la demande ont été aggravés 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. Ces tendances ont été renforcées par le choix de politiques monétaires expansionnistes pour remédier à la contraction de la demande. Mais, loin d'inciter les entreprises à investir dans des activités de production, ces politiques les ont poussées à investir dans des actifs financiers, ce qui a tiré les prix des actifs vers le haut, engendré des bulles des prix des actifs et réparti les revenus de manière encore moins équitables, sans résoudre le problème de la stagnation persistante des revenus de la majorité de la population.

Le débat a essentiellement tourné autour de la question de savoir si la meilleure manière de stimuler l'investissement privé et la croissance de la demande globale est d'effectuer des réformes structurelles agissant sur l'offre ou d'adopter des politiques budgétaires et de soutien des revenus agissant sur la demande. La première démarche est basée sur la conviction que les marchés des produits et du travail par leur manque de flexibilité découragent

les entreprises d'augmenter leurs investissements fixes¹⁸. Cependant, dans la mesure où la stagnation séculaire est en grande partie causée par l'atonie de la demande, ce genre de politique, loin de résoudre le problème, a tendance à l'aggraver. Une autre option est de privilégier une politique des revenus (loi sur le salaire minimum, renforcement des institutions de négociation collective, transferts sociaux, etc.) et les dépenses publiques de manière à pallier les faiblesses, à la fois du côté de la demande et du côté de l'offre¹⁹. C'est exactement ce que permet de faire l'investissement public dans les infrastructures.

Koo (2014) souligne qu'une politique budgétaire expansionniste dans un contexte de fort endettement privé n'est pas inévitablement défavorable ; bien au contraire, comme il est indiqué dans le *Rapport sur le commerce et le développement, 2011*, les effets multiplicateurs positifs des dépenses publiques dans une économie en stagnation ou en récession augmenteraient la production et les recettes fiscales et, par voie de conséquence, stabiliseraient le ratio de la dette publique au PIB. Ce type d'investissement public tend à attirer l'investissement privé dont il est le complément.

En outre, une politique favorable à la hausse des revenus aurait également pour effet d'accroître la demande, puisqu'elle renforce le pouvoir d'achat des segments de la société ayant une forte propension à consommer. Il se crée ainsi des débouchés pour les investissements privés avec des retombées multiples : la hausse des salaires et de l'emploi dans le secteur formel soulage les régimes de retraite, et les ménages peuvent consommer plus sans s'endetter davantage. (Palley, 2015). Il est établi, en outre, que le relèvement des taux d'activité et

d'emploi stimule également la productivité, créant un cercle vertueux de croissance de la demande et de l'offre (McCombie *et al.*, 2002). 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. La coordination internationale aurait un effet multiplicateur sur cette dynamique tout en préservant la viabilité de la balance des paiements (Onaran et Galanis, 2012 ; *Rapport sur le commerce et le développement, 2013*).

Ce débat a des conséquences importantes pour les pays en développement (Mayer, 2015). Une longue période de stagnation dans les pays développés pourrait affaiblir leur demande de produits exportés par les pays en développement, ce qui aurait des effets négatifs tant sur la croissance de la production que sur la productivité de ces pays et finirait par mettre à mal leur balance des paiements. De plus, l'expansion monétaire comme principal moyen de doper la demande, associé à la dérégulation actuelle des mouvements de capitaux, fait converger vers les pays émergents des flux financiers hautement instables dans des ordres de grandeur supérieurs de loin à la capacité d'absorption de ces pays. Les pays en développement doivent être capables d'appliquer des politiques macroéconomiques et prudentielles pour résister aux chocs financiers, faute de quoi ils verront se succéder les bulles des prix des actifs et connaîtront une consommation effrénée financée par l'endettement. La conséquence serait l'effondrement financier et le repli économique qui finiraient par plonger le monde dans une stagnation séculaire. ■

Notes

- 1 Données de *UNCTADstat* au mois de juillet 2015.
- 2 *Financial Times*, « Victim of shale revolution, Nigeria stops exporting oil to US », 2 octobre 2014.
- 3 Voir également *UNCTAD News*, « In 2014, world merchandise exports grew by 0.6 %, while trade in services recorded a 4.2 % global increase », 14 avril 2015.
- 4 Sauf indication contraire, les données relatives au commerce maritime ont été reprises de CNUCED 2015.
- 5 Les prix des boissons tropicales ont fortement augmenté au début de 2014, puis sont restés stables jusqu'à octobre 2014, pour chuter à nouveau pendant les premiers mois de 2015. Ainsi, depuis 2011, les prix de ce groupe de produits affichent une tendance générale à la baisse.
- 6 En fait, les prix du pétrole étaient des plus instables pendant le premier trimestre de 2015. Cette volatilité était très probablement due au fait que l'on ne savait pas avec certitude jusqu'où les prix allaient chuter.
- 7 Bloomberg, « U.S. oil drillers add rigs for second straight week », 10 juillet 2015.
- 8 Voir *Financial Times*, « Iran's return to oil market to weigh on crude prices », 14 juillet 2015 ; et *Financial Times*, « Saudi Arabia's crude oil output hits 10.6m b/d record in June », 13 juillet 2015.
- 9 Voir, par exemple, *Forbes*, « U.S. oil production forecasts continue to increase », 7 mai 2015.
- 10 Voir, par exemple, *Financial Times*, « Grain prices rise as tighter supply looms », 30 juin 2015 ; *Financial Times*, « El Niño hits Asian and African cereal production », 9 juillet 2015.
- 11 Cette diminution des prix a été due à l'augmentation de la production d'aluminium et de zinc en Chine et de l'offre de nickel aux Philippines, ainsi qu'au niveau élevé des stocks de nickel (AIECE, 2015).
- 12 La Chine représente plus de la moitié de la demande mondiale de métaux (Banque mondiale, 2015).
- 13 *Financial Times*, « Chinese fund doubles down on copper short », 12 mai 2015 ; *Financial Times*, « Copper benefits from equity margin calls », 29 juin 2015 ; *Financial Times*, « China's low rates sound death knell for copper carry trade », 3 juillet 2015 ; *Financial Times*, « Copper hit by China equity swings », 6 juillet 2015. Il convient de noter également que l'acquisition de positions courtes sur le cuivre et longue sur les actions chinoises était l'un des six principaux conseils boursiers de Goldman Sachs pour 2014 (voir : <http://www.businessinsider.com/goldman-sachs-top-trades-for-2014-2013-12?op=1>).
- 14 Voir, par exemple, *Financial Times*, « Weak Brazilian real drags down coffee and sugar », 30 mars 2015.
- 15 La répétition de cet exercice pour différents produits de base représentatifs, tels que le pétrole, le cuivre, le blé et le café, confirme que la baisse des prix est moins prononcée en DTS ou en euros lorsque le dollar s'apprécie.
- 16 Cette analyse ne concerne pas le pétrole, car ses perspectives dans la situation actuelle de la production ont été examinées plus haut.
- 17 Voir Backhouse et Boianovsky (2015) pour un examen de l'origine et de l'évolution de la thèse de la stagnation séculaire.
- 18 Au contraire, on a pu observer que les mesures visant à accroître la flexibilité du marché de l'emploi réduisent, en fait, la productivité du travail. (Vergeer et Kleinknecht, 2010 ; Pessoa et van Reenen, 2013).
- 19 Voir Mukhisa Kituyi (2015). Déclaration du Secrétaire général de la CNUCED à la trente-et-unième réunion du Comité monétaire et financier international. 18 avril. Disponible sur : <https://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/index.asp>.

Bibliographie

- AIECE (2015). World trade and commodity prices in 2015-2016. Rapport présenté à la réunion générale de printemps de l'AIECE à Londres, 20 et 21 mai. Association d'instituts européens de conjoncture économique-Working group on commodity prices and foreign trade. Disponible sur : <http://sites.uclouvain.be/aiece/password/WTC-5-2015.pdf>.
- Backhouse RE and Boianovsky M (2015). Secular stagnation : The history of a macroeconomic heresy. Blanqui Lecture, 19th Annual Conference of the European Society for the History of Economic Thought, Rome, 14-16 mai.
- BP (2015). *Statistical Review of World Energy 2015*. British Petroleum, Londres.
- Clarkson Research Services (2015). Shipping Review and Outlook. Printemps. Clarkson Research Services Limited, Londres.
- Dabla-Norris E, Guo S, Haksar V, Kim M, Kochhar K, Wiseman K and Zdzienicka, A (2015). The new normal : A sector-level perspective on productivity trends in advanced economies. Staff Discussion Note No. 15/03, FMI, Washington, DC.
- CEPALC (2015). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*. Santiago, Chile.
- AIE (2015). *Short-Term Energy Outlook*. Washington, DC, United States Energy Information Administration. Juillet.
- Gordon RJ (2012). Is US economic growth over ? Faltering innovation confronts the six headwinds. Working Paper No. 18315, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Hansen AH (1939). Economic progress and declining population growth. *American Economic Review*, 29 (1) : 1-15.
- FMI (2015) : « Marchés des produits de base – évolution et prévisions, axées principalement sur l'investissement sur fond de faiblesse des cours du pétrole ». Dossier spécial dans *Perspectives de l'économie mondiale*, avril, Washington, DC.
- Koo RC (2014). Balance sheet recession is the reason for secular stagnation. Dans : Baldwin R and Teulings C, eds. *Secular Stagnation : Facts, Causes and Cures*. Londres, VoxEU ebook, CEPR Press.
- Lo S and Rogoff K (2015). Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on. Working Paper No. 482, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- Mayer J (2015). How could the South respond to secular stagnation in the North ? Présentation à un atelier sur : « Economic Stagnation and Deflation : Challenges for Japan in Comparative Perspective », School of Oriental and African Studies (SOAS), Londres, 3 et 4 juillet.
- McCombie JSL, Pugno and Soro B (2002). *Productivity Growth and Economic Performance : Essays on Verdoorn's Law*. Londres, Palgrave Macmillan.
- OCDE-FAO (2015). *Perspectives agricoles de l'OCDE et de la FAO, 2015-2024*. Paris et Rome.
- Onaran Ö and Galanis G (2012). Is aggregate demand wage-led or profit-led ? National and global effects. Conditions of Work and Employment Series No. 40, Organisation internationale du travail, Genève.
- Oulton N and Sebastián-Barriol M (2013). Long and short-term effects of the financial crisis on labour productivity, capital and output. Working Paper No. 470, Bank of England, Londres.
- Palley TI (2015). Inequality, the financial crisis and stagnation : Competing stories and why they matter. Working Paper No. 151, Macroeconomic Policy Institute at the Hans Böckler Foundation, Düsseldorf.
- Pessoa JP and van Reenen J (2013). The UK productivity and jobs puzzle : Does the answer lie in labour market flexibility ? Special Paper No. 31, Center for Economic Performance, Londres.
- SNL Metals & Mining (2015). World Exploration Trends 2015. A Special Report from SNL Metals & Mining for the PDAC International Convention. Disponible sur : <http://go.snl.com/rs/snlfinciallc/images/World-Exploration-Trends-WET-Report-2015-English-USletter.pdf>.
- Summers L (2014a). US economic prospects : Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. Keynote address at the National Association for Business Economics Policy Conference, Arlington, VA.

- Summers L (2014b). Reflections on the 'new secular stagnation hypothesis'. Dans : Baldwin R and Teulings C, eds. *Secular Stagnation : Facts, Causes and Cures*. Londres, VoxEU ebook, CEPR Press.
- Tang K and Zhu H (2015). Commodities as collateral. Disponible sur : http://www.bus.umich.edu/ConferenceFiles/2015-Mitsui-Finance-Symposium/files/Zhu_Commodities_as_Collateral.pdf.
- CNUCED (2015). *Étude sur les transports maritimes 2015*. Publications des Nations Unies, Genève (à paraître).
- CNUCED (2011). *Rapport sur le commerce et le développement, 2011. L'économie mondiale après la crise*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.11.II.D.3, New York et Genève.
- CNUCED (2012). *Rapport sur le commerce et le développement, 2012. « Politiques pour une croissance équitable et équilibrée »*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.12.II.D.6, New York et Genève.
- CNUCED (2013). *Rapport sur le commerce et le développement, 2013. S'adapter à la nouvelle dynamique de l'économie mondiale*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.13.II.D.3, New York et Genève.
- CNUCED (2014). *Rapport sur le commerce et le développement, 2014. Gouvernance mondiale et marge d'action pour le développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente E.14.II.D.4, New York et Genève.
- OMT (2015a). *Baromètre OMT du tourisme mondial*, volume 13. Organisation mondiale du tourisme, Madrid, juin.
- OMT (2015b). *Baromètre OMT du tourisme mondial – Annexe statistique*, volume 13. Organisation mondiale du tourisme, Madrid, juin.
- Vergeer R and Kleinknecht A (2010). The impact of labor market deregulation on productivity : A panel data analysis of 19 OECD countries (1960-2004). *Journal of Post Keynesian Economics*, 33 (2) : 371–408.
- Banque mondiale (2015). *Commodity Markets Outlook*. Juillet. Disponible sur : http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1304428586133/GEP2015c_commodity_Jul2015.pdf.
- Zhang M and Balding C (2015). Carry trade dynamics under capital controls : The case of China. Disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=2623794>.

Annexe au chapitre I

EST-CE LA FIN DE LA FINANCIARISATION DES MARCHÉS DES PRODUITS DE BASE ?

La financiarisation des marchés des produits de base se réfère au fait que ces produits sont devenus une classe d'actifs faisant partie du portefeuille des investisseurs, à l'instar des actions et des obligations. Bien que le débat sur la financiarisation ne soit pas clos, de nombreuses analyses portent d'ores et déjà à conclure que la dynamique des prix des produits de base a beaucoup changé depuis le début des années 2000 et que cette évolution a été associée à une augmentation considérable des positions des investisseurs financiers sur les marchés de ces produits et à des changements dans la composition de ces positions (*Rapports sur le commerce et le développement*, éditions de 2009 et 2011 ; CNUCED, 2011).

S'agissant des positions financières sur les marchés de produits de base, des données pour la période écoulée depuis 2006 montrent que le total des actifs sous gestion liés aux produits de base est monté en flèche avant la crise financière mondiale et pendant la période 2009-2011. Ces actifs ont atteint un pic de près de 450 milliards de dollars pendant la première moitié de 2011 et, malgré un certain repli, se chiffraient encore à plus de 420 milliards de dollars en janvier 2013 et à environ 270 milliards de dollars en mai 2015. S'il est vrai qu'ils ont fortement chuté, les actifs sous gestion sont à un niveau proche du pic d'avant la crise de la mi-2008 (graphique 1.A.1).

Le repli de l'ensemble des positions sur les actifs en gestion entre le début de 2013 et le milieu de 2015 s'explique par l'action conjuguée de deux facteurs. En premier lieu, les positions sur les produits négociés en bourse liés à des produits de base (contrats à terme et options des fonds spéculatifs, par

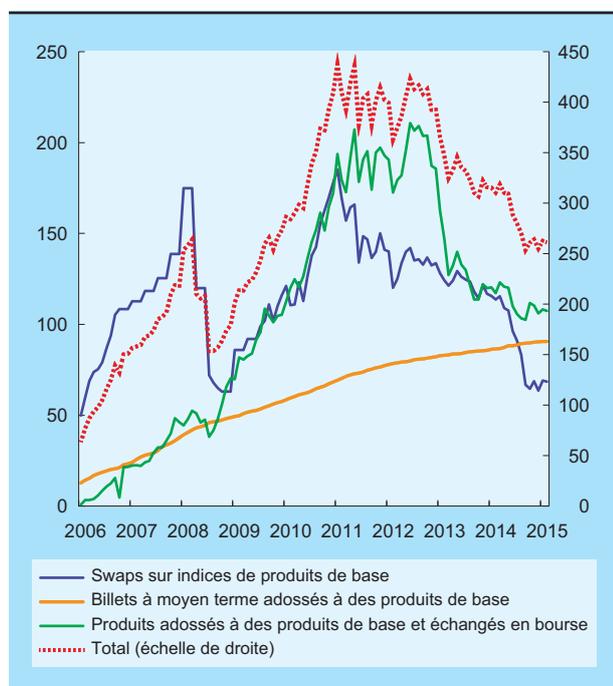
exemple) ont plongé de près de 40 % entre janvier et juin 2013. Cette période coïncide d'ailleurs avec le troisième cycle de la politique d'assouplissement quantitatif engagé par la Réserve fédérale des États-Unis en septembre 2012 et l'annonce faite par cette dernière en juin 2013 qu'elle commencerait plus tard dans l'année un retrait graduel de cette politique. C'est également pendant le dernier trimestre de 2012 qu'a débuté la hausse rapide de l'indice boursier S&P 500, qui a dépassé les pics précédents, bénéficiant peut-être de la reconfiguration des portefeuilles financiers au détriment des produits de base et en faveur des actifs financiers. En second lieu, les positions sur les investissements passifs sur indices ont reculé tout autant pendant la deuxième moitié de 2014, pour toucher ensuite le fond à environ 70 milliards de dollars pendant le premier semestre de 2015. Étant donné le poids considérable des produits énergétiques dans la plupart des indices des produits de base, ce mouvement a été associé à celui des cours du pétrole et reflétait probablement l'accroissement ininterrompu de l'offre de pétrole dans le contexte d'une croissance timide de la demande globale et de la décision de l'OPEP de ne pas réduire la production pour endiguer la chute des prix¹.

Il faut également mentionner que depuis le milieu de 2011, les positions sur les produits adossés à des produits de base et échangés en bourse sont restées plus élevées que les positions sur les swaps sur indices de produits de base, et souvent de beaucoup. C'est peut-être une indication que les produits de base sont maintenant considérés comme des placements opportunistes à court terme, plutôt que comme les investissements à long terme qu'ils étaient probablement avant l'éclatement de la crise

Graphique 1.A.1

ACTIFS SOUS GESTION LIÉS À DES PRODUITS DE BASE, AVRIL 2006-MAI 2015

(En milliards de dollars)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, à partir de Barclays Research.

financière, lorsque les investissements sur indices représentaient la plus grande partie des actifs sous gestion. En effet, la rentabilité de ces investissements dépend essentiellement de l'absence d'une corrélation étroite avec la rentabilité d'autres actifs financiers. Mais, elle dépend aussi d'une hausse tendancielle des prix au comptant des produits de base pouvant être induite, par exemple, par une croissance rapide dans des pays grands consommateurs de produits de base et/ou par une situation de déport, c'est-à-dire en présence d'une courbe descendante des contrats à terme, lorsque les investisseurs sur indices enregistrent des rendements positifs et réalisent un bénéfice sur leurs positions, même si les prix au comptant n'augmentent pas (*Rapports sur le commerce et le développement*, éditions de 2009 et 2011)². La forte augmentation des positions sur placements indiciels entre 2006 et le début de la crise au milieu de 2008 s'est accompagnée d'une hausse rapide des prix au comptant des produits de base. Le prix au comptant des produits de base a

fortement augmenté entre la mi-2009 et la mi-2011 également, époque où la croissance des grands pays en développement, en particulier la Chine, se poursuivait au même rythme soutenu. Depuis lors, cependant, la croissance des pays en développement a ralenti, les produits de base se sont avérés étroitement liés à d'autres classes d'actifs (voir ci-après) et les prix des produits de base ont chuté. Ce revirement de fortune s'est soldé par des rendements négatifs importants pour les investisseurs sur indices et explique probablement en grande partie pourquoi les investissements sur indices liés aux produits de base se sont repliés depuis 2011 et, plus particulièrement, pourquoi ce repli s'est accéléré pendant le second semestre de 2014³.

Un autre des facteurs qui ont vraisemblablement causé le recul des actifs sous gestion, surtout les investissements sur indices, a été le renforcement de la corrélation entre les produits de base et d'autres actifs financiers. Cette corrélation était devenue de plus en plus étroite entre le début des années 2000 et 2008 et s'est particulièrement renforcée pendant la période 2008-2013. Alors que la corrélation entre les rendements sur les produits de base et ceux d'autres actifs financiers a diminué entre la mi-2013 et la mi-2014, la corrélation avec les marchés des actions s'est stabilisée plus ou moins au même niveau qu'avant la crise et la corrélation avec le dollar s'est resserrée de nouveau depuis le début de 2015 (voir le graphique 1.A.2). Il est possible que ce dernier phénomène reflète principalement la stabilisation du taux de change du dollar à un moment où l'on s'attendait de moins en moins au type d'augmentation imminente des taux d'intérêt par la Réserve fédérale des États-Unis qui avait conduit à l'appréciation du dollar entre la mi-2014 et le début de 2015.

Le renforcement de la corrélation entre les produits de base et d'autres actifs financiers, qui a commencé au début des années 2000 et s'est accentué pendant la période 2008-2013, peut être attribué à la nouvelle dynamique des prix sur les marchés à terme des produits de base. Comme le montre l'analyse détaillée présentée dans les *Rapports sur le commerce et le développement 2009* et *2011*, la financiarisation des marchés de produits de base repose essentiellement sur deux mécanismes économiques⁴. En premier lieu, selon la théorie du partage des risques, les investisseurs financiers qui acquièrent des positions longues sur ces marchés fournissent des liquidités, répondent au besoin de

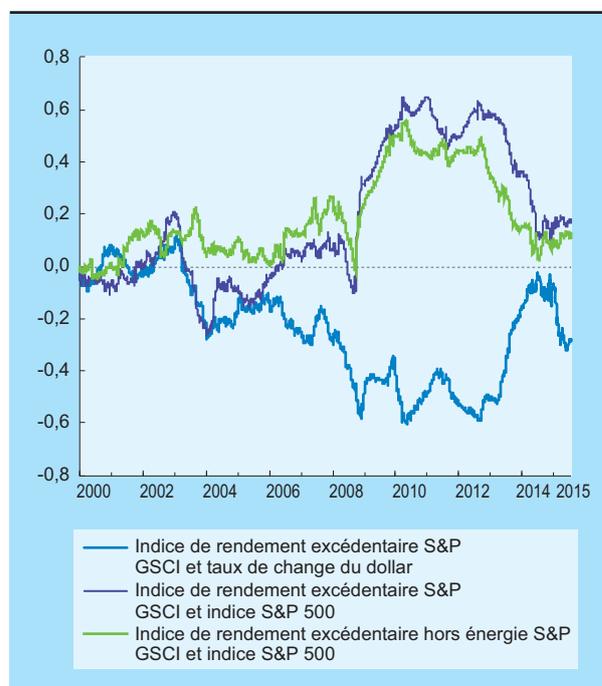
couvrir les risques et améliorent le partage des risques. Toutefois, leur stratégie boursière est basée sur leurs propres besoins, lesquels sont déterminés sur les marchés financiers. Ils ont donc tendance à accumuler et à dénouer leurs positions sur les marchés de produits de base au gré de l'évolution des cours ou des changements dans la perception des risques sur les marchés d'autres actifs. Lorsqu'ils le font, par exemple pour obtenir les sommes dont ils ont besoin pour payer les appels de marges sur les marchés des actions, ils consomment des liquidités et empêchent le partage des risques sur les marchés des produits de base⁵.

En second lieu, les investisseurs financiers ont tendance à réagir à des rumeurs qui émanent des marchés financiers et « parasitent » les échanges boursiers (c'est-à-dire que les transactions ne reposent plus sur les fondamentaux du marché). Ces rumeurs jouent un rôle encore plus grand quand les investisseurs financiers n'ont pas tous les mêmes anticipations, et se livrent, de ce fait, à des paris spéculatifs les uns contre les autres. Ce rôle est amplifié quand les activités les plus profitables procèdent de comportements grégaires (c'est-à-dire que les investisseurs suivent la tendance des prix pendant un certain temps puis dénouent leurs positions juste avant le reste du troupeau) et quand le fait de se dissocier du consensus, même si c'est justifié par des informations fiables sur les fondamentaux, peut conduire à des pertes importantes. Fait plus important encore, les acteurs du marché qui s'intéressent aux produits physiques interviennent souvent sur la base d'informations incomplètes⁶ sur les chocs affectant la demande et l'offre globales et sur les variations des stocks, informations qui manquent souvent de transparence. Ils ne peuvent donc pas distinguer les mouvements de prix résultant des transactions des investisseurs financiers de ceux qui sont dus à une modification des fondamentaux. Le « troupeau » acquiert ainsi un pouvoir de marché lui permettant d'orienter les prix dans le sens désiré, les faisant évoluer parfois de façon excessive.

Le renforcement de la corrélation entre les marchés des produits de base et les autres marchés financiers est venu contredire l'argument selon lequel investir dans les produits de base est une bonne stratégie de diversification des portefeuilles. Cet argument se fondait sur des données couvrant la période 1959-2004 indiquant que les placements dans les produits de base rapportaient plus ou moins autant

Graphique 1.A.2

CORRÉLATION ENTRE LES INDICES DES PRODUITS DE BASE, LES INDICES BOURSIERS ET LE TAUX DE CHANGE DU DOLLAR, 2000-2015



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED à partir de Thomson Reuters datastream.

Note : Les données reflètent les corrélations du glissement annuel des rendements des indices respectifs sur une base quotidienne.

que d'autres classes d'actifs mais étaient faiblement ou négativement corrélés avec les rendements sur les marchés des actions et des obligations (Gorton et Rouwenhorst, 2004). La question a été largement débattue dans les médias et il est généralement admis que c'est cette thèse qui est à l'origine du boom de l'investissement dans les produits dérivés adossés aux produits de base, en ce qui a trait, en particulier, aux positions sur des investissements sur indices à des fins de diversification. À la suite d'une mise à jour de cette analyse, certains ont fait valoir récemment que les investissements dans des produits de base répondent toujours à un besoin de diversification et que l'hypothèse de la financiarisation n'a jamais été valable, pour deux raisons essentielles (Bhardwaj *et al.*, 2015). La première est que, selon les auteurs, la composition des positions ouvertes sur les marchés des produits de base est restée relativement stable même si ces positions ont doublé entre 2004 et 2014 ;

ils fondent cette observation sur une agrégation des positions sur 27 produits de base. Toutefois, il est possible que cette agrégation ait créé un biais dans l'analyse. Des données concernant le pétrole, le produit de base qui fait l'objet du plus grand nombre de transactions et dont les variations des cours sont largement reconnues comme influant sur les prix des produits agricoles (graphique 1.A.3), montrent que la part des opérateurs sur swaps (la variable de substitution habituellement utilisée pour représenter

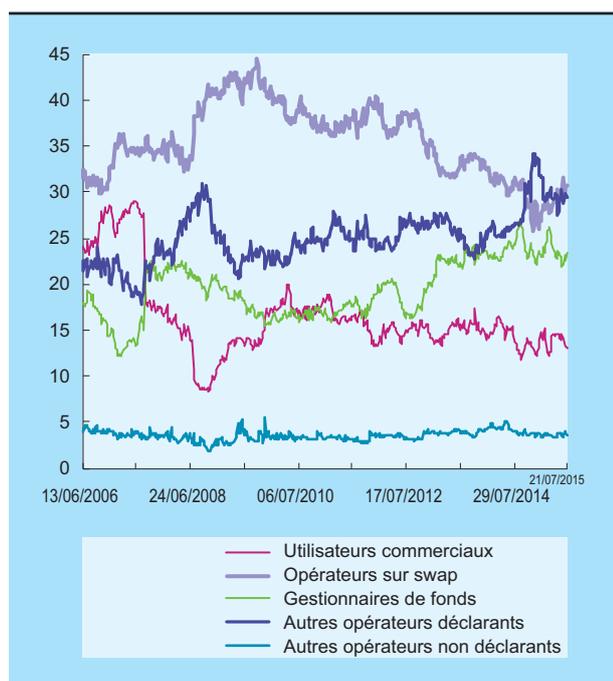
les investissements sur indices) a considérablement augmenté entre le milieu de 2008 et le début de 2010, pour ensuite décroître sans cesse jusqu'à la fin de 2014, et que la part des gestionnaires de portefeuilles (comme les fonds spéculatifs) a augmenté depuis la mi-2012. Le graphique 1.A.3 montre également que la part d'autres déclarants est montée en flèche à chaque fluctuation importante des cours du pétrole (à savoir en 2008 et entre le troisième trimestre de 2014 et le premier trimestre de 2015) et que la part des utilisateurs commerciaux (notamment les producteurs, les négociants et les utilisateurs) a fortement chuté en 2007-2008, et, après s'être quelque peu redressée, est repartie à la baisse depuis 2010. Il y a donc peu de raisons de conclure que les parts de marché de différentes catégories d'intervenants soient restées stables. Qui plus est, il est difficile de classer ces intervenants dans telle ou telle catégorie, car un opérateur en bourse n'adopte pas toujours la même stratégie d'investissement. En particulier, la distinction entre utilisateur commercial et investisseur financier est de plus en plus floue, en partie parce que les maisons de négoce se sont peu à peu lancées dans des activités financières (pour une analyse plus détaillée voir, Nations Unies, 2013, encadré II.2). On est donc amené à s'interroger sur l'intérêt des données citées par Bhardwaj *et al.* (2015), même à supposer qu'elles ne soient pas biaisées⁷.

Un deuxième argument avancé contre l'hypothèse de la financiarisation est que le renforcement de la corrélation entre les rendements des produits de base et ceux d'autres classes d'actifs n'était qu'un phénomène temporaire lié à la crise financière (Bhardwaj *et al.*, 2015). Cependant, comme on l'a vu plus haut et comme il a été expliqué dans le *Rapport sur le commerce et le développement 2011*, l'augmentation temporaire de ces corrélations durant la crise peut être largement attribuée à la succession de mesures d'assouplissement monétaire prises par la Réserve fédérale des États-Unis, mesures qui sont venues accentuer les corrélations entre les différents marchés et ajouter un second changement de tendance de la corrélation à celui qui s'était déjà produit au début des années 2000. Par conséquent, comme l'a souligné la CNUCED (*Rapport sur le commerce et le développement 2011* : 132 et 133), « un resserrement des conditions monétaires [aux États-Unis] aurait éliminé simplement la source du second changement de tendance de la corrélation entre les marchés, mais selon toute probabilité sans arrêter complètement la

Graphique 1.A.3

**COMPOSITION DES POSITIONS
OUVERTES TOTALES SUR LE PÉTROLE
BRUT SUR LE NYMEX, PAR CATÉGORIE
D'OPÉRATEURS, 2006-2015**

(En pourcentage)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED à partir des *Commitment of Traders Reports* publiés par la United States Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

Note : La CFTC publie des données désagrégées concernant les positions longues et courtes pour les utilisateurs commerciaux, les opérateurs sur swap, les gestionnaires de fonds et d'autres opérateurs déclarants, ainsi que les positions mixtes de ces trois catégories d'opérateurs. Le total des positions ouvertes correspond à la somme de toutes ces positions et des positions des opérateurs non déclarants. Comme dans Bhardwaj *et al.* (2015), les données présentées ici montrent la position totale brute pour chaque catégorie (les positions longues, plus les positions courtes, plus deux fois les positions mixtes) en pourcentage du double de la position ouverte.

financiarisation des marchés de produits de base, ni ramener les corrélations entre les marchés au point où elles se situaient à la fin des années 1990 ».

En définitive, il n'y a aucune raison de supposer que les mécanismes économiques qui sont à l'origine de la financiarisation des marchés des produits de base et ont soumis ces marchés à la logique des

marchés financiers plutôt qu'à celle d'un marché de marchandises normal ont cessé d'exister. Les données empiriques relatives aux investissements sur les marchés des produits de base ou l'évolution des corrélations entre les rendements sur les différents marchés d'actifs, ne permettent pas non plus de conclure que les marchés des produits de base se sont « définanciarisés ». ■

Notes

- 1 Les données indiquent également une augmentation constante des émissions de billets à moyen terme (c'est-à-dire les instruments de financement de la dette des entreprises adossés à des produits de base). Cela s'explique peut-être, du moins en partie, par l'augmentation de l'exposition à la dette dans le secteur de l'énergie, dans lequel le fardeau de la dette est passé de 1 000 milliards de dollars en 2006 à 2 500 milliards de dollars en 2014 (Domanski *et al.*, 2015). Les émetteurs de ces billets se protègent généralement en prenant des positions longues sur les marchés à terme. Il a été constaté que les prix des produits de base sous-jacents augmentent lorsque des notes de ce genre sont émises et diminuent à la date à laquelle ils arrivent à échéance (Henderson *et al.*, à paraître), ce qui porte à conclure que l'émission de ces billets sont l'une des causes de la volatilité des prix des produits de base, cause qui n'est pas liée à l'évolution des fondamentaux du marché.
- 2 Selon la « théorie des pressions de la couverture du risque », une telle situation de report est « normale », car les producteurs de produits de base doivent offrir une prime aux spéculateurs pour que ceux-ci acceptent d'assumer le risque-prix inhérent aux opérations de couverture d'actifs. C'est également l'un des aspects fondamentaux de la segmentation (partielle) traditionnelle des marchés des produits de base par rapport aux marchés financiers plus diversifiés, car les consommateurs de produits de base sont rarement disposés à s'engager directement dans des opérations de couverture de risque avec les différents producteurs. En effet, les consommateurs sont confrontés à des risques sur une multiplicité de produits de base et ne sont pas prêts à assumer les coûts fixes associés à la couverture des risques pour des marchés de produits de base multiples. Pour autant, sur la foi de données empiriques, il semblerait bien que les marchés de produits de base ne soient pas toujours en situation de déport et qu'il est donc crucial de bien capter les phases de déport pour assurer la rentabilité des placements indiciaires sur ces marchés. (Basu et Miffre, 2013).
- 3 Par exemple, la valeur de l'indice de rendement global S&P pour les produits de base représentait seulement 90 % de ce qu'elle était en 2011, chiffre qui a ensuite chuté à 50 % à peine au début de 2015, pour rebondir ensuite légèrement pendant le premier semestre de 2015. Le rendement global d'un contrat à terme adossé à des produits de base est la somme des variations du prix au comptant, du rendement du sous-jacent et du rendement de la garantie. Puisque ce dernier est fonction des taux d'intérêt, il n'est pas surprenant que les périodes d'assouplissement quantitatif se soient caractérisées par de faibles rendements des indices de rendement global. Dans le graphique 1.A.2, les indices de rendement excédentaire incluent uniquement ces deux premiers types de rendement, mais pas le rendement de la garantie.
- 4 La théorie du stockage met en avant un troisième mécanisme, à savoir que le niveau des stocks augmente inévitablement lorsque les investisseurs tirent vers le haut les cours futurs, puisque l'augmentation des cours donne lieu à un « rendement de détention » sur le produit physique qui a été stocké, et incite à augmenter ces stocks, réduisant ainsi l'offre disponible pour la consommation dans l'immédiat et augmentant, de ce fait, les prix au comptant. Ce « rendement de détention » dépend des coûts de stockage et de financement et réagit donc fortement au niveau des taux d'intérêt nominaux. Comme l'indique l'analyse présentée dans le *Rapport sur le commerce et le développement 2009*, cette théorie suppose une transparence parfaite des marchés physiques et une diffusion à l'échelle mondiale de

- toutes les informations concernant les stocks détenus, ce qui n'est généralement pas le cas.
- 5 Les effets directs des investissements financiers sur les prix des produits de base, dans le contexte de la théorie du partage des risques, ont surtout été évalués en effectuant des tests de causalité de Granger sur de longues périodes. Ces tests ont offert peu d'éléments permettant de conclure que les investissements financiers ont des incidences directes sur les prix des produits de base (Sanders et Irwin, 2011). Toutefois, cette stratégie de recherche part de l'hypothèse que les signaux des marchés financiers poussent les investisseurs financiers à aller à l'encontre des signaux émanant des marchés des produits de base et à consommer sans cesse des liquidités. Ce n'est pas le cas, surtout dans les périodes où, se fondant sur les profils risques-rendements sur d'autres marchés d'actifs, les investisseurs financiers ont été amenés à apporter des liquidités aux marchés des produits de base et à améliorer le partage des risques. Par conséquent, lorsque les tests de causalité de Granger portent sur des périodes spécifiques plus courtes, cet impact direct des investisseurs financiers devient plus évident (Mayer, 2012).
 - 6 En fait, c'est la fonction même des bourses de commerce de centraliser des informations éparses et de faciliter la détermination des prix.
 - 7 S'agissant de l'argument de ces auteurs selon lequel l'investissement sur indices demeure une stratégie valable de diversification des portefeuilles, il n'est pas inutile de rappeler que Bhardwaj est « un chercheur chez SummerHaven, une société de placements valant 1,4 milliard de dollars spécialisée dans les produits de base, qui compte également le Professeur Rouwenhorst parmi ses partenaires » (voir, *Financial Times*, « Investment : revaluing commodities », 4 juin 2015).

Bibliographie

- Basu D and Miffre J (2013). Capturing the risk premium of commodity futures : The role of hedging pressure. *Journal of Banking and Finance*, 37(7) : 2652–2664.
- Bhardwaj G., Gorton G. and Rouwenhorst KG (2015). Facts and fantasies about commodity futures ten years later. Working Paper No. 21243, National Bureau of Economic Research, (NBER), Cambridge, MA.
- Domanski D, Kearns J, Lombardi M and Shin HS (2015). Oil and debt. *BIS Quarterly Review*, mars, Bâle : 55–65.
- Gorton G and Rouwenhorst KG (2004). Facts and fantasies about commodity futures. Working Paper No. 0595, NBER, Cambridge, MA.
- Henderson BJ, Pearson ND and Wang L (à paraître). New evidence on the financialization of commodity markets. *Review of Financial Studies*. Disponible sur : <http://rfs.oxfordjournals.org/content/early/2014/12/25/rfs.hhu091.short?rss=1>.
- Mayer J. (2012). The growing financialisation of commodity markets : Divergences between index investors and money managers. *Journal of Development Studies*, 48(6) : 751–767.
- Sanders D and Irwin S (2011). The impact of index funds in commodity futures markets : A systems approach. *Journal of Alternative Investments*, 14(1) : 40–49.
- CNUCED (2011). *Price Formation in Financialized Commodity Markets : The Role of Information*. New York et Genève, Nations Unies.
- CNUCED (*Rapport sur le commerce et le développement 2009*). *Faire face à la crise mondiale – Atténuation des changements climatiques et développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F. 09.II.D.16, New York et Genève.
- CNUCED (*Rapport sur le commerce et le développement 2011*). *L'économie mondiale après la crise*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.11.II.D.3, New York et Genève.
- Nations Unies (2013). *Situation et perspectives de l'économie mondiale 2013*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.13.II.C.2, New York.

FINANCIARISATION ET MALAISE MACROÉCONOMIQUE

A. Introduction

L'influence grandissante des marchés financiers et des institutions financières, désignée par le terme « financiarisation », touche la production et la distribution de la richesse (CNUCED, 2011). Par conséquent, l'intégration croissante des pays en développement ou en transition au système financier mondial et l'accélération des entrées de capitaux dans ces pays depuis le début du millénaire ont été au cœur du débat sur les liens existant entre les politiques d'ouverture, l'expansion des circuits financiers et le développement. Une plus grande intégration financière pourrait améliorer l'accès au financement extérieur pour le développement. Toutefois, l'argument développé dans le présent chapitre est que pour la plupart des pays en développement ou en transition, l'intégration au marché financier mondial n'a été que très faiblement liée au développement à long terme. Ce lien a été mis à mal ces dernières années par la surabondance de liquidités créée par les banques centrales des pays développés. S'il est vrai qu'au cours de la dernière décennie, plusieurs pays en développement ou en transition ont affiché une forte croissance et des comptes courants excédentaires (ou moins déficitaires), qui leur ont permis de constituer, collectivement, d'importantes réserves d'avoirs extérieurs, le fait pour eux de s'être ouverts davantage aux flux de plus en plus importants et instables de capitaux internationaux,

surtout de capitaux spéculatifs à court terme, les a exposés au risque de cycles d'expansion-récession¹. Le présent chapitre contient une analyse détaillée des conséquences macroéconomiques de ces risques.

Les entrées de capitaux dans les pays en développement ou en transition depuis la crise de 2008-2009 résultent de la configuration préexistante de certains facteurs macroéconomiques, qui ont fait pour la première fois leur apparition dans de nombreux pays au début des années 1980, à savoir la détérioration tendancielle de la part salariale mondiale et la réduction des dépenses publiques dans les pays développés, qui ont contribué au tassement de la demande mondiale. La croissance dans le monde s'est appuyée principalement sur l'augmentation des liquidités et la forte expansion du crédit et des actifs. Après la crise, les politiques d'assouplissement quantitatif adoptées par les pays développés, conjuguées – après un bref épisode expansionniste – à l'austérité budgétaire ont largement perpétué ces tendances². Les investisseurs internationaux se sont tournés vers les pays en développement ou en transition, qui promettaient de meilleurs rendements et pour lesquels le risque perçu était plus faible que par le passé. Toutefois, une proportion de plus en plus importante des flux financiers ainsi investis dans ces pays était composée de capitaux à court

terme et à caractère spéculatif, rappelant déjà par leur instabilité, les conditions observées avant les crises financières dans un certain nombre de pays en développement ou en transition dans les années 1980 et 1990.

Le présent chapitre commence par un examen de la financiarisation dans l'ensemble des pays en développement ou en transition et met en lumière la relation entre les flux de capitaux et les paiements au titre du revenu des facteurs, ainsi que les pressions ainsi exercées sur les balances commerciales. Le fait que les taux de rendement globaux aient été plus élevés sur les passifs des pays en développement ou en transition que sur leurs actifs est un aspect souvent méconnu et potentiellement problématique de cette relation. Au vu des facteurs en jeu, il apparaît que les comptes courants suivent des tendances insoutenables, ce qui aggrave la fragilité financière. En outre, dans le contexte actuel caractérisé par une reprise léthargique qui exige le renforcement de la demande globale, surtout par les pays excédentaires, il ne sert à rien, du point de vue du bien-être global, de faire peser sur le compte courant les mesures visant à atténuer l'impact de la baisse des revenus nets des facteurs.

Le présent chapitre propose ensuite une analyse des conséquences de la financiarisation pour la politique macroéconomique. L'argument avancé est que les entrées de capitaux en quantités excessives modifient les prix et influent sur les politiques d'une façon qui compromet les chances de croissance et de développement durables. Avec la libéralisation totale du compte de capital, les autorités monétaires sont plus exposées aux pressions et aux attentes de la finance internationale. En particulier, les entrées massives de capitaux créent des pressions en faveur d'une appréciation de la monnaie, une situation qui est d'autant plus difficile que bon nombre de pays se sont engagés à maintenir des taux d'inflation extrêmement bas, la lutte contre l'inflation étant devenue un objectif en soi. Le champ de la politique budgétaire est à son tour restreint par la nécessité de rester dans les bonnes grâces du secteur financier, ce qui décourage toute intervention visant à influencer tant sur les dépenses et que sur les revenus. En conséquence, l'environnement macroéconomique a tendance à être déflationniste sur fond de fragilités structurelles au niveau des systèmes financiers et des investissements productifs. Tout ceci freine à la

fois la croissance d'une demande globale robuste et l'expansion des capacités de production.

Les répercussions prévisibles de ces fragilités sur la demande intérieure globale sont ensuite examinées à partir d'un historique de plusieurs crises financières, mettant en lumière le lien existant entre les grandes poussées spéculatives, la prise de risque par le secteur privé et les pertes qui s'ensuivent pour le secteur public. Ces pertes tiennent au fait que les gouvernements finissent toujours par assumer les risques et les coûts de la spéculation privée et des carences de l'appareil de production. Les sources intérieures et extérieures de la croissance économique sont ensuite présentées en juxtaposition dans un cadre stylisé plus large, qui fait ressortir le parallèle existant entre les conditions d'hier et d'aujourd'hui.

Le chapitre s'achève par l'examen d'un certain nombre de mesures que les pays en développement pourraient envisager face à ces vulnérabilités. Ces mesures viseraient à mieux gérer la financiarisation et ses effets macroéconomiques et à renforcer le lien entre les politiques budgétaires et financières et les objectifs de développement. Une réglementation financière nationale solide doit être au cœur de toute action visant à mobiliser des financements internationaux. À une gestion des entrées de capitaux et de la balance des paiements uniquement axée sur des taux d'intérêt élevés et des objectifs d'inflation très faible, il faut préférer l'alliance judicieuse d'un contrôle des mouvements de capitaux et d'un encadrement des taux de change, et surveiller le montant et la composition des entrées de capitaux afin de préserver l'accès aux financements extérieurs tout en encourageant les investissements intérieurs. 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. Cependant, vu l'étendue de la financiarisation et l'ampleur des flux mondiaux de capitaux, cette gestion macroéconomique nationale devra être complétée par des mesures mondiales qui jugulent les flux financiers spéculatifs. Un soutien régional pourrait, en outre, être assuré au moyen de dispositifs d'aide au crédit plus solides, comme des fonds de réserves communs. La coordination des politiques devrait également s'étendre à la gestion macroéconomique intérieure. Enfin, ces mesures auront plus de chance de réussir si elles sont appliquées au niveau régional, puis mondial.

B. Les défis de l'expansion des liquidités dans le monde

1. L'expansion des liquidités avant et après crise

La faiblesse de la demande globale est un problème fondamental, qui a été causé par la Grande récession et dont la solution se fait attendre. C'est dû en partie au fait que le lien entre la finance, d'une part, et la création de revenus durables et la dépense, de l'autre, n'a toujours pas été rétabli. Pendant la période de formation de la crise financière de 2008-2009, la demande effective dans les principales économies ne reposait pas sur une croissance solide des revenus salariaux, principal moteur de la demande des ménages, pas plus qu'elle n'était soutenue par l'augmentation des dépenses publiques. À partir des années 1990, les politiques budgétaires dans la plupart des grandes économies se sont limitées à lisser les ajustements à la baisse ou à s'y soumettre. Les États-Unis y ont fait exception entre 2001 et 2004, période pendant laquelle des injections budgétaires massives ont aidé à remettre l'économie sur pied après l'éclatement de la bulle Internet. En l'absence de ces deux principaux moteurs de croissance, le PIB n'a pu progresser que grâce à la création de liquidités, d'abord par les autorités monétaires, puis par des établissements financiers privés (voir le chapitre III). Dans certaines des grandes économies, cela a réussi à doper la demande par le biais de l'appréciation des actifs et de l'endettement, encourageant une consommation effrénée et le gonflement des investissements privés. D'autres économies ont été plutôt tirées par la demande nette d'exportation. Cette configuration périlleuse de la finance et de la demande était sans le moindre rapport avec un souci de promouvoir le crédit au service de la production et de la création d'emplois.

De même, dans la reprise qui a suivi la crise de 2008-2009, la tendance à la détérioration continue de la part salariale observée dans beaucoup de pays à partir des années 1980 ne s'est pas inversée et a même été aggravée par une préférence pour l'austérité budgétaire dans la plupart des pays développées, après le bref épisode expansionniste de 2009-2010. Ainsi, la reprise ne pouvait dépendre presque exclusivement que de nouvelles injections de liquidités. Toutefois, certaines différences importantes entre les périodes d'avant et d'après la crise aident à expliquer l'évolution récente de la croissance et des finances dans l'ensemble de l'économie mondiale.

La première et la plus évidente de ces différences est qu'après la crise, les déficits publics se sont creusés dans les pays développés, pendant inévitable des ajustements sans précédent opérés dans les bilans des banques, des entreprises et des ménages. La deuxième différence est que cette fois, la création de liquidités a été le fait des banques centrales, alors qu'avant la crise, les liquidités avaient été créées par l'emploi excessif de l'effet de levier dans le secteur bancaire privé (et parallèle)³. La troisième différence, qui découle des deux premières, est que l'expansion des liquidités a été le fait des secteurs financiers sous la forme d'actifs de portefeuille, y compris dans les pays en développement, et était essentiellement déconnecté de l'économie réelle⁴.

On l'a vu clairement avec le renforcement de la corrélation entre les marchés mondiaux des actions, des produits de base et des changes au début des années 2000 (*Rapport sur le commerce et le développement 2011*, CNUCED 2012a). L'allocation des portefeuilles entre les marchés des actions et des changes a surtout obéi à des stratégies basées sur la perception des risques (« risk-on/risk-off »),

alors que les investissements dans les produits de base ont été motivés par les avantages perçus de la diversification, rendant encore plus faible le lien entre les prix des actifs et la performance des sous-jacents réels, surtout entre la mi-2008 et la mi-2013. C'est ce qui explique, en partie, l'instabilité accrue sur tous les marchés. Depuis 2013, les fondamentaux ont un pouvoir explicatif plus important en ce qui concerne les fluctuations des prix de la plupart des produits de base (voir le chapitre I). Dans ce contexte, l'importance variable des facteurs intervenant dans la formation des prix sur les marchés réel, financier et des changes explique, dans une grande mesure, pourquoi les politiques n'ont pas réussi à améliorer la performance de l'économie réelle ou à amortir les chocs extérieurs.

Les résultats économiques des pays en développement ou en transition, avant et immédiatement après la crise, se sont généralement caractérisés par une demande intérieure favorable et des exportations solides. En tant que groupe, ils ont également connu une plus grande stabilité financière intérieure que les pays développés, malgré la libéralisation accrue des flux financiers et une politique d'ouverture qui a permis une présence plus importante des banques étrangères et des investisseurs étrangers sur leurs marchés intérieurs. Toutefois, les marchés financiers intérieurs des pays en développement ou en transition n'étant pas suffisamment réglementés, la financiarisation mondiale a rendu ces pays encore plus vulnérables aux conséquences des cycles expansion-récession des entrées de capitaux, comme l'indiquent des éditions antérieures du *Rapport sur le commerce et le développement* et d'autres études (Akyüz, 2008 and 2011). L'exposition à tout choc induit par des cycles financiers extérieurs pourrait rapidement affaiblir la demande intérieure dans plusieurs pays en développement ou en transition, avec des répercussions possibles sur la stabilité de l'économie mondiale.

En Chine, où la politique de stérilisation monétaire et l'accumulation de réserves ont largement atténué l'impact des entrées de capitaux, le surendettement des secteurs liés au boom de la construction inquiète de plus en plus les décideurs (Chandrasekhar and Ghosh, 2015 ; Magnus, 2014)⁵. Bien qu'un ralentissement de l'investissement soit à prévoir, s'il devait coïncider avec une forte baisse de la construction de logements et d'infrastructures, les

importants flux financiers de capitaux à court terme et d'actions pourraient s'inverser (comme on l'explique ci-après). Dans d'autres pays en développement ou en transition, des politiques axées sur une plus grande inclusion sociale ont été relativement efficaces et ont permis de soutenir la demande intérieure, grâce notamment à des mesures budgétaires anticycliques, à la promotion de plans stratégiques visant à diversifier (avec un succès limité) les exportations au lieu d'exporter essentiellement des produits de base, à une meilleure répartition des gains dérivés de l'extraction des matières premières à travers la société et à l'atténuation des effets des afflux excessifs de capitaux par, en accumulant des réserves ou en instituant différentes formes de contrôle des capitaux. Il n'en demeure pas moins, toutefois, que ces mesures pourraient s'avérer insuffisantes, quant à leur portée et leurs effets, face aux marchés financiers mondiaux dont la taille est telle qu'ils exercent une influence considérable. En effet, l'extrême nervosité (« *taper tantrum* ») qui s'est emparée des marchés, en 2013, à l'annonce du retrait progressif des mesures d'assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale américaine, affectant fortement les résultats et poussant plusieurs pays en développement à adopter des politiques déflationnistes, pourrait bien être le signe avant-coureur (modéré) d'un inversement des flux financiers à l'avenir (Neely, 2014 ; CNUCED, 2014). La situation pourrait s'avérer plus difficile pour les pays en développement ou en transition qui n'ont appliqué aucune politique compensatoire pour gérer la financiarisation.

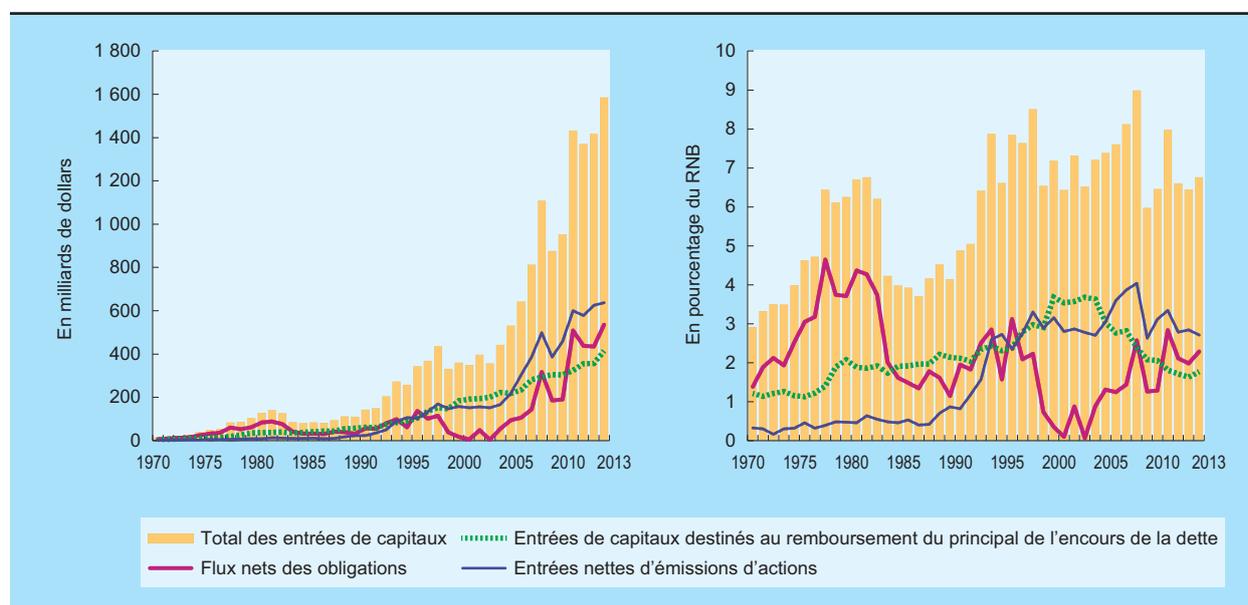
2. L'essor et les risques globaux des entrées de capitaux dans les pays en développement et en transition

Les flux et les stocks de capitaux extérieurs dans les pays en développement ou en transition sont consignés dans des rapports détaillés, qui confirment que l'exposition de ces pays aux sources de financement extérieures n'a pas cessé d'augmenter (Chandrasekhar, 2007 ; Gallagher, 2015)⁶. Les flux bruts annuels de la dette (les flux nets majorés des paiements au titre du remboursement de la dette) vers les pays en développement ou en transition ont atteint près de 1 000 milliards de dollars en 2013. C'est environ cinq fois plus qu'en 2002, année du dernier creux important de 204 milliards de dollars

Graphique 2.1

ENTRÉES DE CAPITAUX ÉTRANGERS DANS LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT ET LES PAYS EN TRANSITION, PAR CATÉGORIE, 1970-2013

(En milliards de dollars et en pourcentage du RNB)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED d'après la base de données de la Banque mondiale, *Statistiques de la dette internationale*.

enregistré après les crises financières successives de la fin des années 1990 et l'éclatement de la bulle Internet en 2001. Il est à noter qu'une part de plus en plus importante des flux annuels bruts de la dette correspond aux paiements au titre du remboursement de celle-ci, paiements qui ont augmenté proportionnellement au volume du passif accumulé dans le temps. Toutefois, les flux *nets* de la dette (à savoir, les entrées brutes minorées des remboursements) ont énormément augmenté, passant de 3,5 milliards de dollars en 2002 à 535 milliards de dollars en 2013. Les flux nets des émissions d'actions reçues par les pays en développement ou en transition qui, d'après les *Statistiques de la dette internationale 2015* publiées par la Banque mondiale, comprennent aussi bien les actions de portefeuille que les investissements directs, ont quadruplé pendant la même période, passant de 152 milliards de dollars à 637 milliards de dollars (graphique 2.1).

Cet accroissement des entrées de capitaux étrangers dans les pays en développement ou en transition n'a rien d'extraordinaire, quand on sait qu'après 2003 ces pays ont connu une période de croissance rapide presque sans interruption, même s'ils ont ressenti à différents degrés les effets de la

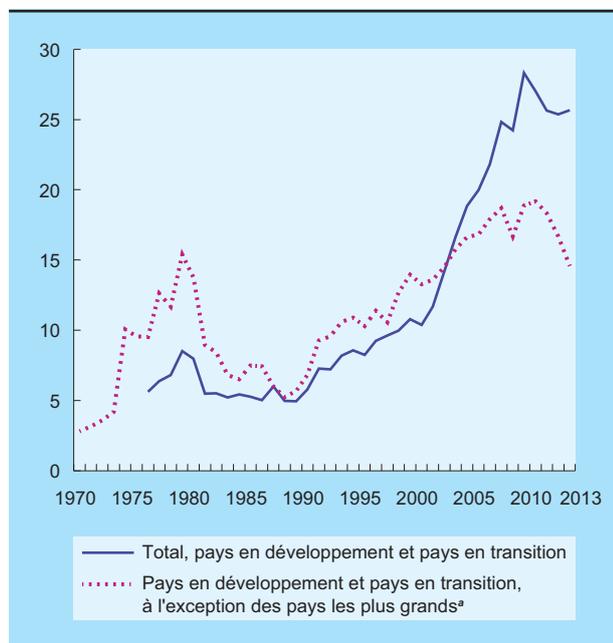
crise financière mondiale. Le graphique 2.1 permet de comparer les différentes variables composant ces flux de capitaux, en pourcentage du revenu national brut (RNB) global. Mesuré ainsi, les flux bruts et nets des obligations ont beaucoup augmenté de 2002 à 2007 et ont redémarré en 2010. L'évolution des flux bruts, en particulier, rappelle le cycle d'expansion des années 1990, sans être aussi spectaculaire que celui des années 1970 qui a débouché sur les crises de la dette du début des années 1980. Les entrées nettes d'émissions d'actions, en pourcentage du RNB, ont également fluctué, sans jamais s'éloigner du niveau élevé atteint au milieu des années 1990. Exprimées en part du RNB, l'ensemble des entrées de capitaux extérieurs (obligations et actions) dans les pays en développement et les pays en transition 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.

Cette configuration globale n'est pas propre uniquement aux grands pays en développement ou en transition ayant des marchés financiers et des marchés de capitaux relativement développés. Les pays en développement ou en transition à faible revenu⁷ ont peut-être absorbé un volume beaucoup moins important de capitaux, mais l'évolution des flux est

Graphique 2.2

ENCOURS DES RÉSERVES DE CHANGE DES PAYS EN DÉVELOPPEMENT ET DES PAYS EN TRANSITION, 1970-2013

(En pourcentage du RNB)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED d'après la base de données de la Banque mondiale, *Statistiques de la dette internationale*.

a Les grands pays exclus sont l'Argentine, le Brésil, la Chine, l'Inde, le Mexique, l'Afrique du Sud et la Turquie. Sont également exclus ; l'Algérie, l'Égypte, la Lybie, le Maroc et la Tunisie. La Fédération de Russie n'est pas incluse dans l'échantillon de la base de données *Statistiques de la dette internationale*.

semblable à celle de l'ensemble du groupe, c'est-à-dire que les entrées de capitaux y ont nettement augmenté entre 2002 et 2013, avec des pics en 2007 et 2010. En pourcentage du RNB et pour les deux sources de capitaux (obligations et actions), les afflux de capitaux étrangers dans ce sous-groupe sont passés de 2,5 % en 2002 à 5,1 % en 2013, après avoir atteint un niveau record de 7,7 % en 2007.

Par rapport aux périodes antérieures, à partir de 2003, les pays en développement et les pays en transition ont connu une croissance robuste et ont eu des comptes courants excédentaires ou moins déficitaires, ce qui laisse penser que l'expansion des entrées de capitaux dans ces pays n'était pas motivée par la nécessité de financer le développement⁸. Il faut peut-être en chercher les causes principales dans l'action de « facteurs de répulsion » (« push factors »), comme les conditions monétaires et la

perception du risque des investisseurs des pays développés et l'appréciation des bourses des pays en développement et des pays en transition (pour une analyse économétrique détaillée, voir le *Rapport sur le commerce et le développement 2013*, chap. III). Un autre facteur, qui n'est pas sans rapport avec les précédents, est le fait que 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 extérieurs au cours de cette période (graphique 2.2)⁹. Dans ces circonstances, l'accumulation de réserves reflète essentiellement des apports de capitaux dépassant ce dont ces pays avaient normalement besoin pour couvrir leurs dépenses intérieures et leurs besoins d'investissement. Dès 2013, plus de 40 % des réserves détenues par les pays en développement et les pays en transition étaient des réserves « empruntées », dans le sens qu'elles n'étaient pas associées aux excédents des comptes courants, mais plutôt aux entrées de capitaux (Akyüz, 2014 : 11). Les décideurs voient souvent dans l'accumulation de réserves une mesure de précaution, mais cette stratégie a ses limites. Face à l'ampleur des apports de capitaux et des réserves accumulées, il est important de se demander si ces tendances sont compatibles avec la stabilité financière et une demande globale solide.

Les analyses de la balance des paiements se concentrent souvent sur les déficits et les excédents commerciaux, l'hypothèse étant que les revenus nets des facteurs¹⁰ reflètent simplement des flux financiers neutres. Mais la détermination et les incidences du solde des revenus des facteurs n'est pas sans une certaine complexité. En premier lieu, les revenus des facteurs dépendent du volume des avoirs et des obligations accumulés ainsi que de leurs taux de rendement. Les avoirs et les obligations résultent respectivement des sorties et des entrées de capitaux. En second lieu, par définition, l'excédent du compte courant est égal aux sorties *nettes* de fonds passées au « compte de capital et au compte financier » (ci-après dénommé « compte de capital »)¹¹. Inversement, le déficit du compte courant est égal aux entrées *nettes* de capitaux. Toutefois, cela ne signifie pas qu'une économie recevra un montant brut de capitaux correspondant exactement au déficit de son compte courant ou que les sorties brutes seront exactement égales à l'excédent du compte courant. En fait, les entrées et les sorties de capitaux sont plutôt déterminées de manière autonome par les perceptions des investisseurs, ce qui a pour effet de déconnecter la

finance de l'économie réelle. Comme il a été indiqué plus haut, les entrées de capitaux qui dépassent ce qui est nécessaire pour financer le déficit courant finissent par se traduire par des sorties de capitaux privés des résidents du pays ou vont s'ajouter aux réserves d'une banque centrale. De même, les pays excédentaires qui, en sus des devises que leur rapportent leurs échanges commerciaux, reçoivent des volumes importants de capitaux privés, finissent par accumuler des réserves « empruntées ».

Si l'on tient compte du fait que les taux de rendement offerts aux investisseurs étrangers sont généralement supérieurs à ceux qui sont obtenus par les résidents privés ou les banques centrales des pays en développement, la balance des revenus des facteurs finit toujours par avoir tendance à détériorer le compte courant¹². Par exemple, l'augmentation des positions d'investissement nettes (positives) dans les pays en développement ou en transition pourrait finir par coexister avec la baisse des revenus des facteurs nets. Ces inconvénients sont encore plus grands dans les pays en développement ou en transition ayant des déficits courants persistants et dans lesquels les réserves accumulées sont essentiellement « empruntées ». Ainsi, avec la détérioration des déséquilibres des revenus nets des facteurs et des déficits commerciaux, la position extérieure nette de ces pays augmente. Si ceux d'entre eux qui sont déficitaires ne réussissent pas à améliorer leurs résultats commerciaux, ils doivent dépendre des entrées de capitaux pour faire face à leurs obligations extérieures. On peut en déduire qu'il s'agit là de systèmes de financement à la Ponzi, dans lesquels les engagements courants ne peuvent être honorés qu'en empruntant davantage et le moindre changement de circonstances ou de perceptions, intérieures ou extérieures, peut déstabiliser tant le système financier que la situation macroéconomique (Minsky, 2008).

Les pays en développement ou en transition aspirent généralement à améliorer leurs résultats commerciaux pour diverses raisons liées, entre autres, à la croissance et au progrès technique. Mais la perspective de sorties croissantes de capitaux au titre de la rémunération des facteurs, conséquences des obligations accumulées dans le passé et des différentiels des taux de rendement, pourrait amener à rechercher activement des stratégies économiques capables d'augmenter les exportations nettes, même s'il faut pour cela réduire les importations¹³.

Pour résumer, les données empiriques révèlent que la financiarisation s'accompagne d'une expansion des flux financiers mondiaux à destination des pays en développement ou en transition¹⁴. En outre, ces pays sont confrontés à des taux de rendement différents sur leurs actifs et sur leurs passifs. À l'échelle mondiale, l'action combinée de tous ces facteurs peut créer des difficultés trop souvent méconnues. En premier lieu, les pays pourraient se retrouver dans une situation où une dégradation du compte des revenus des facteurs pourrait nécessiter l'augmentation du passif dans un cycle de financement de type Ponzi. En second lieu, dans le contexte actuel caractérisé par la lenteur de la sortie de crise et nécessitant des mesures pour doper la demande globale, surtout dans les pays excédentaires, la recherche d'excédents commerciaux pour compenser la diminution des revenus nets des facteurs crée un effet de freinage.

3. Le renforcement de l'intégration financière et l'instabilité croissante des flux de capitaux

La pensée dominante en matière d'intégration financière met en avant les avantages de cette intégration, tant pour les investisseurs que pour les pays d'accueil, mais à condition que le cadre macroéconomique soit « sain ». Les politiques recommandées aux pays en développement ou en transition comprennent la réduction des interventions des pouvoirs publics (avec pour corollaire un rôle plus important pour les établissements financiers, tels que les banques privées et les fonds de pension), le renforcement de la concurrence et l'intensification des réformes structurelles sur le marché des biens et des services et sur le marché du travail (Caruana, 2011 ; Milken Institute, 2014a ; OCDE, 2011).

L'analyse présentée ici repose, au contraire, sur une approche plus large et plus critique de la financiarisation et montre comment des facteurs de « répulsion » et d'« attraction » ont contribué à la résurgence des risques pour les pays en développement ou en transition depuis la crise financière. Ces risques accrus sont liés à des facteurs tant externes qu'internes. Parmi les facteurs externes figure l'excédent mondial de liquidités, dont la cause la plus récente est la politique d'assouplissement quantitatif des pays développés, politique qui

ne s'est pas accompagnée d'une expansion de la demande à cause de l'austérité budgétaire¹⁵. Sur le plan interne, dans les pays en développement ou en transition, les risques résultent plutôt de politiques macro-financières qui ne font pas une place suffisante à la réglementation financière intérieure et sous-estiment les effets potentiellement délétères des bulles spéculatives. Voilà pourquoi, dans la présente section, l'accent est mis sur la composition des flux d'investissements de portefeuille pour aider à évaluer les risques potentiels¹⁶.

Au cours des dix dernières années, les flux spéculatifs à court terme privés et non garantis ont occupé une place grandissante dans les portefeuilles extérieurs de l'ensemble des pays en développement ou en transition, en particulier dans ceux des plus grands d'entre eux (graphique 2.3), à l'exception des pays présentés séparément¹⁷. Le graphique 2.3 illustre l'expansion des entrées de capitaux spéculatifs par rapport aux entrées totales et en pourcentage du RNB ; la différence se compose essentiellement d'investissements étrangers directs (IED) et de prêts à long-terme ou garantis par l'État à des institutions du secteur public. Certes, dans un groupe de pays aussi divers, il existe d'importantes différences en termes de conditions initiales, de comportements et d'autres facteurs. Par exemple, dans Chandrasekhar (2015), l'accent est mis sur l'influence des crises financières passées et récentes sur l'orientation des politiques adoptées par les pays pour faire face à ces crises. On peut citer le cas de l'Indonésie où le rétablissement de la réglementation et des contrôles des mouvements de capitaux au lendemain de la crise financière asiatique de 1997-1998 aide à expliquer pourquoi les entrées de capitaux n'ont repris que bien après le milieu des années 2000. De même, en Argentine, le volume des entrées nettes de capitaux est resté modéré après la crise de 2001-2002¹⁸. D'autres auteurs, comme Gallagher (2015), proposent un inventaire des réglementations financières transfrontières adoptées après la crise financière de 2008-2009, mettant en exergue les cas du Brésil, du Pérou, de la République de Corée et de la Thaïlande, qui ont eu recours, respectivement, à des mesures de seconde et de troisième générations, à des contrôles basés sur les prix et à la réglementation des changes.

Tout en reconnaissant la diversité des pays présentés dans le graphique 2.3, on peut conclure que pour tous ces pays, le total des entrées de

capitaux comprend une proportion très élevée de flux financiers, qui sont connus pour être instables et peu fiables et ont déclenché des phases d'expansion et de repli, certaines spectaculaires. En l'espace d'un ou deux ans, dans presque tous ces pays, le volume des entrées nettes a fluctué à la hausse ou à la baisse de plus de 5 % du RNB, sous l'effet semble-t-il de l'évolution de la composition des flux financiers instables (capitaux privés, dettes non garanties par l'État, dette à court terme et investissements de portefeuille). Dans certains pays, comme l'Afrique du Sud et la Turquie (de même que l'Ukraine jusqu'à la crise de 2013), ces flux instables représentent la quasi-totalité des entrées de capitaux, qui, ensemble, comptent pour plus de 6 % dans le RNB. Ces flux financiers sont encore plus substantiels dans le cas d'autres pays, comme l'Inde, la Malaisie et la Thaïlande. Dans l'échantillon présenté, ce n'est qu'en Chine, en Indonésie et au Mexique que les entrées de capitaux ne sont pas en majorité des capitaux à court terme et instables. Dans le cas des deux premiers pays, c'est peut-être dû, du moins en partie, au fait que la réglementation y joue un plus grand rôle.

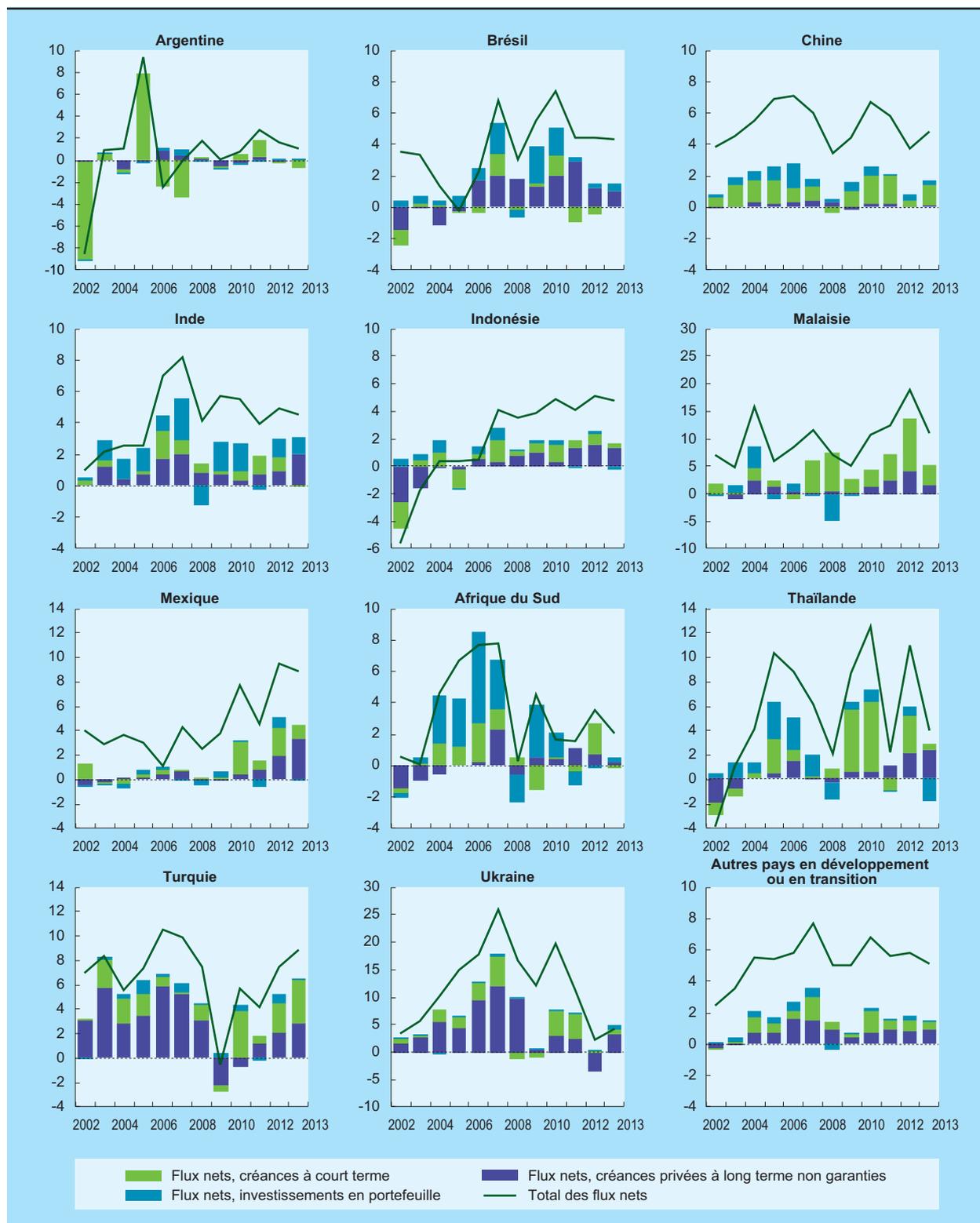
Cette configuration des apports de capitaux rend les pays en développement et en transition plus vulnérables, pas seulement parce qu'il s'agit de volumes importants en pourcentage du RNB, mais aussi et surtout parce que les opérations sur certains marchés, tels que les marchés boursiers et les marchés des changes, voire même, dans certains cas, les marchés immobiliers, s'effectuent plutôt hors du champ d'influence de la politique publique. Ces marchés sont généralement instables et hautement corrélés les uns aux autres, ce qui rend encore plus probables les fluctuations simultanées déstabilisatrices. Il est, certes, difficile de mesurer la taille des marchés de change en étudiant un seul pays, mais les données relatives à la capitalisation boursière au niveau national sont révélatrices : pour l'échantillon de pays présenté dans le graphique 2.3, cette capitalisation est généralement substantielle, dépassant, dans certains cas, 100 % du PIB (Akyüz, 2014 ; Milken Institute, 2014b).

Dans de nombreux pays et dans le sous-groupe des pays en développement ou en transition, l'écart entre le total des entrées de capitaux et les différents flux instables inclut les IED et les entrées de capitaux autres que les investissements de portefeuille (graphique 2.3). Les IED dans les secteurs productifs,

Graphique 2.3

COMPOSITION DES FLUX DE CAPITAUX DANS DIFFÉRENTS PAYS EN DÉVELOPPEMENT OU EN TRANSITION, 2002-2013

(En pourcentage du RNB)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED d'après la base de données de la Banque mondiale sur les Statistiques de la dette internationale.

en particulier dans les activités industrielles sur lesquelles s'appuient le développement peuvent avoir des effets positifs sur celui-ci¹⁹. C'est surtout le cas, lorsque les IED s'effectuent dans de nouvelles capacités de production et sont absorbés de manière appropriée au niveau national. Toutefois, une certaine prudence s'impose dans l'interprétation des données agrégées concernant les IED. Par exemple, les définitions des IED se réfèrent généralement au pourcentage de participation au capital (10 % ou plus selon le FMI) et non aux liquidités investies. En fait, avec l'innovation financière et l'approfondissement des marchés financiers, une prise de participation substantielle ne signifie pas nécessairement un changement important dans les liquidités. Un autre exemple est celui de l'immobilier ; ce secteur hautement liquide et instable est celui qui a attiré le plus d'IED dans de nouvelles capacités de production en 2014, et seuls 4 des 20 principales destinations de ces investissements n'étaient pas des pays en développement²⁰.

Il faut également tenir compte du fait que les paiements au titre de la rémunération des facteurs liés aux IED pourraient être substantiels. Ainsi, en 2014, la valeur des revenus des facteurs liés aux IED a été supérieure à la valeur totale des entrées d'IED²¹. Les principaux pays de destination des IED pourraient voir apparaître les facteurs d'instabilité de la balance des paiements examinés plus haut, puisque pour maintenir une croissance durable, il leur faudra obtenir suffisamment de devises pour couvrir leurs paiements extérieurs, surtout si les bénéfices rapatriés sont substantiels (*Rapport sur le commerce et le développement, 1999*). En cas de ralentissement des entrées d'IED, le rapatriement même modeste des bénéfices pourrait causer de graves problèmes, surtout lorsque les entrées d'IED proviennent largement du réinvestissement des gains et se comportent parfois comme des investissements

en portefeuille plutôt que comme des flux orientés sur le long terme (Kregel, 2014b)²².

Cette instabilité des flux de capitaux correspond bien à ce qu'ont vécu nombre de pays en développement à la fin des années 1980 et durant les années 1990 (comme on le verra plus loin). Bien que les parts combinées des flux financiers privés, à court terme et de portefeuille représentent un pourcentage plus élevé du RNB aujourd'hui qu'au cours des deux décennies en question, à l'époque beaucoup de pays en développement ont commencé à utiliser ces formes de financement, face au tarissement presque total des marchés obligataires qui a suivi l'éclatement de la crise de la dette en 1982. Après une analyse critique des interactions entre les flux financiers spéculatifs et les marchés boursiers des pays en développement, Singh et Weisse (1998) arrivent à la conclusion que devant la volatilité, la probabilité de chocs macro-financiers, l'allocation inefficace des ressources et les obstacles graves aux objectifs de développement à long terme qui résultent de ces interactions, il y avait lieu de s'interroger sur le bien-fondé de l'argument selon lequel les pays en développement devraient se tourner vers les places boursières pour mobiliser les ressources nécessaires au développement durable.

Se fondant à la fois sur ces observations concernant la volatilité inhérente à la structure des flux mondiaux de capitaux et sur les fragilités globales résultant de la balance des paiements des pays, cette section a voulu démontrer que l'expansion des flux spéculatifs intéressant le court terme rend plus difficile l'utilisation de ces flux pour renforcer le développement. La section qui suit porte sur les difficultés et les possibilités de la gestion macroéconomique intérieure.

C. Les coûts macroéconomiques de la financiarisation

1. Les effets d'une intégration financière non maîtrisée sur les prix et les politiques

Outre les risques macro-financiers décrits précédemment, l'instabilité des flux financiers entrant dans les pays en développement ou en transition a des répercussions sur certains prix déterminants, comme les taux de change, et limite en même temps les politiques monétaires et budgétaires. Les modèles de croissance dénommés « modèles de croissance limitée par les contraintes de la balance des paiements » offrent un cadre permettant de comprendre les multiples connexions et relations de causalité existant entre les flux extérieurs et la croissance économique. Ils partent de l'idée que pour assurer une croissance soutenue, il faut maintenir un équilibre durable entre les importations et les paiements nets au titre de la rémunération des facteurs, d'une part, et les exportations, de l'autre²³. Par exemple, l'ampleur du déficit courant ou de la dette extérieure par rapport au revenu intérieur peut limiter les options disponibles pour accéder à une croissance stable. Les décideurs peuvent modifier le cap soit en réduisant la dépense intérieure, donc les importations, soit en soutenant les investissements de nature à accélérer la croissance de la production, en permettant, par exemple, d'augmenter les exportations (Moreno-Brid, 1998). L'alternative, selon cette approche, est de laisser les marchés financiers internationaux établir la quantité de financement extérieur disponible, ce qui ne manquera pas d'influer sur les importations et les investissements fixes et de déterminer, à terme, la balance commerciale et la trajectoire de croissance (Barbosa-Filho, 2001).

Il est peut-être plus facile d'appréhender ces interactions en examinant comment les flux financiers, conjugués à la politique monétaire, influent sur les

prix. Il n'est pas aisé pour les décideurs des pays en développement ou en transition d'agir sur le taux de change réel pour maintenir la compétitivité et encourager la production de produits exportables. Une dépréciation excessive du taux de change nominal a tendance à aggraver la hausse des prix, du fait que les biens d'équipement et de consommation importés deviennent plus coûteux. À l'inverse, une appréciation excessive du taux de change nominal, lorsqu'elle n'est pas bien contrebalancée par une baisse de l'inflation intérieure, pourrait causer une appréciation du taux de change réel ayant des effets persistants sur le compte courant. Il est difficile pour les banques centrales des pays en développement de manœuvrer en présence de tant de contraintes.

Les interventions sur le marché des changes pour éviter une appréciation de la monnaie nationale entraînent une expansion monétaire, que les banques centrales s'efforcent généralement de stériliser en vendant des obligations d'État sur les marchés monétaires. Toutefois, ces opérations n'ont pas forcément pour effet de stabiliser les taux d'intérêts et de les rendre plus conformes à la demande réelle ; en général, il se produit un surajustement puis une chute brutale du taux d'intérêt. Une hausse du taux d'intérêt accentue les pressions sur le taux de change, du fait que les investisseurs étrangers réagissent à cette hausse en se livrant à des opérations d'arbitrage de taux d'intérêt. Même dans l'hypothèse où un système de gestion des taux de change et l'accumulation de réserves pourraient être utiles dans le contexte des entrées de capitaux, cette politique est souvent asymétrique. Les pouvoirs publics ont généralement plus de mal à faire face à l'inversion des flux de capitaux et à force de puiser dans des réserves abondantes pour satisfaire la demande de devises, ils risquent de vider les coffres²⁴. En règle générale, pour faire monter le taux d'intérêt, les pays ont recours à des opérations sur le marché monétaire.

Que la banque centrale intervienne explicitement ou non pour influencer sur le taux de change, si son comportement est uniquement dicté par une politique de ciblage de l'inflation, le taux de change nominal aura tendance à s'apprécier (pour des explications plus détaillées, voir Barbosa-Filho, 2012). Les stratégies de ciblage de l'inflation s'inscrivent généralement dans une logique monétariste stricte selon laquelle il existe une masse monétaire exogène qui influe sur l'inflation. Ainsi, après un afflux important de capitaux, les autorités monétaires peuvent juger indispensable d'éviter une spirale inflationniste suite à l'augmentation de la masse monétaire. Mais, les reflux de capitaux peuvent eux aussi provoquer des pressions inflationnistes par un effet de propagation, car ils conduisent à une dépréciation du taux de change, qui fait monter les prix à l'importation. Lorsqu'un taux d'inflation cible est fixé, quelle que soit la source des pressions inflationnistes, l'instrument indispensable pour maîtriser le taux d'inflation est le taux d'intérêt, dont l'effet est souvent de forcer une appréciation nominale. Si cet effet est plus puissant que la baisse du taux d'inflation supposée se produire, il s'ensuit une appréciation du taux de change réel, qui pourrait provoquer une crise monétaire en cas de dégradation sensible du compte courant. En fait, les taux d'intérêt élevés ont des effets pernicieux sur la formation des prix, du fait que les producteurs ont tendance à répercuter sur le consommateur la hausse du coût du crédit en augmentant leurs prix (Lavoie, 2001). L'effet déstabilisateur des mouvements de capitaux spéculatifs sur les taux de change nominaux, dans le contexte de stratégies de ciblage de l'inflation visant à faire monter les taux d'intérêt, risque non seulement de créer des problèmes de balance des paiements à court terme, à cause du surajustement et des corrections successives des taux d'intérêt, mais, aussi de ralentir la croissance à long terme du fait que les taux de change réels tendent à rester élevés pour pouvoir éviter les chocs financiers, ce qui, en fait, met à mal le compte courant (Frenkel and Rapetti, 2009).

Le graphique 2.4 illustre certaines des interactions mentionnées entre les flux de capitaux, les taux de change et les taux directeurs à court terme pour les mêmes pays que dans le graphique 2.3. Dans certains cas, l'influence des capitaux extérieurs sur l'environnement macroéconomiques ne fait aucun doute, et est bien telle que décrite plus haut. Lorsque les entrées de capitaux augmentent et dépassent ce dont un pays a besoin pour financer la demande réelle,

le taux de change tend à augmenter. Cet effet peut être amplifié en période d'envolée des prix des produits de base dans le cas des exportateurs nets de ces produits. Le Brésil, la Malaisie et l'Ukraine, mais aussi l'Inde dans une certaine mesure, semblent bien illustrer ce phénomène, alors que la Chine, dont les autorités ont réussi à assurer une appréciation régulière de la monnaie, y fait exception. Ces interactions se vérifient plutôt bien pour l'ensemble des pays en développement ou en transition, malgré le haut niveau d'agrégation. Dans d'autres cas (l'Afrique du Sud et la Turquie, par exemple), la corrélation n'est évidente que pour certaines années, alors que pour la Thaïlande, le taux de change semble varier en fonction du rythme des entrées de capitaux à moyen terme, la banque centrale intervenant sur le court terme. En ce qui concerne l'Argentine, la dépréciation soutenue de la monnaie en valeur nominale n'est pas une conséquence des mouvements de capitaux (qui sont restés modérés), mais plutôt du taux d'inflation et d'une gestion volontariste du taux de change. Dans ces cas plus ambigus, il semble que d'autres facteurs, y compris une politique volontariste, soient à l'origine des fluctuations du taux de change. Comme il a été indiqué précédemment, l'Indonésie maintient depuis plusieurs années différents régimes de gestion du taux de change, et la reprise des apports de capitaux semble correspondre au boom des produits de base commencé en 2003-2004.

En règle générale, les corrélations entre les fluctuations des flux de capitaux et celles des taux de change sont plus prononcées sur le court terme. Comme de fait, un renversement radical des flux de capitaux s'est produit au milieu de 2013 dans un grand nombre des pays analysés ici, à la suite de l'annonce par la Réserve fédérale américaine de son intention de ralentir l'assouplissement quantitatif. Il y a eu de fortes dépréciations et dans certains pays, il a fallu recourir spécifiquement à des mesures de politique monétaire pour endiguer le reflux de capitaux. Après avoir vécu ce genre de situations, la crainte de voir un resserrement de la politique monétaire des États-Unis causer une instabilité analogue, voire peut-être de plus grande ampleur, se justifie. Il est possible de discerner dans les flux annuels illustrés dans le graphique 2.4 la présence de réponses monétaires aux variations des flux de capitaux : les ralentissements des flux de capitaux sont suivis d'une hausse du taux d'intérêt, qui est vite inversée dans certain cas. Dans ces cas-là, le taux d'intérêt peut fluctuer fortement d'une année

Graphique 2.4

**ENTRÉES NETTES DE CAPITAUX, TAUX DE CHANGE NOMINAUX
ET TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX DANS DIFFÉRENTS PAYS
EN DÉVELOPPEMENT OU EN TRANSITION, 2002-2013**



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED d'après la base de données de la Banque mondiale, *Statistiques de la dette internationale* ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2015 ; et FMI, base de données sur les *Statistiques financières internationales*.

à l'autre. Cette volatilité peut nuire à la stabilité financière et créer une atmosphère peu propice aux investissements productifs portant sur le long terme. Qui plus est, dans la mesure où la hausse des taux d'intérêt produit rarement les effets escomptés ou gêne même parfois la lutte contre l'inflation, le taux de change réel aura tendance à s'apprécier, ce qui pèsera durablement sur le compte courant.

Pour résumer, il semble que la plupart des pays du graphique 2.4, comme beaucoup d'autres, aient souffert de la mondialisation de la finance, en raison des effets négatifs sur les taux de change et les taux d'intérêt, ces derniers étant devenus plus instables et souvent plus élevés. Dans certains pays, un certain contrôle des capitaux a peut-être aidé à atténuer ces effets (Gallagher 2015 ; Ostry *et al.* 2010).

Les taux de change, la balance des paiements et la politique monétaire sont les aspects les plus fréquemment débattus des conséquences macroéconomiques des mouvements de capitaux. Toutefois, la financiarisation peut également exercer des pressions déflationnistes générales sur les économies, en partie parce que l'ouverture du compte de capital limite à certains égards le champ de la politique budgétaire (Patnaik and Rawal, 2005 ; Patnaik 2006)²⁵. Comme il a été indiqué plus haut, dans un environnement caractérisé par la libre circulation de flux financiers instables, les décideurs ne contrôlent plus le taux d'intérêt intérieur, ce qui signifie que ce dernier est généralement supérieur à ce qui serait approprié pour soutenir la formation intérieure de capital, si bien que l'activité économique ralentit et le PIB diminue. De plus, la financiarisation et l'ouverture du compte de capital exercent des pressions macroéconomiques qui ont tendance à restreindre la politique budgétaire. L'interventionnisme et les politiques budgétaires expansionnistes, malgré leur importance pour le développement, sont parfois redoutés par les milieux financiers internationaux. Que ces sentiments soient inspirés par la crainte d'une dette insoutenable ou de l'inflation, ou par un désir d'élargir le champ d'action des investisseurs privés en limitant celui du secteur public, ou qu'il s'agisse simplement d'une réticence à accepter que les pouvoirs publics jouent un rôle volontariste, le résultat tend à être le même : les décideurs craignent que les dépenses publiques fassent fuir la finance (Krugman, 2000 ; Patnaik, 2006). Le débat récent sur l'austérité budgétaire et

la croissance reflètent ces craintes et véhiculent l'idée dominante selon laquelle les déficits publics et l'endettement ne peuvent que nuire à la croissance, alors que les données empiriques démontrent le contraire (Herndon *et al.*, 2013)²⁶. Du côté des revenus, les recettes fiscales peuvent diminuer pour deux raisons connexes : la première est que l'activité économique ralentit suite au resserrement de la politique budgétaire ; et la deuxième est que des taux d'imposition favorables sont offerts aux investisseurs internationaux par crainte qu'ils n'aillent investir ailleurs. Le résultat final est un repli de l'action des pouvoirs publics, ce qui 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.

En outre, la libéralisation du compte de capital, en modifiant fortement les prix relatifs et la configuration de la demande, peut avoir des effets sur le long terme également, notamment en créant les conditions de la désindustrialisation dans les pays en développement ou en transition. Face à ce risque, il est important de s'intéresser à l'interaction entre la libéralisation du compte de capital et celle du compte des transactions courantes et à leur « échelonnement ». Ainsi, dans certaines parties de l'Amérique latine et de l'Afrique subsaharienne, on constate (déjà à la fin des années 1970 pour certains pays) que la dérégulation du compte de capital, qui a été suivie au début d'un afflux massif de capitaux et de fortes appréciations monétaires, a coïncidé avec une plus grande ouverture commerciale. La baisse des coûts de produits industriels importés de plus en plus divers a représenté un gain pour les consommateurs et une amélioration de l'accès aux intrants importés pour les producteurs, mais elle a également entraîné à la baisse les prix relatifs des biens et des services importables et exportables, ce qui a comprimé les marges bénéficiaires et les salaires et fait reculer l'investissement et l'emploi au niveau national.

Des données empiriques récentes montrent comment, dans les pays où le secteur manufacturier est peu développé, ces conditions peuvent épuiser les capacités locales (*Rapport sur le commerce et le développement 2003* ; Rodrik, 2015)²⁷. C'est ainsi qu'ont été perdues des occasions d'assurer

la croissance et de créer des emplois de meilleure qualité, puisque la croissance industrielle est essentielle dans un cas comme dans l'autre. En fait, dans ces pays-là on a vu se développer dans le secteur des services des emplois souvent informels et moins productifs.

Ainsi, la financiarisation et l'ouverture du compte de capital et les taux d'intérêt élevés qu'elles exigent souvent pour maintenir la stabilité, compromettent l'investissement intérieur et la capacité des gouvernements à le promouvoir, qu'il y ait eu ou non des entrées ou des sorties de capitaux (Patnaik and Rawal, 2005 ; Kregel, 2014c). Les entrées ou les sorties de capitaux, quand elles se produisent, peuvent avoir des effets délétères sur l'industrialisation et le développement de plusieurs manières. Comme on l'a vu précédemment, les apports de capitaux tendent à amener une appréciation du taux de change réel et à privilégier les rendements à court terme sur les marchés spéculatifs, au détriment des projets à long terme de nature à augmenter la capacité de production (Patnaik, 2003). Il n'en est que plus difficile d'effectuer les investissements porteurs de transformations structurelles dont un pays a besoin pour se développer. En cas d'arrêt soudain ou d'inversion des flux de capitaux, les tendances déflationnistes peuvent dégénérer en contraction de l'activité économique et en crise, entraînant des coûts économiques et humains réels, la politique budgétaire se résumant au service de la dette plutôt que d'être un outil de développement. La section suivante retrace l'histoire récente des crises financières dans les pays en développement ou en transition afin de cerner les conséquences de cette surexposition à la finance spéculative.

2. Les enseignements du passé : les finances du secteur public et le développement économique après les crises financières

Comme on l'a vu précédemment, la libéralisation et la déréglementation financières ouvrent la voie à une accélération des flux de capitaux et du crédit intérieur, rendant ainsi plus probables la création de bulles sur les marchés boursiers et immobiliers. Ces afflux importants de capitaux sont souvent amplifiés

par la manière dont les politiques budgétaires et monétaires s'adaptent aux attentes de investisseurs. Il s'ensuit une aggravation de la fragilité financière largement due à la spéculation et à la prise de risques par le secteur privé, situation qui débouche rapidement sur des crises ayant des répercussions très négatives sur l'économie réelle et faisant s'envoler la dette publique. Le tableau 2.1 présente une liste de pays et les dates de leurs différentes crises – monétaires, souveraines ou bancaires – regroupés en quatre vagues successives de crises financières : les différentes crises de la dette dans les années 1980, la crise mexicaine en 1994-1995 et ses répercussions connues sous le nom d'« effets tequila », la crise financière asiatique de 1997-1998 et ses effets de contagion sur certains pays hors de la région asiatique²⁸. Ce n'est pas une liste complète de toutes les crises financières survenues pendant les périodes mentionnées, mais plutôt un échantillon représentatif, sélectionné en fonction des données disponibles et pour illustrer certains thèmes fondamentaux.

Presque tous les épisodes de crises énumérés (31 sur 33) ont été précédés d'un afflux massif de capitaux (une situation de « bonanza »), se traduisant par un solde inhabituellement élevé du compte des transactions courantes²⁹. De même un boom du crédit a précédé près de 75 % de ces épisodes de crise (24 sur 33). Dans le tableau, la croissance minimale du PIB réel par habitant désigne le taux de croissance le plus bas enregistré quatre ans après le début de chaque crise (y compris l'année de la crise, enregistrée comme étant l'année la plus proche du début de l'une quelconque des trois types de crises mentionnés et est considérée comme le temps T). L'idée est de pouvoir tirer des conclusions, même approximatives, sur les pertes de production causées par ces crises. Les deux dernières colonnes indiquent les coûts des crises financières en termes d'augmentation de la dette publique sous forme de créances tant intérieures qu'extérieures. Une comparaison de la dette publique en pourcentage du PIB l'année précédant le début de la crise ($T-1$) et deux ans après ($T+2$) pour l'ensemble des crises considérées révèle que l'accroissement médian (moyen) de la dette brute totale du gouvernement central est de 85,9 % (124,3 %) alors que l'accroissement médian (moyen) de la dette extérieure publique est de 42 % (60,5 %). Fait intéressant, bien que la mauvaise gestion budgétaire soit traditionnellement pointée du doigt dans les comptes rendus de crises financières,

Tableau 2.1

PÉRIODES DE CRISES FINANCIÈRES, FLUX DE CAPITAUX ET DETTE PUBLIQUE

Pays	Crise monétaire (année)	Crise de la dette souveraine (année du défaut de paiement)	Crise bancaire (année du début de la crise)	Afflux massifs de capitaux	Expansion du crédit intérieur	Croissance annuelle minimum du PIB réel par habitant	Variation de la dette publique brute totale en pourcentage du PIB	Variation de la dette
								extérieure brute en pourcentage du PIB
(En pourcentage)								
Crises de la dette des années 1980								
Argentine	1981	1982	1980	x		-7,1	417,7	53,4
Chili	1982	1983	1981	x	x	-11,7	161,7	106,9
Mexique	1982	1982	1981	x	x	-6,1	95,7	117,9
Uruguay	1983	1983	1981	x	x	-10,9	378,5	302,9
Colombie	1985		1982	x	x	-1,3	71,1	35,2
Équateur	1982	1982	1982	x		-2,9	60,5	16,0
Paraguay	1984	1982		x		-5,9	78,7	35,5
Turquie			1982	x	x	1,2	83,1	32,7
Venezuela (Rép. bolivarienne du)	1984	1982		x		-6,3	95,2	62,1
Brésil		1983		x	x	-5,6	12,7	39,7
Pérou	1981		1983	x	x	-12,5	127,6	73,4
Philippines	1983	1983	1983	x	x	-9,8	n.d.,	34,2
Argentine	1987		1989	x		-8,8	111,4	87,7
Pérou	1988			x	x	-14,2	146,8	68,7
Venezuela (Rép. bolivarienne du)	1989			x	x	-10,9	43,9	8,8
Brésil			1990		x	-5,9	191,1	32,1
Groupe médian						-6,7	95,7	46,6
Crise « tequila »								
Mexique	1995		1994	x	x	-7,6	26,4	47,0
Argentine			1995	x	x	-4,1	14,5	41,3
Groupe médian						-5,9	20,5	44,2
Crise financière asiatique								
Indonésie	1998	1999	1997	x	x	-14,4	246,0	100,9
République de Corée		1998	1997	x	x	-6,4	278,8	65,3
Malaisie	1998		1997	x	x	-9,6	7,1	38,1
Philippines	1998		1997	x	x	-2,7	10,4	42,5
Thaïlande	1998		1997	x	x	-11,5	597,7	28,0
Groupe médian						-9,6	246,0	42,5
Effets de contagion de la crise financière asiatique								
Colombie			1998	x	x	-5,8	117,5	20,8
Équateur	1999	1999	1998	x	x	-6,6	49,9	28,9
Fédération de Russie	1998	1998	1998	x		-5,1	39,5	96,4
Ukraine	1998	1998	1998	x			70,0	n.d.,
Brésil	1999			x		-1,2	-15,2	46,1
Turquie	2001		2000	x	x	-7,1	144,4	35,1
Argentine	2002	2001	2001	x	x	-11,7	208,1	149,9
Paraguay	2002					-2,0	-3,3	18,5
Uruguay	2002	2002	2002	x	x	-7,8	88,6	60,7
Venezuela (Rép. bolivarienne du)	2002			x	x	-10,5	22,5	10,1
Groupe médian						-6,2	60,0	35,1

Note : *Listes des pays et des crises :* Les pays sont énumérés selon l'année où a éclaté la crise la plus ancienne des trois types de crises considérées, année correspondant au temps T, puis par ordre alphabétique. La source utilisée pour les dates des crises monétaires, souveraines et bancaires est Laeven and Valencia, 2008.

Afflux massif de capitaux : Un « x » indique qu'un afflux massif de capitaux s'est produit pendant l'une des trois années précédant la date de la crise la plus ancienne ; source : Reinhart and Reinhart, 2008.

Expansion du crédit intérieur : Un « x » indique qu'un boom du crédit intérieur a été observé avant le temps T selon l'une des trois sources suivantes : Arian et al., 2015 ; Elekdag and Wu, 2011, ou Takáts and Uper, 2013.

Croissance annuelle minimum du PIB réel par habitant : il s'agit du taux de croissance annuel le plus bas enregistré pendant les quatre années qui ont suivi le début de la crise (c'est-à-dire entre le temps T et le temps T+3) ; source : base de données de la Banque mondiale, *World Development Indicators*.

Variation de la dette publique brute : La dette brute totale du gouvernement central comprend aussi bien la dette intérieure que la dette extérieure. La dette publique extérieure totale comprend toutes créances extérieures dues aussi bien au secteur public qu'au secteur privé. Les variations en pourcentage sont basées sur des calculs du secrétariat de la CNUCED à partir de Reinhart and Rogoff, 2010a, à l'exception des données concernant l'Ukraine qui proviennent de Bolle et al., 2006 ; et les variations en pourcentage sont basées sur des calculs du secrétariat de la CNUCED des variations entre (T-1) et (T+2).

c'est généralement la réponse des pouvoirs publics au fiasco du secteur privé (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) avec tous les coûts qu'elle suppose, qui font gonfler la dette publique.

a) *Les enseignements des années 1980*

Les crises de la dette en Amérique latine dans les années 1980 ont pris beaucoup d'investisseurs de court³⁰. Le monde n'avait plus connu de grandes crises financières depuis les années 1930, les prix des produits de base étaient élevés et les taux d'intérêt réel étaient bas. Bon nombre de banques de pays développés, inondées de pétrodollars et recherchant une alternative aux rendements peu brillants offerts chez elles, ont accordé des crédits à des emprunteurs (privés, pour la plupart) des pays en développement. Ces prêts étaient sous la supervision des banques (et n'étaient pas basés sur des obligations), ce qui était censé améliorer l'information et le contrôle et renforçait le sentiment de confiance et l'optimisme qui régnaient alors (Reinhart and Rogoff, 2009). De nombreux pays en développement ont utilisé ces fonds pour faire face aux chocs pétroliers et maintenir la croissance en dépit de difficultés grandissantes afférentes à la balance des paiements ; même les pays exportateurs de pétrole ont emprunté massivement, attirés par des prêteurs internationaux impatientes d'accorder des crédits (Palma, 2003). Sur le plan des politiques, un certain nombre de pays d'Amérique latine, surtout dans le cône Sud (Argentine, Chili et Uruguay) ont procédé à la dérégulation financière et à la libéralisation commerciale dans les années 1970.

À partir de 1979, les chocs économiques mondiaux associés à des hausses de taux d'intérêt se sont succédé, conséquence des mesures prises par les États-Unis pour tenter de maîtriser l'inflation, ainsi que de l'intensification de la récession dans les pays développés et de la chute des prix des produits de base non pétroliers. L'optimisme a alors rapidement cédé le pas à la panique. La raréfaction du crédit, les crises de la balance des paiements et les dévaluations qui ont suivi ont provoqué des défauts de paiement en cascade (voir le tableau 2.1 pour une liste partielle). Face au spectre alarmant d'une faillite généralisée, les gouvernements d'Amérique latine ont nationalisé leur dette, qui était essentiellement une dette privée. Les arrangements concernant la renégociation et

le service de la dette ont été orchestrés par des institutions financières internationales et étaient assortis de conditions relatives à la mise en œuvre de programmes de stabilisation et d'ajustement structurel (Díaz-Alejandro, 1985 ; Younger, 1993 ; Damill *et al.*, 2013).

Avec le recul, il y a plusieurs raisons de critiquer les choix politiques des pays, par exemple, la libéralisation des marchés financiers intérieurs sans mettre en œuvre une surveillance adéquate ou en sous-estimant les effets délétères de l'appréciation du taux de change réel dans le contexte de la libéralisation commerciale. Il faut dire que les pays en développement ou en transition étaient bien plus différents les uns des autres, en termes de politiques nationales et de structures économiques que les critiques n'ont bien voulu le reconnaître. Ainsi, certains gouvernements ont appliqué des modèles relativement interventionnistes de gouvernance économique (le Brésil, par exemple), alors que d'autres ont entrepris des réformes visant à libéraliser davantage les marchés, y compris le marché financier (l'Argentine, le Chili et l'Uruguay, par exemple). Un troisième groupe de pays ont ouvert leur compte de capital, mais ont limité l'accès du secteur privé aux financements extérieurs (Mexique et République bolivarienne du Venezuela, par exemple) (Díaz-Alejandro, 1984). Ces pays avaient toutefois une chose en commun : ils se trouvaient face aux mêmes conditions économiques extérieures qui avaient suscité des afflux massifs de capitaux (« bonanza ») pendant les années précédant la crise, causant des fragilités financières qui devaient inévitablement mener au krach qui accompagne les chocs économiques ordinaires (Stiglitz, 2003)³¹. La dette privée ayant été garantie explicitement ou implicitement par l'État, les crises sont devenues un problème de dette souveraine.

Comme il fallait s'y attendre compte tenu de la pensée économique dominante de l'époque, les premiers modèles économiques issus des crises de la dette des années 1980 se sont surtout concentrés sur les défis de la « soutenabilité budgétaire » et sur la manière dont les déficits budgétaires et les politiques expansionnistes, par exemple, rendaient les économies vulnérables face à des attaques spéculatives, dans un contexte où les régimes de change étaient, dans les faits, des régimes à taux fixes (Krugman, 1979 ; Obstfeld, 1994). En conséquence, tout faux pas des gouvernements pouvait faire perdre

confiance aux investisseurs, créant les conditions d'une prédiction autoréalisatrice, puisque les craintes des investisseurs aggraveraient la dépréciation de la monnaie, cette même dépréciation qu'ils redoutaient pour commencer (Krugman, 2014). D'où l'idée communément admise à l'époque qu'il fallait que les pays mettent de l'ordre dans leur budget et s'en remettent aux marchés pour le reste (Calvo, 2005). On retrouve le même argument dans les recommandations associées à l'ajustement structurel, qui accordaient la priorité au service de la dette et exigeaient la libéralisation et la privatisation.

b) *Le retour des flux de capitaux en Amérique latine*

En 1989, le Mexique a souscrit au Plan Brady du gouvernement des États-Unis, conçu pour encourager les réformes en faveur de la libéralisation des marchés et alléger le fardeau de la dette en convertissant la dette publique des pays en obligations adossées à des bons du Trésor des États-Unis. D'autres pays, emportés par la crise de la dette des années 1980, ont vite emboîté le pas au Mexique. C'est alors que débuta, particulièrement en Amérique latine, une période qui allait être presque entièrement dominée par le Consensus de Washington sur la politique économique et son approche de la gestion de l'intégration mondiale et de l'économie nationale, notamment en ce qui concerne la prise d'engagements fermes en faveur de la libéralisation financière et de la privatisation (Damill *et al.*, 2013). Ces réformes et la restructuration des dettes dissipèrent les préoccupations relatives aux déficits budgétaires supposés avoir été le choix politique le plus erroné des années 1980 et ont redonné aux pays endettés accès aux capitaux internationaux.

Attirés par des taux de rendement relativement élevés et rassurés par la réforme des politiques intérieures et la perspective d'une conclusion satisfaisante des négociations sur l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA), les investisseurs de portefeuille se sont tournés en masse vers le Mexique, causant un boom du crédit intérieur (d'autant plus que les banques commerciales avaient été privatisées) et des prix des actions, mais cela n'a guère aidé à stimuler la croissance du PIB réel (Grabel, 1996). En 1994, la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, conjuguée à une succession d'événements politiques déstabilisateurs, mit fin à

l'afflux massif de capitaux et les pays durent puiser dans leurs réserves pour financer le déficit substantiel de leur compte courant (Moreno-Brid and Ros, 2004). Les investisseurs internationaux se mirent à craindre une dévaluation inévitable de la monnaie mexicaine, qui était, en fait, rattachée au dollar des États-Unis. Ce genre de prédictions finissant toujours par se réaliser, ces craintes causèrent un reflux des capitaux, qui entraîna à son tour la dévaluation redoutée des investisseurs. Pendant la période de formation de la crise, le Mexique émit de plus en plus de titres de créance libellés en dollars (les *tesobonos*), ce qui fit apparaître de nouveaux risques, qui attisèrent les craintes des investisseurs face au danger de défaut de paiement et de crise (Lustig, 1995). Le gouvernement Clinton aida à obtenir rapidement un plan de sauvetage donnant la priorité au remboursement des obligations et incitant à entreprendre des réformes néolibérales (FitzGerald, 1996 ; Grabel, 1996).

La crise mexicaine amena d'autres dévaluations dans d'autres pays émergents, à mesure que les investisseurs réévaluaient les risques associés aux taux de change fixes (c'est ce que l'on a appelé « l'effet tequila »). C'est l'Argentine qui en ressentit le plus fortement le contrecoup. Au début de 1991, l'Argentine avait constitué un conseil monétaire qui arrima la monnaie au dollar américain et décida que la base monétaire serait entièrement couverte par des réserves internationales (arrangement qui dura jusqu'à 2001, année où la crise que ce système avait aidé à préparer finit par éclater). S'il est vrai que ce régime avait réussi à endiguer l'inflation, la libéralisation commerciale et financière entraîna une appréciation du taux de change réel, ce qui creusa les déficits des comptes courants et augmenta la dette extérieure (Damill *et al.*, 2013). Lorsque la crise mexicaine se déclara, l'Argentine dut également faire face à des sorties soudaines de capitaux provenant principalement des dépôts des résidents dans les banques du pays. Les banques de l'Argentine ne purent résister à ces pressions et le gouvernement dut négocier un accord de sauvetage avec le FMI en 1995. Le soutien du FMI, qui était subordonné au resserrement de la politique budgétaire par une augmentation des impôts, ouvrit la voie à un financement étranger substantiel de la dette publique (Calcagno, 1997 ; Boughton, 2012). Si le Brésil ne connut pas le même sort, c'est essentiellement parce qu'il augmenta les taux d'intérêt à court terme, ce qui le fragilisa à d'autres égards (à savoir, la persistance de taux d'intérêt élevés, y compris sur la dette

publique) et l'exposa à une crise qui devait éclater plus tard au cours de la même décennie (Palma, 2011).

Malgré leur portée et leur durée limitées, ces crises ont forcé une remise en cause des idées qui avaient cours à l'époque sur le rôle déterminant des fondamentaux et de la libéralisation, ainsi que de la réputation de certains des « bons élèves » qui avaient suivi les politiques conseillées (Boughton, 2012 : 487-488). Certains observateurs ont signalé que l'insuffisance de l'épargne intérieure était une autre vulnérabilité qui n'avait pas été suffisamment prise en compte, mais le sort des « grands épargnants » pris au piège de la crise financière asiatique deux ans plus tard infirma rapidement cette thèse (Calvo, 2005). Une autre explication plus tenace, qui devait devenir un refrain néolibéral relevant d'un certain « exceptionnalisme », rejeta entièrement le blâme sur le gouvernement mexicain pour sa mauvaise gestion de l'économie, ses ambitions politiques démesurées et sa corruption (Grabel, 2006). On devait retrouver des échos de cet argument dans les raisons avancées pour expliquer la crise financière asiatique.

c) *La crise financière asiatique et ses séquelles*

Si la crise mexicaine avait pris de court plus d'un, la crise asiatique fut un véritable choc. Les fondamentaux économiques de la région semblaient pour la plupart d'une solidité incontestable : les taux de croissance et d'épargne étaient élevés et, puisque la politique budgétaire était généralement conservatrice, les emprunts étaient en majorité privés. En 1996, l'année d'avant la crise, les déficits du compte des transactions courantes de la Malaisie et de la Thaïlande étaient plutôt élevés³² et la croissance avait légèrement reculé dans l'ensemble de la région, mais rien de tout cela ne pouvait vraiment justifier l'extrême inquiétude qui régnait alors et la tourmente qui ne tarda pas à suivre (Krugman, 1999).

Comme pour d'autres crises, c'est la libéralisation financière, aussi bien du compte de capital que des marchés financiers intérieurs, qui a préparé le terrain pour la crise financière asiatique (Montes, 1998). Ces réformes avaient été effectuées, en partie, pour répondre aux pressions des entreprises et des banques des différents pays, impatientes d'avoir accès à des prêts à de faibles taux d'intérêt sur les marchés mondiaux des capitaux afin d'investir dans leur pays ;

et, les gros investisseurs institutionnels des pays développés n'étaient que trop contents de leur donner satisfaction (Wade, 1998). Les gouvernements des pays d'Asie du Sud-Est cédèrent à ces pressions ; dans certains cas, ils avaient acquis certains intérêts qui les avaient poussés à permettre le gonflement de bulles immobilières (Wade, 2004)³³. Le résultat pratique a été l'expansion du crédit privé, essentiellement lié à des instruments de prêt à court terme et libellés en devises (Grabel, 1999). En même temps, les entrées de capitaux s'étant accompagnées d'une hausse des taux d'inflation et d'une appréciation du taux de change réel, la compétitivité internationale s'affaiblit et les comptes courants se détériorèrent (Chandrasekhar and Ghosh, 2013). Des investisseurs de plus en plus nombreux furent ainsi attirés dans des bulles immobilières et d'actifs, surtout en Asie du Sud-Est. Les marchés d'actifs de la Thaïlande montrant de plus en plus des signes de faiblesse dès 1995 et les capitaux mondiaux commençant à bouder les marchés émergents suite à la hausse des taux d'intérêt par la Réserve fédérale des États-Unis en mars 1997, les investisseurs étaient de plus en plus inquiets à la perspective que le taux de change fixe de la Thaïlande pourrait céder (Wade, 1998). La banque centrale thaïlandaise, après avoir essayé en vain d'utiliser ses réserves pour défendre le baht contre les attaques spéculatives, finit par opter pour un flottement libre en juillet 1997. La dépréciation du baht qui s'ensuivit paniqua les investisseurs et l'effet de contagion gagna d'abord les pays voisins de l'Asie du Sud-Est (Indonésie, Malaisie et Philippines), puis Hong Kong (Chine), la République de Corée et la Province chinoise de Taïwan³⁴. Le FMI s'empressa d'intervenir pour aider à contenir la crise, en faisant pression pour faire accepter un programme, qui lui a valu certaines critiques depuis pour avoir peut-être contribué à l'aggravation de la contagion et à l'approfondissement de la crise (Radelet and Sachs, 2000) et pour avoir voulu aller trop loin dans l'imposition de réformes structurelles axées sur le marché (Crotty and Lee, 2004 ; Stiglitz 2002).

Ailleurs qu'en Asie, ce fut le tour de la Fédération de Russie d'être entraînée dans une crise. Peu après la libéralisation financière et l'autorisation d'une plus grande participation étrangère sur les marchés des valeurs et des obligations publiques du pays, les flux de capitaux changèrent de plus en plus de destination ; au début, dans le cas de la Fédération de Russie, il s'agissait surtout des capitaux des investisseurs du Brésil et de la République

de Corée réagissant à la crise financière asiatique (Pinto and Ulatov, 2010). Les prix des produits de base étant en baisse, la Fédération de Russie n'arriva pas à défendre son régime de taux fixe et, en 1998, ce fut la dévaluation suivie du défaut de paiement. Les lourdes pertes causées par la crise russe dans le secteur privé (investisseurs tant nationaux qu'internationaux) mirent soudain fin aux flux de capitaux vers l'Amérique latine, ce qui déclencha une succession de crises financières, freina la croissance et valut à la période 1998-2002 le nom de « demi-décennie perdue » (*Rapport sur le commerce et le développement, 1999* ; Calvo and Talvi, 2005).

Ce qu'ont vécu l'Argentine et le Brésil illustre la dynamique des facteurs en jeu et montre en quoi elle est liée aux fragilités héritées de crises antérieures. Au Brésil, le système de financement public a été très affaibli par les efforts faits par le pays pour résister aux « effets tequila » ; en plus de la hausse des taux d'intérêt, une restructuration du secteur bancaire était venue ajouter à la dette publique. Le ralentissement économique et les paiements très élevés des intérêts ont causé une envolée du déficit budgétaire du Brésil entre 1994 et 1998, et les intérêts sur la dette publique intérieure représentaient 3,4 % du PIB en 1994 et 7,3 % du PIB en 1998 (*Rapport sur le commerce et le développement 1999* ; Sainz and Calcagno, 1999)³⁵. Il s'avéra vite impossible de défendre le taux de change fixe face à l'arrêt brutal des entrées de capitaux et à l'insuffisance des réserves et la situation déboucha sur la crise monétaire et la dévaluation du début de 1999. En Argentine, les taux de change n'étant pas soutenables, toute croissance économique creusait le déficit commercial, mais l'absence de croissance faisait apparaître un déficit budgétaire ; aucun de ces déficits n'était compatible avec le régime de convertibilité. Il était possible de contourner cette situation contradictoire tant que les financements extérieurs continuaient d'affluer. Mais lorsque ceux-ci cessèrent, une austérité budgétaire stricte et l'assistance du FMI n'ont pu empêcher l'implosion de l'économie, les retraits massifs de dépôts et un défaut de paiement partiel de la dette publique (Calcagno, 2003 ; Calvo and Talvi, 2005 ; Damill *et al.* 2013 ; Grabel, 2006). La croissance moyenne annuelle du PIB par habitant en termes réels en Argentine chuta à -4,2 % au cours de la « demi-décennie perdue », alors que la moyenne pour l'ensemble de l'Amérique latine était de 0,2 %³⁶.

d) *Les finances du secteur public dans le contexte de la libéralisation financière et du risque systémique*

Il ressort clairement de ce bref examen que les crises financières devenaient plus probables à mesure que les pays en développement ou en transition libéralisaient leur compte de capital et leurs marchés financiers intérieurs. En effet, à la suite de cette libéralisation, on assistait à des entrées massives de capitaux dans un premier temps, puis à un arrêt brutal ou à une inversion de ces flux³⁷. Cependant, s'il est vrai que cet afflux de capitaux a suivi l'adoption de politiques d'ouverture des marchés dans les pays en développement, il faut en chercher l'origine principalement dans des circonstances étrangères aux pays de destination, telles que les variations des cours mondiaux des produits de base ou des taux d'intérêt aux États-Unis ou les effets psychologiques ou de contagion économique induits par d'autres crises ailleurs. L'interaction de ces forces extérieures et de facteurs internes, tels que la politique et la structure macroéconomiques des pays, obéit à une dynamique qui fragilise les économies et aggrave le risque globalement. Toutefois, ces facteurs internes n'ont d'importance que lorsqu'ils s'inscrivent dans le cadre d'un système financier mondial plus vaste, caractérisé par une surabondance de liquidités et un manque de réglementations macroprudentielles, un système incitant à l'optimisme et à une prise de risques excessive du secteur privé et au surendettement annonciateur de crises inévitables, suivant une dynamique propre au système financier lui-même (Minsky, 1992).

La prise de risque (essentiellement dans le secteur privé) associée à la libéralisation financière a fini par créer un problème de dette publique. Les raisons les plus immédiates sont la garantie explicite ou implicite par les gouvernements des obligations privées et la nationalisation des dettes privées irrécouvrables. Toutefois, une crise financière a également pour effet de réduire systématiquement les revenus publics et la richesse : la dépréciation du taux de change diminue la valeur des actifs et des passifs publics, les taux d'intérêt réels augmentent, la production recule en termes réels et des emprunts additionnels sont nécessaires pour couvrir les coûts de la crise (de Bolle *et al.*, 2006). Bien que les défaillances des États soient une caractéristique commune à toutes les crises financières dans les pays en développement ou en transition, dans les

cas analysés, contrairement à la rhétorique habituelle concernant les aspects macroéconomiques du développement, le niveau élevé de la dette publique est le plus souvent une conséquence, non une cause.

Même dans le cas de pays comme l'Argentine, le Mexique et la Fédération de Russie où la dette publique a été citée parmi les facteurs de fragilité financière à l'origine des crises des années 1990, il existe de nombreuses raisons de nuancer le raisonnement. Le tableau 2.2 présente un plus gros plan de la dette publique de ces trois pays pendant les années qui ont précédé et suivi les crises. Par « niveau de référence » il faut entendre la part de la dette publique dans le PIB trois ans avant la date de la crise ($T-3$) et par « croissance avant la crise » l'augmentation en pourcentage de ce niveau de la dette pendant les trois années qui ont précédé la crise. À titre de comparaison, les chiffres de la croissance de la dette publique présentés dans le tableau 2.1 ont été reproduits dans le tableau 2.2. La dette publique totale et la dette extérieure totale en pourcentage du PIB au Mexique étaient en fait en baisse avant les crises, alors que les niveaux de la dette de la Fédération de Russie et de l'Argentine ne laissaient guère présager les crises qui ont suivi. Toutefois, ces chiffres ne permettent pas de comprendre en quoi la structure de la dette rend les gouvernements des pays en développement ou en transition plus vulnérables

que ce que laisseraient supposer leurs niveaux d'endettement (par exemple, l'ampleur des créances en devises et les échéances de remboursement à court terme). Même ainsi, on pourrait faire valoir certains arguments quant aux rôles respectifs de la prodigalité budgétaire et de l'obligation de se plier aux règles des marchés financiers mondiaux.

3. *Les risques de perte : orientation de la politique budgétaire, politique macroéconomique et demande globale*

Le présent chapitre montre que l'exposition à des flux financiers abondants et non réglementés modifie l'évolution des facteurs macroéconomiques d'une façon qui peut conduire à un ralentissement de la croissance du PIB ainsi qu'à une dynamique interne instable, caractérisée par des mouvements soudain des revenus et de la richesse entre les principaux secteurs (privé, public et extérieur). Pour mieux suivre l'évolution de ces mouvements et comprendre leur rapport avec la croissance économique, il est utile de se baser sur un cadre analytique de la demande (voir Godley and Cripps, 1983 ; Godley and McCarthy, 1998 ; et Taylor, 2001 et 2006), qui réaffirme le principe keynésien selon lequel une

Tableau 2.2

CRISES FINANCIÈRES ET DETTES PUBLIQUES AU MEXIQUE, EN FÉDÉRATION DE RUSSIE ET EN ARGENTINE

(En pourcentage)

Pays (date de la crise)	Total de la dette publique brute en pourcentage du PIB			Total de la dette publique extérieure brute en pourcentage du PIB		
	Niveau de référence	Croissance avant la crise	Croissance après la crise	Niveau de référence	Croissance avant la crise	Croissance après la crise
Mexique (1994)	42,6	-29,2	26,4	37,3	-10,7	47,0
Fédération de Russie (1998)	30,2	34,1	39,5	31,0	4,0	96,4
Argentine (2001)	37,6	19,8	208,1	47,9	6,2	149,9

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED à partir de données de Reinhart and Rogoff, 2010a.

Note : Le temps T est l'année de la crise indiquée entre parenthèses. Les colonnes indiquent ce qui suit :

Niveau de référence : dette en pourcentage du PIB au temps ($T-3$) ;

Croissance avant la crise : variation en pourcentage entre le temps ($T-3$) et le temps ($T-1$) ;

Croissance après la crise : variation en pourcentage entre le temps ($T-1$) et le temps ($T+3$).

croissance soutenue nécessite des injections continues et croissantes (qui, en macroéconomie proviennent de l'investissement privé, des dépenses publiques et des exportations) dans le flux des revenus. Ces injections exigent, à leur tour, une croissance régulière des fuites (mesurées par la propension à épargner, le taux d'imposition et la propension à importer), ce qui assure la stabilité financière dans le temps, à mesure que le crédit augmente tout au long du flux circulaire du revenu. Ainsi, on peut dire que la croissance du PIB correspond, suivant des repères stables, à la croissance des injections par rapport aux fuites ; c'est ce qui, à terme, détermine les transferts financiers entre les principaux secteurs. Les ratios injections/fuites correspondent à différentes orientations des politiques et permettent de mesurer tant les déterminants de la demande que les soldes financiers³⁸.

Par conséquent, pour évaluer les changements de comportement, il peut être utile d'étudier l'évolution de ces trois positions (la position budgétaire, la position du secteur privé et la position du secteur extérieur) le long de la trajectoire de croissance. Chacune d'elles peut être observée dans son rapport au PIB, afin de déterminer quelles composantes de la demande globale freine l'activité économique et quelles composantes permettent de relancer l'économie. Tout fléchissement de la position budgétaire (diminution des dépenses publiques par rapport au taux d'imposition), de la position du secteur privé (diminution de l'investissement par rapport à la propension à épargner) et de la position du secteur extérieur (diminution des exportations par rapport à la propension à importer) a des effets négatifs sur la trajectoire de croissance et peut créer des déséquilibres financiers qui aggravent l'instabilité financière.

Lorsque ce cadre d'analyse est appliqué aux crises examinées dans la section précédente et illustrées dans le tableau 2.1, on se rend compte que, dans les deux-tiers des cas, avant la crise, la demande était principalement créée par des comportements intérieurs (secteurs privé et public), mais qu'après la crise elle était surtout déterminée par les comportements du secteur extérieur³⁹. C'est dû au fait qu'après une crise, les comptes extérieurs ont tendance à devenir excédentaires, tandis que les déterminants intérieurs de la demande se replient progressivement. Les tendances structurelles et les effets cycliques agissent simultanément. Lorsque la libéralisation du compte des transactions courantes a lieu avant une crise et coïncide avec un afflux de

capitaux et des taux de change élevés, la demande intérieure augmente et les « fuites » sous forme d'importations sont substantielles. Après une crise, la compression des salaires et la diminution des bénéfices, ainsi que la contraction budgétaire et la hausse des taux d'intérêt (pour attirer les capitaux) entraînent un repli du secteur privé et une diminution des importations. Le secteur extérieur prend le pas sur les comportements intérieurs essentiellement parce que la demande intérieure diminue, entraînant un recul rapide des importations. En ce qui concerne les secteurs intérieurs, les déclencheurs sont le désendettement progressif des ménages (hausse des propensions à épargner) et la contraction des dépenses publiques lorsque l'on opte pour l'austérité (en particulier après le transfert des pertes du secteur privé au secteur public et l'aggravation des déséquilibres budgétaires qui s'ensuit). En outre, la dépréciation peut souvent faire du secteur extérieur la principale source de demande effective, sans qu'il soit besoin de beaucoup augmenter la capacité d'exporter en termes réels.

Deux autres considérations font ressortir toute l'utilité du cadre analytique décrit plus haut pour déterminer ce qui alimente la demande dans certains pays en développement ou en transition après une crise : i) le rôle régulateur des revenus provenant des exportations des produits de base et ii) une nouvelle approche des politiques budgétaires anticycliques dans ces pays. La tendance à la hausse des prix des produits de base (tendance qui est actuellement en train de s'inverser) a soutenu, parfois de justesse, la rentabilité du secteur privé, autorisant ainsi un certain optimisme devant la volatilité persistante des marchés financiers. En outre, lorsque la croissance dans l'ensemble des pays du Sud a ralenti en 2009, suite à une contraction des exportations vers le Nord et à l'arrêt brutal des entrées de capitaux, les politiques anticycliques ont rendu possible la reprise de 2010 (Gabel and Gallagher, 2015). Cette approche non conventionnelle des politiques anticycliques a peu duré et des institutions puissantes sur les marchés financiers maintiennent leur point de vue partial et axé sur le court terme et s'accrochent au système de notation financière (voir aussi le chapitre IV). L'aversion pour tout recours à une forte relance budgétaire a été la règle. L'orthodoxie budgétaire et une nette préférence pour les politiques monétaires sont à l'origine de la fragilité des systèmes financiers et de l'instabilité des taux de change dans les principaux pays en développement (Akyüz, 2013).

La vulnérabilité devant les pressions financières s'accroît lorsque le secteur public s'endette non seulement directement mais aussi, comme c'est le plus souvent le cas, indirectement, reprenant à son compte les dettes d'un secteur privé poussé à l'endettement par l'abondance de liquidités. Le paiement des intérêts sur la dette, privée ou publique, freine encore plus les politiques intérieures.

En bref, les éléments les plus importants observés lors des crises précédentes et qui persistent encore aujourd'hui sont : la libéralisation du compte de capital ; les mouvements des capitaux spéculatifs aggravés par l'expansion monétaire dans les pays développés et le gonflement de la dette extérieure et intérieure (en particulier la dette à court

terme) qui en est résulté ; l'abandon des mesures d'approfondissement du développement industriel ; et les difficultés rencontrées dans l'utilisation de la politique budgétaire comme instrument de transformation structurelle et d'expansion industrielle, du fait que la politique monétaire continue de promouvoir les tendances déflationnistes appréciées des investisseurs financiers mondiaux. D'une manière très générale, ces éléments se retrouvent aujourd'hui dans nombre de pays, mais à des degrés différents, selon leurs flux financiers, le stock de leur dette et les fluctuations de leur taux de change et de leur taux d'intérêt. Il est clair que les économies plus vulnérables sont celles dont l'activité intérieure est hautement concentrée sur un nombre limité de secteurs.

D. Conclusion et analyse des lignes d'action possibles

L'analyse présentée dans le présent chapitre a porté principalement sur les transformations des marchés financiers qui sont à l'origine de la Grande récession et dont les répercussions se font encore sentir aujourd'hui. L'extraordinaire expansion des marchés financiers mondiaux non réglementés, et l'affaiblissement parallèle de la réglementation financière dans la plupart des pays en développement ou en transition sont venus exacerber la vulnérabilité de ces pays, au lieu de leur offrir de nouvelles sources de financement pour répondre à leurs besoins en matière de développement (voir l'analyse présentée dans le chapitre VI du présent rapport). Il a été souligné dans le présent chapitre que les entrées excessives de capitaux privés, surtout de capitaux instables et spéculatifs, modifient la répartition des paiements au titre de la rémunération des facteurs, les taux de change, les taux d'intérêt et d'autres prix et faussent l'orientation de la politique monétaire et de la politique budgétaire. Lorsque les pays en développement ou en transition sont confrontés à la menace d'arrêt brutal de l'afflux ou de reflux des capitaux, à cause des changements de conjoncture sur les marchés mondiaux, les résultats peuvent être bien pires. L'analyse présentée dans le présent chapitre montre clairement que dans ces circonstances, il est

de plus en plus difficile pour les décideurs de trouver d'autres options donnant des résultats plus stables.

La création d'un environnement macroéconomique plus stable et favorable au développement est peu plausible si des efforts collectifs ne sont pas faits pour réformer l'architecture monétaire et financière internationale, sujet traité dans le chapitre III. Néanmoins, la politique nationale n'a pas tout à fait atteint ses limites. Qu'il soit clair que les recommandations proposées n'envisagent en aucun cas une rupture des liens avec l'économie mondiale dans la sphère commerciale ou financière, mais visent plutôt à mieux gérer ces liens afin de promouvoir le développement.

Certaines options de politique générale dépendent de la capacité à agir sur le taux de change. Un système de flottement encadré reste une option attrayante, évitant le recours à des « solutions extrêmes », telles que des régimes de taux de change fixe ou la libéralisation totale du régime de change (Ghosh, 2007 ; Damill *et al.*, 2013). L'encadrement du taux de change (tel que décrit par ces auteurs et par d'autres) vise à guider son évolution dans le sens du développement et suppose un mélange de politiques monétaires, d'opérations de la banque centrale et de

politiques en faveur des revenus. Dans la pratique, une telle démarche dépend des circonstances propres à chaque pays, notamment de leur diversité institutionnelle et de leur bilan⁴⁰.

Comme on l'a vu précédemment, faute de pouvoir recourir à une gestion plus ou moins stricte du compte de capital, il est extrêmement difficile d'encadrer l'évolution du taux de change réel dans un environnement où le système financier mondial est vaste et non réglementé et où le système de change mondial est dominé par quelques monnaies de réserve. Le contrôle éventuel de capitaux comme moyen d'assurer le développement et la stabilité financière est mieux accepté depuis quelques années par un grand nombre de gouvernements et d'organisations internationales. En fait, cela fait des années que la CNUCED préconise cette politique : au début des années 1990, elle a suggéré que les pays en développement ou en transition envisagent des mesures de nature à « décourager les flux de capitaux non liés à de véritables investissements ou à des transactions commerciales, mais motivés plutôt par la recherche de gains à court terme » (CNUCED 2012b : 50). Cette recommandation et d'autres recommandations complémentaires visant à rétablir la stabilité et à éviter des crises systémiques sont encore plus pertinentes dans le contexte actuel, comme l'a montré le coup grave porté aux pays développés par la Grande récession et ses séquelles. Là aussi, la situation et la marge d'action varient d'un pays à l'autre, de même que le degré de coordination régionale nécessaire pour réussir.

Pour tenter d'éviter le risque de change et le risque de taux d'intérêt historiquement associés à la dette extérieure, les pays en développement ou en transition ont choisi de libeller une part de plus en plus grande de leurs emprunts en monnaie locale plutôt qu'en monnaies étrangères⁴¹. Mais tous les pays en développement ne sont pas en mesure d'intéresser des investisseurs internationaux à leurs marchés intérieurs de valeurs et, même quand ils sont en mesure de le faire, ils courent un risque additionnel, celui de voir des investisseurs à plus grande mobilité internationale détenir une part plus importante de leur dette, indépendamment de la monnaie de libellée. Ce risque est confirmé par des données récentes : une présence accrue d'investisseurs étrangers sur les marchés de la dette souveraine en monnaie locale a été associée à une volatilité accrue due à une plus

grande exposition aux chocs financiers mondiaux (Ebeke and Kyobe, 2015).

La croissance des réserves internationales de certains pays en développement ou en transition a produit des résultats tout aussi mitigés. Les pays constituent des réserves internationales essentiellement par mesure de précaution, c'est-à-dire que ces réserves sont supposées les prémunir contre une multitude de maux causés par des apports substantiels de capitaux internationaux spéculatifs et les conséquences économiques et sociales négatives d'un retrait soudain ou important de ces capitaux. Ces réserves tampons protègent également ces pays contre la perte d'autonomie qui résulte souvent des plans de sauvetage du genre de ceux du FMI ou contre les pressions exercées pour les amener à offrir les conditions macroéconomiques prisées des investisseurs financiers internationaux (Gabel, 2006). Toutefois, même si ces réserves offrent une certaine protection et laissent une certaine marge d'action aux pays dont la monnaie est attaquée, l'immobilisation de ressources qui pourraient autrement être consacrées au développement a un coût d'opportunité. De plus, quand les décideurs tentent d'empêcher l'inversion des flux de capitaux en puisant dans les réserves, ils finissent souvent par devoir recourir à des mesures complémentaires, comme la hausse du taux d'intérêt, à mesure que le stock de réserves diminue. À terme, ces interventions affaiblissent l'économie et entament encore plus la confiance. Comme il a été souligné plus haut, l'arbitrage entre les différentes lignes d'action possibles est un défi pour les banques centrales.

Lorsqu'elles explorent leurs différentes options, les banques centrales des pays en développement ou en transition devraient être très attentives aux incidences d'une application stricte de régimes de ciblage d'inflation. À trop vouloir maintenir les taux d'inflation jugés souhaitables, surtout dans le contexte des pays développés, elles pourraient facilement causer une hausse des taux d'intérêt et l'appréciation du taux de change, deux facteurs qui pourraient freiner les investissements productifs, donc le développement. Si les banques centrales de certains pays en développement fixent fréquemment (de manière formelle ou informelle) des taux d'inflation cibles, c'est parce que ces pays ayant déjà connu des périodes de forte inflation dans leur histoire, le moindre signe d'inflation est un motif de réelle appréhension. Mais il est un autre facteur

probablement plus important, à savoir la croyance répandue que les régimes de ciblage d'inflation rehaussent la crédibilité des banques centrales qui les appliquent, atténuant les anticipations inflationnistes et rendant possible des taux d'emploi plus élevés pour un niveau d'inflation donné. Toutefois, cette thèse de la crédibilité n'est pas validée par les données empiriques (Epstein, 2007). En effet, dans les pays en développement, la stabilité des processus de formation des prix et l'augmentation soutenue du nombre d'emplois de qualité sont des objectifs complexes et pour les atteindre, ces pays doivent veiller à la stabilité d'ensemble du crédit et des flux financiers.

Les banques centrales ne devraient pas pour autant se limiter à maintenir la stabilité des prix ou la compétitivité des taux de change pour favoriser le développement, comme le montrent quelques exemples tirés de l'histoire. Ainsi, après la deuxième guerre mondiale, les banques centrales en Europe et au Japon ont plafonné les taux d'intérêt, subventionné le crédit et appliqué des politiques d'allocation des crédits pour encadrer la reconstruction et faciliter la modernisation de l'industrie (Epstein, 2015). Des politiques similaires ont été suivies par les nouveaux pays industrialisés pendant la seconde moitié du vingtième siècle ; dans ces pays, les banques centrales ont apporté un soutien précieux aux banques de développement et aux politiques budgétaires du gouvernement (Amsden, 2001 ; *Rapport sur le commerce et le développement 2013*). La recherche de la stabilité des prix peut guider le choix des politiques, notamment lorsqu'une politique de crédit ciblé ou subventionné encourage la productivité et l'emploi plutôt que des activités inflationnistes (Epstein and Yeldan, 2009) ou lorsque des politiques favorables aux revenus assurent que la hausse des salaires suive l'augmentation de la productivité.

Toutefois, si l'on en juge par les difficultés des pays développés à sortir complètement de la dernière 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. Une politique budgétaire solide et stable peut aider à accroître la production et les revenus,

à créer des emplois de qualité et à encourager une répartition plus équitable du revenu (avec des effets positifs additionnels sur la demande globale). Ces mécanismes sont renforcés par des politiques qui assurent une progression des revenus salariaux en adéquation avec la croissance de la productivité. Par extension, la politique commerciale doit elle aussi s'aligner sur les objectifs et les politiques intérieurs en faveur de l'augmentation de la productivité et des salaires, notamment dans le contexte des négociations commerciales mondiales, régionales et bilatérales (voir le *Rapport sur le commerce et le développement 2014*).

Il ressort clairement de ce qui précède qu'une coordination plus efficace de la politique internationale s'impose. Ne serait-ce qu'en raison de l'ampleur des flux mondiaux de capitaux, la gestion macroéconomique nationale (contrôle des capitaux, encadrement des taux de change, application par la banque centrale de politiques répondant aux besoins stratégiques du développement et resserrement de la réglementation des systèmes financiers nationaux) ne suffira peut-être pas. L'action nationale devrait être complétée par des mesures mondiales et régionales qui découragent la prolifération des flux financiers spéculatifs. En outre, des dispositifs plus solides d'aide au crédit ainsi que des fonds de réserves régionaux pourraient être mis en place. En même temps, les politiques macroéconomiques anticycliques et les mesures visant à améliorer la répartition du revenu et à élargir la marge d'action budgétaire pour favoriser le développement ont beaucoup plus de chances de réussir lorsqu'elles sont appliquées aussi par les pays partenaires, voire dans le monde entier. En effet, les politiques de relance internes, lorsqu'elles ne sont appliquées que par quelques pays, ont beaucoup moins d'effet si les politiques des pays partenaires sont dominées par une inertie dictée par l'orthodoxie macroéconomique⁴². Dans ces conditions, une politique de relance peut même avoir des effets pernicieux, si la réaction des investisseurs mondiaux et des institutions financières internationales aggrave la volatilité et crée plus d'incertitude. Ces questions sont examinées plus à fond dans le chapitre suivant. ■

Notes

- 1 Bien que les pays à revenu intermédiaire tendent à être plus intégrés à l'économie mondiale et sont, de ce fait, plus exposés aux effets de la financiarisation, l'ampleur de ces flux financiers comparés au PIB et leurs effets macroéconomiques examinés dans le présent chapitre concernent tous les pays en développement ou en transition (voir la section B.2 pour plus de détails).
- 2 Quatre pays seulement, dans un groupe de 26 pays développés (France, Japon, Suède et Suisse), ont suivi des politiques budgétaires allant à l'encontre de leur tendance à long terme entre le second trimestre de 2010 et le quatrième trimestre de 2013 (*Rapport sur le commerce et le développement 2014*, graphique 2.1).
- 3 Voir Chandrasekhar (2007) pour une analyse des facteurs à l'origine de l'explosion des liquidités mondiales créées par des agents privés après la crise asiatique de 1997, qui avait gagné les pays en développement en passant par les fonds spéculatifs, l'investissement étranger direct sous forme d'actions et les nouvelles fusions et acquisitions.
- 4 Divers groupes de réflexion dont les analyses s'adressent aux investisseurs internationaux ont vanté haut et fort les rendements potentiels attrayants offerts par les pays en développement. Pour une analyse plus rigoureuse des facteurs qui déterminent l'attrait relatif des pays émergents pour les investisseurs, voir, par exemple : Accenture, 2012 ; Black Rock, 2011 ; Crédit Suisse, 2011 ; Economist Intelligence Unit, 2011 ; UBS, 2012 ; et Ahmed and Zlate, 2013. (Cette dernière étude évalue également les incidences de la politique monétaire non conventionnelle des États-Unis sur la composition des flux financiers, dont un pourcentage important se compose d'actifs de portefeuille).
- 5 Le krach boursier de juin-juillet 2015 en Chine et les réponses apportées par le gouvernement témoignent de ces préoccupations (*Bloomberg Business*, « China stocks plunge as State support fails to revive confidence », 8 juillet 2015).
- 6 Sur les 125 pays inclus dans la base de données de la Banque mondiale *Statistiques de la dette internationale*, 121 sont des pays en développement et des pays en transition selon la classification des Nations Unies. Sauf indication contraire, la discussion empirique porte sur ces 121 pays. Dans le reste du présent chapitre, toute référence aux pays en développement ou en transition concerne l'ensemble de ces pays.
- 7 Il s'agit ici de l'ensemble des 121 pays en développement ou en transition, moins l'Algérie, l'Argentine, le Brésil, la Chine, l'Égypte, l'Inde, le Mexique, le Maroc, l'Afrique du Sud, la Tunisie et la Turquie.
- 8 Il y a quelques exceptions parmi les pays en développement ou en transition, car, dans certains de ces pays, les déficits courants étaient sensiblement plus importants pendant les années 2000 que pendant les années 1990. Ce fut le cas, en particulier de l'Inde, de l'Afrique du Sud et de la Turquie.
- 9 Même les pays ayant un compte courant excédentaire ont obtenu des financements additionnels pour gérer leurs portefeuilles, accumuler plus d'actifs pour se prémunir contre les incertitudes et faire face aux décalages inter-temporelles (puisque les dépenses attendues sont décidées avant l'entrée des revenus), voire pour spéculer sur les marchés financiers.
- 10 Le solde des opérations courantes est la somme de la balance commerciale et de la balance des transferts et des revenus nets des facteurs. Ces derniers se composent essentiellement des gains sur les investissements extérieurs et les prêts, diminué des paiements aux investisseurs et créanciers étrangers. Les envois de fonds des résidents travaillant à l'étranger sont également comptabilisés dans les revenus des facteurs, et, pour certains pays en développement ou pays en transition, (l'Inde, le Mexique et les Philippines, par exemple), ces entrées sont substantielles.
- 11 Dans la balance des paiements, toute erreur statistique entre le compte courant, le compte de capital et le compte financier est inscrite sous « Erreurs et omissions nettes », un poste résiduel qui permet de préserver l'équilibre comptable de la balance des paiements, c'est-à-dire que le solde du

- compte des transactions courantes doit toujours être égal à la somme du solde du compte de capital et du solde du compte financier
- 12 L'analyse qui suit est basée sur le cadre analytique mis au point par Kregel, 2014a.
- 13 En théorie, la situation des pays excédentaires exposés à des flux de capitaux non maîtrisés présenterait des défis similaires. Ils pourraient même être confrontés à des tendances à la baisse des revenus nets des facteurs, c'est-à-dire à des pressions causant une dégradation de leurs comptes courants. Mis à part les autres facteurs à l'origine de leur réussite du côté des exportations, la perspective d'une diminution des revenus nets des facteurs pourraient engendrer des pressions les poussant à compenser cette diminution en recherchant des excédents commerciaux encore plus importants.
- 14 Alors que la perspective globale qui est celle de la présente section est indispensable pour cerner les incidences macro-financières des flux de capitaux dans le contexte actuel, l'analyse détaillée qui suit offre un éclairage différent, en faisant une distinction entre les flux à court terme très instables et spéculatifs et ceux qui s'étendent sur le long terme et offrent de meilleures chances de répondre aux besoins de développement.
- 15 Cette configuration des politiques est observée, par exemple, aux États-Unis, dans la zone euro, au Royaume-Uni et, en partie seulement, au Japon, pays où l'assouplissement quantitatif s'est accompagné d'une certaine détente budgétaire. Pour une analyse plus approfondie, voir le *Rapport sur le commerce et le développement*, 2014.
- 16 Cette perspective rejoint celle d'études récentes, comme celles effectuées par Gallagher (2015), Kaltenbrunner et Karacimen (à paraître), Kaltenbrunner et Panceira (2014) et Powell (2013).
- 17 Certains pays d'égale importance, comme la Fédération de Russie, n'ont pas été inclus en raison du manque de données détaillées dans les *Statistiques sur la dette internationale* de la Banque mondiale.
- 18 La crête observée en 2005 dans les entrées de capitaux privés correspond à la manière dont la Banque mondiale a enregistré l'allègement de la dette.
- 19 Pour une analyse des dispositions à prendre pour faire en sorte que les IED soient mis au service du développement, voir l'ouvrage conjoint de la CNUCED et de l'OIT sur la politique industrielle (Salazar-Xirinachs *et al.*, 2014).
- 20 Voir *Financial Times*, « Real estate and China dominate FDI flows », 4 juin 2015.
- 21 CNUCED, 2015 : 18, tableau I.5.
- 22 Entre 2011 et 2013, les entrées nettes d'IED dans les pays en développement ou en transition étaient composées, en moyenne, de bénéfices réinvestis (45 %) et de prêts entre sociétés mères et filiales (22 %) ; les 33 % restant étaient composés de prises de participation, dans le cadre de fusions et d'acquisitions notamment (CNUCED, base de données du *Rapport sur l'investissement dans le monde*).
- 23 Pour une étude récente, voir Thirlwall, 2011.
- 24 Voir Patnaik (2007) pour un exposé analytique de l'efficacité limitée des réserves de change détenues à titre préventif ; et Torija Zane (2015), en particulier ce qui a trait aux banques centrales de l'Amérique latine.
- 25 Pour un exposé formel des arguments avancés ici, voir Patnaik and Rawal, 2005 ; et Patnaik, 2006.
- 26 Herndon *et al.* (2013) ont refait les calculs de Reinhart et Rogoff (2010b et 2010c) et remis empiriquement en cause leur validité. L'étude de Reinhart et Rogoff selon laquelle une dette publique dépassant 90 % du PIB limite la croissance, a largement servi à étayer les arguments des partisans de l'austérité budgétaire. Herndon *et al.* (2013) ont démontré que Reinhart et Rogoff avaient procédé à un tri des données, commis des erreurs sur les formules de codage et utilisé des coefficients de pondération erronés, ce qui expliquait les résultats de leur étude sur la dette publique et la croissance. Lorsque ces erreurs sont corrigées, on constate que les effets de la dette publique sur la croissance sont variables et modérés.
- 27 En Amérique latine, la surévaluation des monnaies, la demande intérieure en expansion et le régime de commerce plus ouvert ont causé « un accroissement des importations et un gonflement du déficit des opérations courantes, financé par les investisseurs étrangers attirés par la perspective de rendements plus élevés. Mais le processus créatif passant par le progrès technologique et la restructuration restait à mettre en œuvre, et l'environnement macroéconomique caractérisé par des taux d'intérêt élevés, des taux de change robustes et des flux de capitaux volatils n'a guère encouragé les investissements nouveaux qu'exigeait cette transformation. Les réformes des politiques ont donc été inefficaces parce que la composante "créatrice" du processus de "destruction" n'a pas amené une transformation véritable de la structure de la production avec une accélération de l'investissement et des mutations technologiques. ». (*Rapport sur le commerce et le développement*, 2003 : 137).
- 28 Ces effets de contagion ont été présentés séparément de la crise financière asiatique afin de bien différencier la contagion régionale de cette crise de la manière dont les coûts se sont manifestés dans d'autres pays émergents.
- 29 Ces données et le terme « bonanza » (aubaine ou manne financière) sont empruntés à l'étude Reinhart and Reinhart (2008), dans laquelle il est souligné qu'il aurait peut-être été préférable d'utiliser les réserves accumulées minorées du solde du compte

courant pour mesurer ce phénomène, mais les données concernant le compte courant sont un bon substitut, car elles sont plus cohérentes et comportent des séries plus longues.

30 Dans la présente section, l'analyse se limite à l'Amérique latine. Beaucoup d'autres pays en développement ont été entraînés dans le même cycle de crises financières, mais la situation de l'Amérique latine est emblématique de la puissance des forces économiques en jeu.

31 Même le Brésil, qui appliquait des mesures de contrôle des mouvements de capitaux et où la fuite de capitaux était limitée, en a souffert à cause de la suspension générale des prêts à l'Amérique latine (Díaz-Alejandro, 1984).

32 Cette année-là, les déficits des comptes des opérations courantes de la Thaïlande et de la Malaisie ont représenté respectivement -8,1 % et -4,4 % du PIB (base de données du FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2014).

33 Pour Wade, la République de Corée est un cas à part, car dans ce pays ce ne sont pas les intérêts acquis dans l'immobilier, mais plutôt les conglomerats industriels qui, de par leur accès aux capitaux étrangers à moindre coût, étaient liés aux milieux financiers.

34 La Province chinoise de Thaïlande et Hong Kong (Chine) ont réussi à repousser les attaques spéculatives, mais la République de Corée était beaucoup plus vulnérable à cause de sa dette à court terme.

35 Par contre, les dépenses publiques consacrées aux biens et aux services ont augmenté en pourcentage du PIB passant de 19,2 % en 1994 à 20,6 % en 1998, avec un pic en 1995 (21 %) causé par un choc positif ponctuel après un ajustement structurel des salaires et rémunérations pour tenir compte de l'inflation (*UNCTADstat*).

36 Source : base de données de la Banque mondiale, *Indicateurs de développement dans le monde*.

37 Voir aussi Demirgüç-Kunt and Detragiache, 1998 ; Reinhart and Reinhart, 2008 ; et Weller, 2001.

38 Mathématiquement, le PIB est défini par une identité fondamentale comme étant la somme de la consommation (C), des dépenses publiques (G), de l'investissement privé (I) et de la différence entre les exportations (X) et les importations (M). À partir d'hypothèses simples, il est possible de spécifier comme suit le taux d'imposition (t) et les propensions à épargner et à importer, s et m respectivement :

$$T = t \cdot \text{GDP} ; S = s \cdot \text{GDP} ; M = m \cdot \text{GDP},$$

où T désigne le revenu fiscal total et S l'épargne privée. Lorsque ces équations sont réorganisées en utilisant l'identité fondamentale du PIB, on obtient :

$$\text{GDP} = (G + I + X)/(t + s + m) \text{ ou}$$

$$\text{GDP} = w_t \cdot (G/t) + w_s \cdot (I/s) + w_m \cdot (X/m)$$

où w_t , w_s et w_m sont les coefficients de pondération attribués à chacune des fuites (taxes, propension à épargner et propension à importer, respectivement). Cette équation établit que la croissance du PIB dépend de la croissance de trois variables – G/t, I/s et X/m – à savoir la position budgétaire, la position du secteur privé et la position du secteur extérieur respectivement – dont les effets sont amplifiés par leurs multiplicateurs respectifs, compte tenu des pondérations attribués dans le contexte macroéconomique. Pour ne pas compliquer cette présentation en incluant le calcul des conditions de stationnarité, il suffit de souligner que ces trois comportements reflètent des conditions financières également, à savoir que lorsque le numérateur est plus grand que le dénominateur, on est en présence d'une position d'emprunteur net. Ainsi, pour assurer une trajectoire stable de croissance soutenue et la stabilité financière, aucun de ces trois comportements ne doit progresser à un rythme proportionnellement plus rapide que les autres sur le long terme.

39 Le compte des opérations extérieures est devenu la principale déterminante dans 40 % des cas et a joué un rôle sensiblement plus important dans 27 % des autres cas.

40 Voir Frenkel and Taylor (2006) pour une analyse des circonstances et des défis variés qui caractérisent une gestion du taux de change au service du développement.

41 Des données de la Banque mondiale indiquent qu'à la fin de 2012, la part des non-résidents sur les marchés obligataires des pays en développement ou en transition était de 26,6 %, et qu'elle avait même atteint 40 % dans certains pays (cité dans Akyüz, 2014 : 20).

42 Voir le *Rapport sur le commerce et le développement 2013*, l'annexe au chapitre I, où une simulation d'un modèle mondial montre empiriquement que les politiques axées sur l'amélioration du revenu du travail et une orientation budgétaire favorable, donnent des résultats certes positifs mais moins bons, quand les pays partenaires adoptent la politique opposée et se comportent en « resquilleurs ».

Bibliographie

- Accenture (2012). *Emerging Markets : The Opportunities for Investment Banks*. Dublin, Accenture.
- Ahmed S and Zlate A (2013). Capital flows to emerging market economies : A brave new world ? International Finance Discussion Papers No. 1081, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.
- Alper K, Kara H and Yörükoglu M (2013). Alternative tools to manage capital flow volatility. Working Paper No. 13/31, Banque centrale de la République de Turquie, Ankara.
- Akyüz Y (2008). Financial instability and countercyclical policy. Document de base pour l'élaboration du rapport sur *La situation économique et sociale dans le monde*. New York, Département des affaires économiques et sociales de l'ONU.
- Akyüz Y (2011). Capital flows to developing countries in a historical perspective. Will the current boom end with a bust ? Research Paper No. 37, South Centre, Genève.
- Akyüz Y (2013). Waving or drowning ? Developing countries after the financial crisis. Research Paper No. 48, South Centre, Genève.
- Akyüz Y (2014). Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies. Discussion Paper No. 217, CNUCED, Genève.
- Amsden A (2001). *The Rise of the Rest : Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford et New York, Oxford University Press.
- Arean M, Bouza S, Dabla-Norris E, Gerling K and Njie L (2015). Credit Booms and Macroeconomic Dynamics : Stylized Facts and Lessons for Low-Income Countries. Working Paper WP/15/11, FMI, Washington, DC.
- Barbosa-Filho N (2001). The balance-of-payments constraint : From balanced trade to sustainable debt. *BNL Quarterly Review*, 219 : 381–400.
- Barbosa-Filho N (2012). Exchange rates, growth and inflation : What if the income elasticities of trade flows respond to relative prices ? In : Deshpande A, ed. *Capital Without Borders. Challenges to Development*. Gurgaon (Haryana), Anthem Press : 53–70.
- Black Rock (2011). *Are Emerging Markets the Next Developed Markets ?* New York, Black Rock Investment Institute.
- Boughton JM (2012). *Tearing Down Walls : The International Monetary Fund 1990–1999*. Washington, DC, Fonds monétaire international.
- Calcagno A (1997). Convertibility and the banking system in Argentina. *CEPAL Review* : 63–90.
- Calcagno A (2003). Evaluación de las experiencias recientes de política cambiaria en Latinoamérica. *Foros*, 8, Banque centrale du Venezuela, Caracas.
- Calvo GA (2005). *Emerging Capital Markets in Turmoil : Bad Luck or Bad Policy ?* Cambridge et Londres, MIT Press.
- Calvo GA and Mendoza EG (2005). Petty crime and cruel punishment : Lessons from the Mexican debacle. Dans : Calvo GA, ed. *Emerging Capital Markets in Turmoil : Bad Luck or Bad Policy ?* Cambridge et Londres, MIT Press : 129–138.
- Calvo GA and Talvi E (2005). Sudden stop, financial factors and economic collapse in Latin America : Learning from Argentina and Chile. Working Paper No. 11153, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Caruana J (2011). Capital flows to the emerging market economies : A perspective on policy challenges. Speech delivered at the Forty-sixth SEACEN Governors' Conference, Colombo, Sri Lanka, 24–26 février. Disponible sur : <http://www.bis.org/speeches/sp110307.htm>.
- Chandrasekhar CP (2007). Continuity or change ? Finance capital in developing countries a decade after the

- Asian crisis. *Economic and Political Weekly*, XLII (50) : 36–44.
- Chandrasekhar CP (2015). Asian banks in trouble. *Frontline*, 9 janvier.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2013). The Asian financial crisis, financial restructuring and the problem of contagion. In : Wolfson MH and Epstein GA, eds. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. Oxford et New York, Oxford University Press : 311-325.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2015). The bursting of China's housing bubble. *Business Line*, 28 avril. Disponible sur : <http://www.thehindubusinessline.com/todays-paper/tp-opinion/the-bursting-of-chinas-housing-bubble/article7148168.ece> ; 7 juin 2015.
- Crédit Suisse (2011). *Investing for Impact : How Social Entrepreneurship is Redefining the Meaning of Return*. Zurich, Institut de recherche du Crédit Suisse.
- Crotty J and Lee KK (2004). Was the IMF's imposition of economic regime change in Korea justified ? A critique of the IMF's economic and political role before and after the crisis. Working Paper No. 77, Political Economy Research Institute, Amherst, MA.
- Damill M, Frenkel R and Rapetti M (2013). Financial and currency crises in Latin America. Dans : Wolfson MH and Epstein GA, eds. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. Oxford et New York, Oxford University Press : 296–310.
- de Bolle M, Rother B and Hakobyan I (2006). The level and composition of public sector debt in emerging market crises. Working Paper WP/06/186, FMI, Washington, DC.
- Demirgüç-Kunt A and Detragiache E (1998). Financial liberalization and financial fragility. Policy Research Working Paper No. 1917, Banque mondiale, Washington, DC.
- Díaz-Alejandro CF (1984). Latin American debt : I don't think we are in Kansas anymore. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 : 335–403.
- Díaz-Alejandro CF (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, 19 (1-2) : 1–24.
- Ebeke C and Kyobe A (2015). Global financial spillovers to emerging market sovereign debt markets. Working Paper WP/15/141, FMI, Washington, DC.
- Economist Intelligence Unit (2011). *GCC Trade and Investment Flows. The Emerging Markets Surge*. Londres, The Economist Intelligence Unit.
- Elekdog S and Wu Y (2011). Rapid credit growth : Boon or boom-bust ? Working Paper WP/11/241, FMI, Washington, DC.
- Epstein G (2007). Central banks as agents of employment creation. Working Paper No. 38, Département des affaires économiques et sociales de l'ONU, New York.
- Epstein G (2015). Achieving coherence between macro-economic and development objectives. Working Paper No. 382, Political Economy Research Institute, Amherst, MA.
- Epstein G and Yeldan E (eds.) (2009). *Beyond Inflation Targeting : Assessing the Impacts and Policy Alternatives*. Northampton, MA, Edward Elgar.
- FitzGerald EVK (1996). Intervention versus regulation : The role of the IMF in crisis prevention and management. Discussion Paper, PNUD, New York.
- Frenkel R and Rapetti M (2009). Five years of competitive and stable real exchange rates in Argentina, 2002-07. Dans : Epstein G and Yeldon AE, eds. *Beyond Inflation Targeting : Assessing the Impacts and Policy Alternatives*, Northampton, MA, Edward Elgar : 179–202.
- Frenkel R and Taylor L (2006). Real exchange rate, monetary policy and employment. Working Paper No. 19, Département des affaires économiques et sociales de l'ONU, New York.
- Gallagher KP (2015). *Ruling Capital : Emerging Markets and Reregulation of Cross-Border Finance*. Ithaca, NY, Cornell University Press.
- Ghosh J (2007). Macroeconomic and growth policies. Note d'information, Département des affaires économiques et sociales de l'ONU, New York.
- Godley W and Cripps F (1983). *Macroeconomics*. Londres, MacMillan.
- Godley W and McCarthy G (1998). Fiscal policy will matter. *Challenge*, 41(1) : 38–54.
- Gabel I (1996). Stock markets, rentier interest, and the current mexican crisis. *Journal of Economic Issues*, 30(2) : 443–449.
- Gabel I (1999). Mexico redux ? Making sense of the financial crisis of 1997-98. *Journal of Economic Issues*, 33(2) : 375–381.
- Gabel I (2006). A post-Keynesian analysis of financial crisis in the developing world and directions for reform. Dans : Arestis P and Sawyer M, eds. *A Handbook of Alternative Monetary Macroeconomics*. Northampton, MA, et Cheltenham, Edward Elgar : 403–419.
- Gabel I and Gallagher KP (2015). Capital controls and the global financial crisis : An introduction. *Review of International Political Economy*, 22(1) : 1–6.
- Herndon T, Ash M and Pollin R (2013). Does high public debt consistently stifle economic growth ? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*, 38(2) : 257–279.
- Kaltenbrunner A and Panceira JP (2014). Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability : The Brazilian experience. *Cambridge Journal of Economics*, doi :10.1093/cje/beu03.
- Kaltenbrunner A and Karacimen E (forthcoming). The Contested Nature of Financialisation in Emerging Capitalist Economies. Paru dans : Subasat T and

- Weeks J, eds. *The Great Meltdown of 2008 : Systemic, Conjunctural or Policy Created ?* Londres, Routledge.
- Khor M (2014). Developing countries facing new economic problems. *South Bulletin*, 79 : 4–5.
- Kregel J (2014a). External financing for development and international financial instability. Paru dans : Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. Londres et New York, Anthem Press : 15–40.
- Kregel J (2014b). Some Risks and Implications of Financial Globalization for National Policy Autonomy'. Paru dans : Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. Londres et New York, Anthem Press : 63–74.
- Kregel J (2014c). Capital flows : Globalization of production and financing development. Paru dans : Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. Londres et New York : Anthem Press : 41–62.
- Krugman P (1979). A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3) : 311–325.
- Krugman P (1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. *International Tax and Public Finance*, 6(4) : 459–472.
- Krugman P (2000). *The Return of Depression Era Economics*. New York, NY, Norton.
- Krugman P (2014). Currency regimes, capital flows, and crises. *IMF Economic Review*, 62(4) : 470–493.
- Laeven L and Valencia F (2008). Systemic banking crises : A new database. Working Paper WP/08/224, FMI, Washington, DC.
- Lavoie M (2001). Pricing. In : Holt RPF and Pressman S, eds. *A New Guide to Post Keynesian Economics*. Londres, Routledge : 21–31.
- Lustig N (1995). The Mexican peso crisis : The foreseeable and the surprise. *Brookings Institution Paper*, Washington, DC.
- Magnus G (2014). This time China's property bubble really could burst. *Financial Times Comment*, 12 mai. Disponible sur : <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6cd98926-d9e1-11e3-b3e3-00144feabdc0.html#axzz3cUG0DINv>.
- Markovitz H (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1) : 77–91.
- Milken Institute (2014a). *The Banking Structure and Regulation in 1993 and 2013 : A Cross-Country Comparison*. Washington, DC.
- Milken Institute (2014b). *Capital Markets in Developing Countries : The State of Play*. Washington, DC.
- Minsky H (1992). The financial instability hypothesis. Working Paper No. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Minsky H (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York, NY, McGraw-Hill.
- Montes M (1998). *The Currency Crisis in Southeast Asia*. Singapore, Institute of Southeast Asian Studies.
- Moreno-Brid JC (1998). On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(2) : 283–298.
- Moreno-Brid JC and Ros J (2004). Mexico's market reforms in historical perspective. *CEPAL Review*, 84 : 35–56.
- Neely C (2014). Lessons from the taper tantrum. *Economic Synopses*, 2, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, MO.
- Obstfeld M (1994). The logic of currency crises. Working Paper No. 4640, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA.
- OCDE (2011). Tirer le meilleur parti des flux de capitaux internationaux. Paru dans : *Perspectives économiques de l'OCDE, 2011*. Paris, OCDE : 313–337.
- Ostry JD, Ghosh AR, Habermeier K, Chamon M, Qureshi MS and Reinhart DBS (2010). Capital inflows : The role of controls. IMF Staff Position Note 10/04, Washington, DC, Fonds monétaire international.
- Palma JG (2003). The Latin American economies during the second half of the twentieth century : From the age of 'ISI' to the Age of 'The End of History'. In : Ha-Joon Chang, ed. *Rethinking Development Economics*. Londres, Anthem Press : 125–152.
- Palma JG (2011). How the full opening of the capital account to highly liquid financial markets led Latin America to two and half cycles of 'mania, panic and crash'. Cambridge Working Papers in Economics, No. 1201. Disponible sur : <http://www.econ.cam.ac.uk/dae/repec/cam/pdf/cwpe1201.pdf>.
- Patnaik P (2003). On the economics of 'open economy' industrialization. V.V. Giri Memorial Lecture for the Annual Conference of the Indian Society of Labour Economics, Kolkata, décembre.
- Patnaik P (2006). Financial flows and open economy macroeconomics. Paper presented at the IDEAs-UNDP Conference on Post Liberalization Constraints on Macroeconomic Policies, Chennai, 27-29 janvier.
- Patnaik P (2007). Financial crisis, reserve accumulation and capital flows. *Economic and Political Weekly*, 42(50) : 45–51.
- Patnaik P and Rawal V (2005). Level of activity in an economy with free capital mobility. *Economic and Political Weekly*, 40(14) : 1449–1457.
- Pinto B and Ulatov S (2010). Financial globalization and the Russian crisis. Policy Research Working Paper No. 5312, Banque mondiale, Washington, DC.
- Powell J (2013). Subordinate Financialisation : A Study of Mexico and its Non-Financial Corporations. Londres, SOAS, University of Londres, Phd thesis.
- Radelet S and Sachs J (2000). The onset of the East Asian financial crisis. In : Krugman P, ed. *Currency Crises*. Chicago, IL, University of Chicago Press : 105–153.
- Reinhart CM and Reinhart VR (2008). Capital flow bonanzas : An encompassing view of the past

- and present. Working Paper No. 14321, NBER, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2009). *This Time is Different : Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton and Oxford, Princeton University Press.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010a). From financial crash to debt crisis, Working Paper No. 15795, NBER, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010b). Growth in a time of debt. *American Economic Review : Papers & Proceedings*, 100(2) : 573–578.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010c). Growth in a time of debt. Working Paper No. 15639, NBER. Cambridge, MA. Disponible sur : <http://www.nber.org/papers/w15639>.
- Rodrik D (2015). Premature deindustrialization. Working Paper No. 20935, NBER, Cambridge MA.
- Sáinz P and Calcagno A (1999). La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis. *Temas de Coyuntura*, No. 4, Commission économique des Nations Unies pour l'Amérique latine et les Caraïbes, Santiago, Chili.
- Salazar-Xirinachs JM, Nubler I and Kozul-Wright R, eds. (2014). *Transforming Economies. Making Industrial Policy Work for Growth, Jobs and Development*. Genève, CNUCED et OIT.
- Singh A and Weisse BA (1998). Emerging stock markets, portfolio capital flows and long-term economic growth : Micro and macroeconomic perspectives. *World Development*, 26(4) : 607–622.
- Stiglitz J (2002). *Globalization and Its Discontents*. New York, NY, WW Norton.
- Stiglitz J (2003). Wither reform ? Towards a new agenda for Latin America. *CEPAL Review*, 80 : 7–37.
- Takáts E and Uper C (2013). Credit and growth after financial crises. BIS Working Paper No. 416, Banque des règlements internationaux (BRI), Bâle.
- Taylor L (2001). *External Liberalization, Economic Performance, and Social Policy*. Oxford et New York, NY, Oxford University Press.
- Taylor L (2006). *External Liberalization in Asia, Post-Socialist Europe, and Brazil*. Oxford et New York, NY, Oxford University Press.
- Thirlwall AP (2011). Balance of payments constrained growth models : History and overview. School of Economics Discussion Papers, KDPE 1111, University of Kent, Canterbury.
- Torija Zane E (2015). Bancos Centrales Periféricos : El Caso de América Latina. In : Abeles M and Prado A, eds. *Estructura productiva, instituciones y dinámica económica en América Latina y el Caribe*. Santiago, Chile, Commission économique des Nations Unies pour l'Amérique latine et les Caraïbes, Libros de la CEPAL (à paraître).
- UBS (2012) *Emerging Markets : The Multi-Asset Approach*. Zurich, UBS Asset Management Research.
- CNUCED (2011). Mondialisation et développement - Vers des trajectoires de développement durable et équitable. Rapport du secrétaire général de la CNUCED à la treizième session de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement. Genève.
- CNUCED (2012a). The rising sea of global financial markets, Background Note to the G20 Framework Working Group. Genève.
- CNUCED (2012b). *Rapport sur le commerce et le développement, 1981–2011 : trois décennies de réflexion sur le développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente E.12.II.D.5, New York et Genève.
- CNUCED (2014). The recent turmoil in emerging economies. UNCTAD Policy Brief, No. 29, Genève.
- CNUCED (2015). *Rapport sur l'investissement dans le monde, 2015 : Réformer la gouvernance de l'investissement international*. New York et Genève, Nations Unies.
- CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement 1999. Reprise fragile et risques : Commerce, finance et croissance*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.99.II.D.1, New York et Genève.
- CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement 2003. Accumulation de capital, croissance économique et transformation structurelle*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.03.II.D.7, New York et Genève.
- CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement 2011. L'économie mondiale après la crise*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.11.II.D.3, New York et Genève.
- CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement 2013. S'adapter à la nouvelle dynamique de l'économie mondiale*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.13.II.D.3, New York et Genève.
- CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement 2014. Gouvernance mondiale et marge d'action pour le développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente E.14.II.D.4, New York et Genève.
- Wade R (1998). The Asian debt-and-development crisis of 1997- ? : Causes and consequences. *World Development* 26(8) : 1535–1553.
- Wade R (2004). *Governing the Market* (second edition). Princeton, Princeton University Press.
- Weller C (2001). Financial crises after financial liberalization : Exceptional circumstances or structural weakness ? *Journal of Development Studies*, 38(1) : 98–127.
- Banque mondiale (2013). Recent developments in local currency bond markets (LCBMs). Washington, DC. Disponible sur : www.g20.org/load/783687600.
- Younger S (1993). The economic impact of a foreign-debt bailout for private firms in Ecuador. *Journal of Development Studies*, 29(3) : 484–503..

DÉFIS SYSTÉMIQUES DANS LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

A. Introduction

Aujourd'hui, les tensions et difficultés de l'économie mondiale résultent de l'interaction entre une demande effective faible et une instabilité financière persistante. La crise financière mondiale de 2008 est venue rappeler les dommages économiques et sociaux que peut causer pareille interaction. Les tentatives de réformes qui ont suivi se sont résumées essentiellement à réparer les bilans des banques, à renforcer les cadres réglementaires et à améliorer la résilience des institutions financières face aux chocs par le biais de mesures nationales et internationales. Le processus se poursuit (voir le chapitre IV du présent *Rapport*), mais le succès de ces réformes est étroitement lié à des forces macroéconomiques mondiales actuellement affaiblies, en partie en raison des dysfonctionnements du système monétaire international en vigueur.

La principale fonction du système monétaire international est de contribuer à la stabilité macroéconomique et financière mondiale en

maintenant des taux de change stables, en assurant la soutenabilité des positions des comptes courants, en fournissant suffisamment de liquidités internationales et en facilitant un ajustement ordonné aux chocs extérieurs. L'érosion et l'effondrement du système sur tous ces fronts ont contribué à l'apparition de nombreux déséquilibres macroéconomiques et financiers dans le monde, qui sont venus renforcer une multiplicité de facteurs d'instabilité sur les marchés financiers, ce qui a fini par déclencher la crise (Nations Unies, 2009 ; Kregel, 2010 ; Dorrucchi and McKay, 2011 ; voir aussi le *Rapport sur le commerce et le développement 2010*).

La propagation de la crise des marchés financiers des pays développés au reste du monde et la gestion de la crise par ces pays ont révélé que les filets de sécurité mondiaux ne suffisaient pas face à des chocs de cette ampleur. La crise a également révélé que le système monétaire international actuel est une source de grande instabilité dans la création de liquidités internationales¹ et qu'il est incapable de

Le système monétaire actuel est une source de grande instabilité dans la création de liquidités internationales et est incapable de contribuer comme il le devrait à la reprise économique mondiale.

soutenir comme il le devrait la relance de la demande globale dans le monde. En outre, devant l'instabilité financière persistante, il convient de s'interroger sur la capacité de l'environnement mondial à contribuer à la réalisation des objectifs de développement durable (ODD) actuellement débattus dans le cadre du programme de développement pour l'après-2015. Tous ces facteurs confirment qu'une réforme plus profonde du système monétaire international s'impose.

Dans le présent chapitre les carences du système monétaire international actuel sont examinées et quelques éléments de réforme sont proposés. Trois défis fondamentaux généralement reconnus comme inhérents à tout système financier international (voir par exemple, Nations Unies 2009 ; Erten and Ocampo, 2012) sont mis en lumière et leur évolution est analysée, de même que les réponses qui leur ont été apportées. Le chapitre tend à montrer que les réformes visant à remédier aux carences de l'actuel système monétaire international, telles que révélées au grand jour par la crise économique et financière mondiale, ont été pour le moins timides.

Ces trois défis fondamentaux sont les suivants :

- Le premier est la nécessité de réglementer la création des liquidités internationales. Traditionnellement, les agents privés et publics de différents pays ont volontiers accepté d'utiliser une ou plusieurs monnaies nationales comme unités comptables, moyens de paiement ou actifs de réserve dans leurs activités économiques et financières internationales. C'est surtout le dollar qui remplit cette fonction depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, mais cette situation a été associée à de fortes variations des liquidités internationales disponibles et des taux de change. En outre, la mondialisation financière et le rôle croissant des intermédiaires financiers privés comme sources de liquidités internationales ont ajouté à la complexité de ce défi.
- Le deuxième défi est d'assurer l'accès à des liquidités à court terme pour permettre la gestion des chocs². Le Fonds monétaire international (FMI) a été conçu pour fournir ce type de financement afin d'éviter que les pays n'aient recours à une combinaison de restrictions commerciales et de dévaluations compétitives.

Toutefois, les pays en développement se passent de plus en plus de l'assistance du FMI, surtout depuis la crise asiatique de 1997-1998 et préfèrent accumuler des réserves de change, qui constituent un genre d'auto-assurance et une première ligne de défense en cas de choc extérieur.

- Le troisième défi est d'assurer un partage plus équitable du fardeau de l'ajustement du compte courant³. Le processus d'ajustement est asymétrique, puisqu'il suppose une contraction de la dépense dans les pays déficitaires, qui n'est pas compensée par une augmentation de la dépense dans les pays excédentaires ; cet effet de freinage inhérent au système monétaire international a des effets particulièrement défavorables sur le dynamisme macroéconomique mondial quand la croissance de la production mondiale est déjà anémique, comme c'est le cas actuellement.

L'argument avancé dans le présent chapitre qu'étant donné que les capitaux internationaux à court terme d'origine privée jouent un rôle de plus en plus important comme source de liquidités internationales, ils ont causé des cycles d'expansion-récession poussant les pays en développement à constituer des réserves de change importantes, même si cela suppose un transfert injuste de ressources aux pays à monnaie de réserve. Sous sa forme actuelle, le système monétaire international est à la fois instable et injuste et oblige les pays en développement à s'adapter aux effets de politiques échappant entièrement à leur contrôle.

Le présent chapitre ne propose aucun plan de réforme du système financier international, mais se concentre plutôt sur les principales difficultés que posent les trois défis mentionnés plus haut et analyse diverses propositions, ainsi que les conditions qui doivent être réunies pour les mettre en œuvre.

Le présent chapitre est organisé comme suit. La section B retrace l'évolution historique du système monétaire internationale en montrant comment il a cherché, sous ses différentes formes, à répondre aux défis énumérés plus haut. Elle montre également comment l'ère de l'après-Bretton Woods a accentué ces défis. Faisant fond sur cette analyse, la section C évalue plusieurs propositions de réforme approfondie de l'actuel système monétaire

international devant aboutir à la création d'un nouveau système centralisé, de même que d'autres changements plus graduels, donc peut-être plus faciles à réaliser. L'analyse de ces changements inclut certaines mesures volontaristes que les pays en développement pourraient adopter pour mieux atteindre leurs objectifs de développement. Cette

section porte également sur la manière dont une plus grande coopération monétaire régionale pourrait aider à remédier à l'effet de freinage du système monétaire international, ouvrant ainsi la voie à une réforme plus globale à l'avenir. La section D résume les principales conclusions et propose quelques lignes d'action possibles.

B. Le système monétaire international : principaux défis et évolutions des solutions proposées

Tout système monétaire international est confronté aux trois défis décrits plus haut. Les conditions économiques et institutionnelles déterminent la forme que prennent ces défis, ainsi que la nature et l'efficacité des réponses qui leur sont apportées. Tel est le thème central de la présente section.

1. *L'étalon-or et le système de Bretton Woods*

L'étalon-or classique, qui a duré de 1880 environ jusqu'au début de la première guerre mondiale, était supposé répondre à ces trois défis en subordonnant la création de liquidités mondiales à la quantité d'or physiquement disponible et en forçant un ajustement des prix en fonction des variations des réserves d'or des pays résultant des entrées et des sorties de leur compte courant. Cependant, dans la réalité, son fonctionnement n'obéissait pas au mécanisme automatique de détermination des prix par les flux des métaux précieux, qui avait été conçu pour assurer des ajustements symétriques ; son fonctionnement a été plutôt déterminé par le rôle dominant joué par le Royaume-Uni, qui était à l'époque la principale provenance des flux de capitaux dans le monde et servait d'entrepôt au commerce mondial, autrement dit par un ensemble de réseaux commerciaux, financiers et politiques

dont le centre était la City de Londres (voir Triffin, 1961 ; de Cecco, 1974 ; Panic, 1992 ; et Eichengreen, 1992). Le système a rendu possible une période de relative stabilité dans l'économie mondiale, ainsi que d'importants mouvements transfrontaliers de capitaux (et de personnes) et l'expansion des courants commerciaux. Toutefois, cette stabilité était essentiellement limitée aux pays qui allaient devenir le « cœur » de l'économie mondiale. Grâce aux flux de capitaux continus provenant du Royaume-Uni, quelques pays, comme les États-Unis, ont pu accumuler des déficits courants excessifs pendant de longues périodes, alors que les pays en développement ayant un déficit courant étaient confrontés à des flux de capitaux beaucoup plus instables et à des ajustements plus préjudiciables, parce que les pays excédentaires n'étaient pas pressés de procéder à des ajustements. Le système s'est effondré à la veille de la première guerre mondiale, à un moment où il était devenu évident que les grandes économies – en particulier celle du Royaume-Uni – n'avaient pas respecté les règles et avaient augmenté leur base monétaire beaucoup plus que ce que justifiaient leurs réserves d'or.

Les tentatives de retour à des systèmes basés sur l'étalon-or après la première guerre mondiale se sont heurtées au double problème du niveau élevé des prix nominaux résultant de l'inflation héritée de la guerre et des variations dans les positions des créanciers et des débiteurs. Ainsi, le Royaume-Uni n'a pas pu prendre les rênes de l'économie mondiale.

Le fardeau de l'ajustement retombant lourdement sur les pays déficitaires, dont le Royaume-Uni faisait partie, le système ne pouvait plus être maintenu. En 1925, le Royaume-Uni est revenu à la parité d'avant-guerre, qui surévaluait fortement sa monnaie, et s'est finalement vu obligé de sortir de l'étalon de change-or en 1931. En outre, les pays excédentaires n'ont pas donné à l'économie mondiale cette impulsion expansionniste qui aurait pu faire contrepoids à l'effet de freinage des mesures que les autres pays ont été forcés d'adopter face à la baisse de leurs réserves d'or. Sous l'effet conjugué de tous ces facteurs, l'économie mondiale s'est fortement contractée, ce qui a contribué à la Grande dépression, qui a causé l'effondrement des prix et fait naître un risque de déflation par la dette (Eichengreen, 1992).

Face à cette situation, beaucoup de pays, au lieu d'opter pour des politiques macroéconomiques expansionnistes de manière coordonnée, ont abandonné l'étalon de change-or et ont dévalué leur monnaie pour stimuler leurs exportations nettes, tout en ayant recours à des politiques protectionnistes pour limiter leurs importations.

Cependant, les exportations additionnelles des uns sont les importations additionnelles des autres. Ainsi, au bout du compte, cette politique du chacun pour soi a eu pour effet d'aggraver la volatilité aussi bien des taux de change que de la production, ce qui a fait reculer le commerce international et accentué la chute de la demande globale.

La Conférence de Bretton Woods en 1944 avait pour objectif fondamental de trouver un système international capable d'empêcher les pratiques commerciales restrictives et les dévaluations compétitives de l'entre-deux-guerres. Les participants ont également voulu éliminer l'or comme base monétaire et comme déterminant des taux de change et ont discuté de la question de savoir si et comment le fardeau de l'ajustement devait être également réparti entre les pays excédentaires et déficitaires.

Comme on le sait, le système monétaire international mis en place après la guerre par la Conférence de Bretton Woods donnait largement satisfaction au principal pays créancier, les États-Unis. La caractéristique principale de ce système était

une grille de taux de change fixes entre le dollar et toutes les autres monnaies, avec possibilité pour les banques centrales de convertir les dollars en or au prix fixe de 35 dollars l'once d'or. Les parités ne pouvaient être changées qu'en cas de déséquilibre fondamental, ce qui empêchait les dévaluations compétitives de l'entre-deux-guerres. Toutefois, cela signifiait également que les ajustements passaient rarement par le mécanisme des prix (c'est-à-dire en agissant sur le taux de change)⁴ et passaient plutôt par des changements dans les quantités (c'est-à-dire en agissant sur la demande intérieure).

Ce système visait également à limiter l'ampleur des déficits extérieurs, donc la nécessité de recourir à des apports de capitaux pour financer ces déficits.

La Conférence de Bretton Woods avait pour but d'établir un système capable d'empêcher les pratiques commerciales restrictives et les dévaluations compétitives de l'entre-deux-guerres.

Pour cela, des prêts étaient accordés aux pays déficitaires en utilisant les contributions en monnaies nationales versées au FMI nouvellement créé par ses membres, sous réserve de conditions déterminées par son Conseil des gouverneurs. Toutefois, dans la mesure où ces conditions ne s'appliquaient qu'aux pays déficitaires demandant l'assistance du FMI et où les prêts du Fonds à ces

pays étaient assortis de conditions strictes concernant notamment la dévaluation de leur monnaie et le resserrement de leur politique monétaire et budgétaire, le système avait tendance à freiner les économies, contrairement à ce que recherchait les premiers architectes des accords de Bretton Woods.

Dès le début des années 1960, les réserves en dollars détenues à l'étranger ont commencé à dépasser la valeur des réserves d'or des États-Unis sur la base de la parité déclarée de 35 dollars par once d'or. C'est ce qui a donné lieu au « paradoxe de Triffin » : si les États-Unis cessaient de fournir des dollars à d'autres pays, le commerce international et les revenus mondiaux risqueraient la stagnation, mais si les États-Unis continuaient à lubrifier le commerce et la croissance en fournissant des dollars en quantités illimitées, les marchés perdraient confiance et se mettraient à douter de la capacité des États-Unis à convertir les dollars en or au taux fixé, comme ils s'y étaient engagés. L'une des solutions au paradoxe de Triffin a été la création d'une monnaie artificielle, le droit de tirage spécial (DTS), qui a donné aux

banques centrales le droit d'obtenir, sans condition, du FMI des dollars ou toute autre monnaie largement utilisée dans le monde. Ces DTS devaient être utilisés par les pays pour soutenir leur commerce en expansion et comme moyen de paiement, sans exiger la création de dollars. Mais, lorsque ces unités sont enfin devenues disponibles en janvier 1970, il s'est avéré que la mesure n'allait pas assez loin et arrivait trop tard.

2. L'après Bretton Woods

Les États-Unis ont officiellement suspendu la convertibilité du dollar en or le 15 août 1971. Le système de Bretton Woods basé sur des taux de change fixe s'effondra finalement en 1973 et les taux de change flexibles devinrent la règle, les Statuts du FMI ayant été modifiés pour légitimer le flottement des taux de change⁵. Le Fonds a été en même temps invité à « exercer une ferme supervision sur les politiques de change des membres » afin d'empêcher les dévaluations compétitives et la sous-évaluation de longue durée des monnaies, tout en faisant en sorte que le mécanisme d'ajustement soit plus symétrique.

Outre l'abandon de la convertibilité du dollar en or et l'adoption généralisée du flottement des taux, l'autre caractéristique essentielle de l'après-Bretton Woods est l'évolution des modes de création de liquidités. Les capitaux internationaux d'origine privée et souvent à court terme sont devenus une source complémentaire de liquidités s'ajoutant au mécanisme passant par le déficit du compte courant des États-Unis, ce qui signifie que les liquidités mondiales ne sont plus obtenues uniquement auprès de sources dites « publiques », à savoir auprès d'autorités monétaires qui fournissent sans condition les fonds nécessaires pour payer des créanciers (BRI, 2011 : 4). Ces liquidités « publiques » peuvent être obtenues 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). Elles peuvent être complétées, comme cela

Les flux de capitaux internationaux privés à court terme jouent un rôle de plus en plus important dans la disponibilité de liquidités, ce qui les rend procycliques et instables...

a de plus en plus été le cas, par des « liquidités privées », issues des transactions internationales d'établissements financiers (par exemple, des banques) et non financiers (par exemple, des entreprises) accordant des crédits à l'étranger et/ou des prêts en devises⁶. En résumé, les systèmes monétaire et financier internationaux ont fusionné.

Le flottement des taux de change, la libéralisation graduelle des flux de capitaux internationaux et leur rôle croissant comme source de liquidités, étaient supposés alléger les pressions contraignant les pays déficitaires à effectuer des ajustements par des modifications quantitatives (c'est-à-dire en réduisant la demande intérieure) et favoriser plutôt un ajustement par les prix (c'est-à-dire en modifiant les taux de change), passant notamment par l'appréciation de la monnaie des pays excédentaires. C'était jugé d'autant plus important que les flux de capitaux internationaux avaient beaucoup augmenté après l'envolée des cours du pétrole. Ces mécanismes respectueux du jeu des forces du marché étaient également censés décourager la constitution de réserves officielles toujours plus grandes, tout en laissant à chaque pays l'autonomie nécessaire pour poursuivre les objectifs de sa politique macroéconomique intérieure.

Cependant, contre toute attente, l'après-Bretton Wood s'est caractérisé par des fluctuations prononcées et récurrentes des taux de change, des déséquilibres importants dans les paiements et une hypertrophie des réserves. En outre, les nouveaux dispositifs du système monétaire international n'ont pas réussi à supprimer les effets de freinage résultant du fait qu'en cas de déséquilibre les pays déficitaires portaient une plus grande part du fardeau de l'ajustement que les pays excédentaires ; de plus, la libéralisation des flux de capitaux internationaux a créé de nouvelles formes d'instabilité résultant de la volatilité et de la procyclicité intrinsèques des flux de capitaux privés.

Avant la crise financière mondiale qui s'est déclarée en 2008, le plus gros des crédits en dollars étaient sous forme de prêts bancaires. Les banques européennes (essentiellement françaises, allemandes, suisses et britanniques), en quête de placements sûrs n'exigeant pas un niveau minimum de fonds propres

(par exemple, les obligations adossées à des titres émis par les banques américaines) représentaient le tiers du marché bancaire mondial en dollars (Borio *et al.*, 2014). C'est peut-être aussi une indication que les banques européennes ont joué un plus grand rôle dans le financement du boom du crédit antérieur à la crise que les pays en développement avec les importantes réserves de change qu'ils avaient constituées sous la forme d'obligations du Trésor des États-Unis malgré leur excédent commercial souvent élevé. Par contre, depuis la crise, ces crédits en dollars sont accordés sous la forme d'obligations émises par des entreprises et des gouvernements autres que ceux des États-Unis. Selon une évaluation récente effectuée par McCauley *et al.* (2015), les crédits en dollars consentis à des emprunteurs non financiers hors des États-Unis, comprenant les prêts bancaires et les obligations venus à échéance, se chiffraient à 8 000 milliards de dollars au milieu de 2014, soit l'équivalent de 13 % de la production mondiale (États-Unis non compris)⁷. Ces crédits en dollars hors des États-Unis dépassent de beaucoup les crédits de même nature accordés en euros et en yen, qui totalisent l'équivalent de 2 500 milliards de dollars et 600 milliards de dollars respectivement. Autre facteur à signaler, les crédits en dollars octroyés à des emprunteurs hors des États-Unis ont augmenté beaucoup plus rapidement que le crédit intérieur entre 2005 et le début de la crise financière, mais aussi depuis 2009.

L'essor considérable des liquidités mondiales d'origine privée a plusieurs conséquences. Premièrement, les liquidités internationales sont devenues procycliques et instables, car les flux de capitaux privés sont prompts à réagir aux cycles financiers mondiaux sous l'effet de « facteurs de répulsion » (*push factors*), tels que la quête de rendements plus élevés des investisseurs, leur capacité à recourir à l'effet de levier et les politiques monétaires des pays avancés. La part des capitaux internationaux privés entrant dans un pays donné dépend des « facteurs d'attraction » (*pull factors*) présents dans ce pays, tels que ses prévisions de croissance, ses besoins en financement extérieur et le degré d'ouverture de son compte de capital (voir, par exemple, Rey, 2013 ; Ghosh *et al.*, 2014). En période d'expansion, les liquidités créées par le secteur privé viennent s'ajouter aux liquidités

publiques. En temps de crise, par contre, l'appétit des investisseurs pour le risque et leur capacité à recourir à l'effet de levier tendent à diminuer, causant un net retrait des liquidités internationales d'origine privée. À cause de ce comportement procyclique des flux de capitaux privés, c'est lorsque les pays manquent le plus de liquidités que leur composante internationale risque de se raréfier, ce qui ne laisse plus que leur composante publique.

Deuxièmement, les liquidités privées étant devenues plus disponibles, les pays ayant un compte courant déficitaire peuvent repousser l'ajustement tant qu'ils ont accès à des prêts privés en quantités suffisantes, au risque d'aggraver les pressions procycliques et de rompre tout lien entre l'évolution du taux de change et les fondamentaux. Si rien n'est fait pour endiguer les flux de capitaux ou si les banques centrales n'interviennent pas sur les marchés de change pour empêcher que les afflux de capitaux ne causent une dépréciation de leur monnaie, il n'existe aucun mécanisme économique

ou institutionnel pour contenir ce processus autoalimenté, qui aggrave les déficits commerciaux et augmente les entrées de capitaux, si ce n'est la confiance des marchés financiers mondiaux dans la soutenabilité du processus – une confiance qui finit par se dissiper.

Troisièmement, les flux financiers bruts sont plus pertinents que les flux nets (ou que l'évolution des quantités et des prix des biens et des services échangés) pour expliquer les crises de la balance des paiements. Ils influent également sur le solde du compte courant, étant donné que des positions créditrices et débitrices brutes substantielles induisent des flux de revenus importants. L'effet net sur le compte courant tend à être négatif dans le cas des pays en développement, non seulement parce que leur passif financier est généralement supérieur à leur actif, mais aussi en raison de l'écart entre les taux débiteurs et les taux créditeurs.

En outre, lorsqu'un pays voit s'arrêter brusquement les entrées brutes de capitaux et augmenter simultanément les sorties brutes, cette diminution des flux nets produit un choc équivalent à une détérioration du compte courant, car les taux de change fluctuent. Ces fluctuations peuvent être particulièrement dangereuses en cas de déséquilibre

... La réaction des pays en développement est de constituer des réserves de change substantielles en guise d'auto-assurance...

important entre les monnaies de libellé des actifs et des passifs dans les bilans ; une forte baisse du taux de change peut à son tour aggraver les difficultés de service de la dette et multiplier les défauts de paiement. C'est ce qui se produit, en particulier, lorsque ces asymétries se produisent dans les bilans du secteur privé, qui ne peut puiser dans des réserves de change pour faire face au manque de liquidités.

Depuis les années 1970, les pays émergents ont traversé une succession de crises financières étroitement liées à de brusques revirements des flux de capitaux privés (voir le chapitre II). Cette expérience a poussé les pays en développement intégrés au système financier mondial à accumuler des liquidités publiques, sous la forme de réserves de change, ce, pour deux raisons : en premier lieu, à titre d'auto-assurance pour se prémunir contre toute pénurie de liquidités pouvant résulter d'un arrêt brutal ou d'un revirement des entrées de capitaux ; en second lieu, les réserves accumulées sont 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. Ceci signifie que la constitution de réserves peut, dans une grande mesure, être vue comme une mesure de politique générale visant à atténuer les effets négatifs de flux internationaux procycliques sur l'économie.

Cette stratégie a un autre objectif lié au précédent, celui de pouvoir se passer de l'aide du FMI dans les situations de crise, étant donné que les conditionnalités dont sont assortis les prêts de cette institution sont largement responsables de contractions macroéconomiques graves. Ces conditionnalités sont souvent basées sur une évaluation inappropriée du problème sous-jacent, comme l'a reconnu le FMI lui-même (*Rapport sur le commerce et le développement*, éditions de 2001 et de 2011 ; FMI, 2011a).

La constitution de réserves de change excessives n'est pas seulement une mesure de précaution ; d'autres facteurs entrent également en jeu, tels que le régime de change et les stratégies macroéconomiques spécifiques choisis par un pays. Ces facteurs jouent un rôle particulièrement important dans les pays qui font reposer leur croissance sur la promotion de leurs exportations nettes et ont recours à des interventions sur le marché des changes pour préserver leur compétitivité extérieure. Ces stratégies de croissance

axées sur les exportations ont souvent été à l'origine d'importants excédents du compte des transactions courantes.

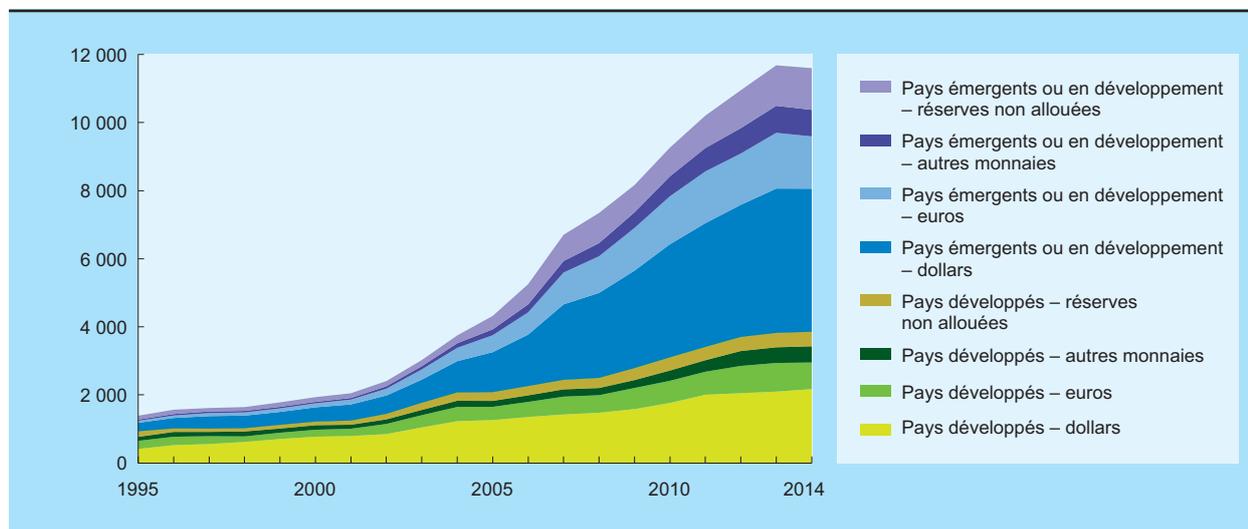
Les réserves totales de change ont fortement augmenté depuis le début du millénaire, atteignant 12 000 milliards de dollars en 2014 (graphique 3.1). Cette augmentation a été essentiellement le fait des pays en développement, en particulier de la Chine. En 2014, la Chine détenait le tiers environ des réserves mondiales de change et plus ou moins 45 % de celles des pays en développement⁸.

Ces réserves ont parfois été jugées « excessives » au regard de critères classiques tels que les montants d'actifs généralement requis pour contenir les variations des recettes d'exportation ou pour reconduire la dette extérieure à court terme (échéance à moins d'un an) (la règle dite de « Guidotti-Greenspan » pour déterminer le niveau de réserves à cibler). Toutefois, des estimations empiriques indiquent que d'autres facteurs, comme l'ouverture financière, la stabilité du taux de change au niveau souhaité et la taille du système bancaire national, sont à prendre en considération pour déterminer le montant des réserves nécessaires. En temps de crise, les décideurs souhaitant éviter une dépréciation de la monnaie ou en atténuer les effets doivent être prêts à résister à un retrait soudain et massif des dépôts intérieurs liquides (c'est-à-dire à une « fuite soudaine de capitaux »), en plus de contenir les pressions à la baisse de leur monnaie induites par l'arrêt et le renversement soudain des entrées de capitaux étrangers. Il en ressort que le niveau de réserves à cibler n'est pas déterminé suivant les mêmes critères pour tous les pays⁹. Dans le cas des pays en développement financièrement intégrés, le niveau de réserves peut être déterminé en appliquant la règle de Guidotti-Greenspan et en tenant compte également de la masse monétaire au sens large comme source potentielle d'une fuite de capitaux des résidents. Pour les pays qui, comme de nombreux pays moins avancés (PMA), sont moins intégrés aux marchés financiers mondiaux, les règles classiques liées aux échanges commerciaux restent un bon point de départ, mais le niveau exact des réserves doit être déterminé en tenant compte des spécificités de chaque pays. Dans le cas des pays développés, le niveau des réserves dépend de la possibilité pour ces pays d'avoir rapidement accès à d'autres sources de liquidités internationales publiques (par exemple via les accords de swaps permanents entre

Graphique 3.1

RÉSERVES DE CHANGE DE DIFFÉRENTS GROUPES DE PAYS, PAR MONNAIE DE LIBELLÉ, 1995-2014

(En milliards de dollars courants)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED à partir de FMI 2015a.

Note : Les données concernant la composition des réserves de change de la Chine n'étant pas publiées, le graphique inclut ces réserves de change dans les réserves allouées, pour toute la période considérée, dans les proportions suivantes basées sur des estimations de 2014 (*Financial Times*, 15 avril 2014) : les deux tiers environ en dollars, le quart en euros et le reste en d'autres monnaies.

banques centrales, comme on le verra dans la section suivante). Faute d'y avoir accès, ces pays doivent avoir suffisamment de réserves pour atténuer les risques que représentent pour les bilans de leurs secteurs bancaire et non bancaire toute pénurie de liquidités en dollars et les dysfonctionnements qui en résultent sur leurs marchés de change, ainsi que pour limiter les répercussions de telles situations une fois qu'elles se sont produites (pour de plus amples renseignements, voir, par exemple, FMI, 2015b).

L'ampleur des réserves de change des pays est telle, qu'elle a créé un nouveau paradoxe de Triffin. À l'origine, ce paradoxe était lié au niveau des réserves officielles en dollars et au fait que ceux qui détenaient ces dollars étaient assurés que les États-Unis pourraient convertir ces réserves en or au prix fixé. Sous sa nouvelle forme, ce paradoxe se réfère à l'action conjuguée de deux mécanismes : le premier est que l'accumulation persistante de réserves de change est associée à l'achat continu d'actifs supposément « sûrs », tels que les obligations d'État dans les pays à monnaie de réserve ; et le second est que les détenteurs de ces réserves de change doivent être assurés que ces obligations d'État et ces

monnaies de réserves ne risquent pas de se déprécier, car si cela devait se produire le pouvoir d'achat de leurs réserves diminuerait (Aglietta and Coudert, 2014)¹⁰. À moyen et long termes, le rôle du dollar en tant que principale monnaie internationale dépendra, en partie, des politiques budgétaires futures des États-Unis et d'autres pays ayant un certain poids et de la performance de leurs économies (Eichengreen, 2011) et, en partie, de l'existence d'autres monnaies capables de revendiquer ce rôle.

On ne voit pas encore très clairement quelles autres monnaies pourraient assumer ce rôle. On aurait pu s'attendre à ce que la crise financière mondiale qui s'est d'abord déclarée aux États-Unis en 2008 remette sérieusement en question le rôle international du dollar¹¹. Pourtant, le dollar s'en est sorti indemne en tant que monnaie internationale et s'est plutôt renforcé depuis l'éclatement de la crise (voir, par exemple, Prasad, 2013). On n'observe dans le commerce international aucune diversification sensible dans ce domaine et le dollar reste la principale monnaie de facturation (Goldberg and Tille, 2008 ; Auboin, 2012)¹². Il a également gardé sa position dominante sur les marchés de change,

puisqu'il continue d'être utilisé dans plus de 85 % des transactions de change dans le monde, soit par les deux parties aux transactions, soit dans des transactions comportant un échange avec d'autres monnaies (BRI, 2014 ; Goldberg, 2011)¹³. Le dollar reste également la principale monnaie utilisée dans les accords de change de beaucoup de pays et est encore la monnaie dominante dans les réserves de change des banques centrales, représentant environ les deux tiers de la composition déclarée de ces réserves dans les pays aussi bien développés qu'en développement (graphique 3.1). En outre, le dollar demeure la monnaie la plus utilisée sur les marchés financiers internationaux.

...Toutefois, des ressources sont transférées aux pays à monnaie de réserve, ce qui rend le système monétaire international particulièrement injuste.

Pour résumer, il ressort de la présente section que l'étalon-dollar est un système à la fois instable et injuste. Sous l'effet conjugué du flottement généralisé des monnaies, de l'importance accrue des flux de capitaux internationaux privés comme source de liquidités et de politiques macroéconomiques largement motivées par des priorités nationales, les liquidités internationales disponibles ont fortement fluctué et il a fallu des crises pour corriger les

déséquilibres extérieurs souvent importants résultant de cette situation. Par conséquent, le système actuel n'a pas su garantir un degré raisonnable de stabilité macroéconomique et financière à l'échelle mondiale. Les pays en développement intégrés aux marchés financiers ont choisi de remédier à cette carence du système en constituant des réserves de change substantielles, malgré le transfert de ressources

aux pays à monnaie de réserve qui en résulte et qui rend ce système particulièrement injuste¹⁴. L'accumulation de graves déséquilibres extérieurs – souvent associés à des flux financiers très instables – et les ajustements perturbateurs qu'ils nécessitent montrent que des limites doivent être imposées à la taille de ces

déficits. Ces déséquilibres font également ressortir la nécessité de disposer, surtout en temps de crises, de liquidités libellées en devises sous des formes plus efficaces à l'échelle mondiale et capables de se substituer partiellement, puis totalement, aux grandes réserves de change détenues par mesure de précaution par les pays. Ces questions sont examinées dans la section suivante.

C. Comment réformer le système monétaire international

L'exhaustivité et la faisabilité des nombreuses propositions de réforme du système monétaire international sont inversement liées. C'est surtout vrai des propositions qui tendent à revenir à un système davantage fondé sur des règles et mieux coordonné au niveau multilatéral, conçu pour répondre aux trois défis mentionnés dans l'introduction. La plupart de ces propositions ne datent pas d'aujourd'hui et refont surface périodiquement après chaque grande crise financière internationale. Ce n'est pas surprenant. En effet, ces propositions sont un cadre de référence pour la formulation de mesures plus graduelles, mais faisables, susceptibles de faire l'objet d'un consensus à court terme. À cet égard, il y a lieu de se demander si, aujourd'hui, compte tenu de la situation peu

brillante de l'économie mondiale, des propositions de réforme de grande portée ont plus de chance d'être politiquement acceptées et de faire l'objet du haut degré d'accord multilatéral et de coordination des politiques macroéconomiques nécessaire.

La présente section commence par un examen de certaines de ces propositions de grande portée. Elle se concentre ensuite sur une seconde catégorie de propositions, moins ambitieuses cette fois, mais qui pourraient être facilement mises en œuvre. Cette deuxième catégorie de propositions envisage généralement des réformes qui permettraient non seulement d'accroître les actifs sûrs disponibles, en particulier les liquidités publiques en temps de crise,

mais aussi de limiter le rôle des flux de capitaux privés à court terme en tant que sources de liquidités internationales. Ces réformes réduiraient la demande de réserves de change et l'accumulation de déficits courants insoutenables. Elles semblent également bien cadrer avec les mesures visant à augmenter la contribution des pays excédentaires à l'ajustement. Plusieurs possibilités au niveau des régions ou des groupes de pays sont également examinées, telles que les apports de liquidités, la surveillance des politiques et les mécanismes de partage du fardeau de l'ajustement. L'adoption de ce genre de mesures aux niveaux régional et interrégional serait une amélioration par rapport au système actuel particulièrement injuste, qui soumet les pays en développement à des pressions les poussant à des ajustements perturbateurs et les obligeant à constituer d'importantes réserves de change. Dans la conjoncture actuelle, ces propositions visant une plus grande intégration monétaire régionale entre pays en développement pourraient s'avérer plus faisables politiquement que des réformes mondiales exhaustives, et elles prépareraient le terrain en vue de l'adoption de telles réformes à l'avenir.

La présente section ne prétend pas proposer un modèle pour la création d'un nouveau système monétaire international, mais analyse plutôt les propositions actuelles afin de déterminer en quoi elles permettraient de répondre aux trois éternels défis inhérents à tout système monétaire international. On y examine également les conditions qui doivent être assurées pour mettre en œuvre ces propositions de façon à jeter les bases de la stabilité macroéconomique et financière mondiale.

1. La création d'un nouvel ordre monétaire mondial

Les propositions concernant la création d'un nouvel ordre mondial mettent souvent en avant la nécessité d'une monnaie internationale et partent généralement du principe que les régimes de flottement administrés de l'après-Bretton Woods ont déçu. Les fluctuations extrêmes des taux de change ont été reconnues comme étant une faille systémique grave, représentant une menace constante pour l'expansion ordonnée du commerce et des revenus dans le monde (Mundell, 2012).

Pour certains (par exemple, Mundell, 2012), la création d'une monnaie internationale serait l'aboutissement d'un enchaînement naturel passant par l'établissement de zones cibles pour les trois grandes monnaies de réserve et par la création d'une union monétaire à monnaies multiples, qui ancrerait les taux de change, fixerait un taux d'inflation cible, constituerait un comité mixte de politique monétaire, établirait un dispositif de coordination des politiques budgétaires et créerait une monnaie internationale. Dans un premier temps, cette monnaie internationale serait constituée d'un panier composé des trois monnaies principales et serait ensuite progressivement étendue à d'autres pays¹⁵. Lin (2013) a présenté une autre proposition, selon laquelle l'offre de cette nouvelle monnaie internationale serait régie par un traité international et pourrait être augmentée suivant une règle bien définie. Le taux de change entre la monnaie internationale et toutes les monnaies nationales serait fixe, mais ajustable. Tout en reconnaissant que ce type de propositions n'a guère réussi à s'imposer jusqu'ici, leurs partisans font valoir que la fréquence accrue des crises monétaires et le poids en recul des États-Unis dans l'économie mondiale pourraient convaincre les pays que cette reconstruction du système monétaire international serait dans leur intérêt et dans celui de la stabilité économique mondiale (Mundell, 2012).

Les effets négatifs du désalignement des taux de change sur les flux commerciaux ont également amené à formuler des propositions en faveur d'une coordination multilatérale des taux de change. Ces propositions représentent peut-être une étape de l'enchaînement menant naturellement à la création d'une monnaie internationale (à savoir la première étape du système proposé par Mundell). Cependant, dans la mesure où ces aspirations semblent difficiles à satisfaire, la recherche d'un système de gestion des taux de change approprié est en soi un programme de réforme¹⁶. C'est particulièrement vrai quand la coordination des politiques de change obéit à des règles qui empêchent l'accumulation de déficits extérieurs importants résultant des écarts de prix et de coûts entre les pays. Ainsi, l'objectif principal serait de créer un système de change capable de maintenir la stabilité des taux de change réels et d'assurer la stabilité macroéconomique mondiale (*Rapports sur le commerce et le développement*, éditions de 2009 et 2011).

Il y a certains avantages à centrer la coordination internationale des politiques sur la gestion des taux de change. Par exemple, il est possible de se fonder sur les dispositions de l'article IV des Statuts du FMI en vertu desquelles les pays s'engagent à collaborer « pour assurer le maintien de régimes de change ordonnés et promouvoir un système stable de taux de change ». En outre, l'adoption de taux de change au niveau multilatéral assurerait un ensemble cohérent et multilatéralement accepté de positions extérieures des différents pays. En effet, les rares fois où la coordination internationale des politiques a été efficace ont été lorsqu'il s'est agi de corriger des désalignements des taux de change, par exemple l'Accord du Plaza et l'Accord du Louvre dans les années 1980. Cependant, dans tout effort de coordination des politiques de change, il sera toujours très difficile de définir les critères à appliquer tant pour fixer les taux cibles de départ que pour les modifier par la suite, de déterminer les causes fondamentales de toute différence majeure entre les taux réels et les taux cibles et de décider si les taux cibles devraient être ajustés¹⁷. En outre, un équilibre devra être assuré entre la perte d'autonomie politique que les décideurs devront accepter et le degré de coordination nécessaire pour maintenir les taux de change à l'intérieur d'une fourchette susceptible de leur assurer une stabilité raisonnable. En l'absence de réglementations des mouvements internationaux de capitaux, cette coordination serait difficile, voire impossible. En outre, le fait que de nombreuses banques centrales tentent simultanément aujourd'hui d'amener une dépréciation de leur monnaie porte à penser que le taux de change reste un instrument important servant surtout à promouvoir des intérêts économiques nationaux.

Le tarissement des liquidités privées en périodes de crises financières et les difficultés d'accès rapide à des liquidités publiques pour un financement d'urgence ont suscité un regain d'intérêt pour la recherche d'un système monétaire international plus diversifié. Cette diversification passerait par le remplacement du dollar, l'actuelle

monnaie de référence, par un panier de devises dans lequel plusieurs monnaies internationales (le dollar, l'euro, le yuan et, peut-être, d'autres monnaies) joueraient un rôle plus important. Selon certains observateurs, ce genre de système aurait plusieurs avantages (voir, par exemple, Farhi *et al.*, 2011 ; Lee, 2014), car il assurerait un ravitaillement plus souple en liquidités et atténuerait le paradoxe de Triffin. Ils font valoir qu'un tel système offrirait un plus grand choix aux pays pour diversifier leurs réserves de change, soumettrait les politiques des pays à monnaie de réserve à une plus grande discipline et empêcherait ces pays d'abuser du « privilège exorbitant » d'émettre leur monnaie pour soutenir des ambitions purement nationales, passant avant l'intérêt mondial. En outre, contrairement à l'idée selon laquelle l'existence d'une seule monnaie internationale créerait des externalités de réseau, un système multidevises pourrait être plus efficace économiquement, car il faciliterait les transactions économiques entre blocs monétaires et permettrait ainsi de réduire les coûts de transaction. Comme le soulignent certains auteurs, il y a eu dans l'histoire plusieurs périodes où des monnaies internationales ont coexisté (par exemple, Eichengreen, 2005).

D'autres ont fait remarquer que toute banque centrale qui émet une monnaie internationale fonde ses décisions uniquement sur des intérêts nationaux et non sur ce qui est bon pour le système de paiements international et l'économie mondiale. Ce problème existerait également dans un système multidevises. Qui plus est, la discipline renforcée qui est censée résulter de la concurrence entre les monnaies n'est possible que si ces monnaies sont de proches substituts. Même à supposer qu'elles le soient, il y aurait un risque de variation abrupte et prononcée des taux de change, non seulement pendant la période de transition pendant laquelle les banques centrales diversifieraient leur portefeuille d'actifs de réserves, mais aussi après la mise en place du système. En effet, dans un système multidevises, ceux dont les avoirs sont libellés dans des monnaies de réserve s'empresseraient de convertir ces avoirs dans

L'exhaustivité et la faisabilité des réformes sont inversement liées.

La mise en place de nouveaux mécanismes multilatéraux demeure l'objectif à long terme de tout programme de réforme globale.

d'autres monnaies avant que d'autres n'en fassent autant, à chaque fois qu'un événement quelconque ferait baisser ou menacerait de faire baisser la valeur de leurs portefeuilles. Cette conversion pourrait être interprétée par les autres détenteurs de monnaies de réserve comme annonçant une crise imminente et les pousser à convertir leurs propres portefeuilles à leur tour. Il en résulterait une grande volatilité des taux de change des pays à monnaie de réserve.

Outre la question de la stabilité d'un système monétaire multipolaire, il faut se demander quelles monnaies viendraient se joindre au dollar. Les forces du marché jouent un rôle important dans l'utilisation accrue d'une monnaie comme monnaie internationale, bien que les dirigeants politiques aient parfois tenté de promouvoir ou d'empêcher une telle utilisation de la monnaie de leur pays (Roosa, 1982)¹⁸.

Plus récemment, et surtout jusqu'au début de la crise de l'euro en 2011, la monnaie européenne semblait pouvoir disputer au dollar sa position dominante en tant que monnaie internationale, compte tenu de la taille économique de la zone euro, qui est comparable à celle des États-Unis, et de l'ampleur des exportations mondiales de l'Europe. En outre, les marchés financiers de la zone euro sont très développés, avec des banques qui opèrent à l'échelle internationale. Toutefois, bien que la zone euro possède un important stock d'obligations d'État, l'euro est soutenu par un groupe hétérogène de pays, unis par un mécanisme fédéral peu structuré, sans compter qu'il n'existe pas de marché homogène pour ces obligations. En outre, le pacte de stabilité et de croissance (PSC) et l'importance exclusive de la stabilité des prix dans le mandat de la Banque centrale européenne (BCE) limitent la capacité des États membres à entreprendre le genre de politiques macroéconomiques expansionnistes dont pourraient avoir besoin des pays à monnaie de réserve pour contrer les effets négatifs sur la production et l'emploi des déficits courants causés par la demande d'obligations d'État d'autres pays à la recherche d'actifs sûrs. C'est un problème important, d'autant plus que la zone euro manque actuellement de dynamisme économique.

Le tarissement des liquidités privées en périodes de crise et les difficultés d'accès rapide à des liquidités publiques pour un financement d'urgence ont suscité un regain d'intérêt pour la recherche d'un système monétaire international plus diversifié.

Un rôle international accru du yuan semble être le corollaire logique du poids toujours plus grand de la Chine dans l'économie mondiale. Depuis 2009, l'internationalisation du yuan est recherchée activement par le gouvernement chinois, en partie, en réaction à la lenteur de la coopération financière dans la région asiatique et au manque d'intérêt évident de la communauté internationale pour une réforme du système monétaire international et, en partie, pour éviter de lourdes pertes financières sur les réserves de change du pays (Yu, 2014)¹⁹. En outre, la Chine commence à bénéficier des avantages de l'internationalisation du yuan : ses coûts commerciaux de transaction ont baissé et la constitution de réserves de change additionnelles n'est plus indispensable. Il vaut la peine de mentionner à ce propos que lors de son examen quinquennal du DTS prévu pour la fin de 2015, le Conseil des gouverneurs

du FMI étudiera la possibilité d'ajouter le yuan au panier des devises qui composent le DTS. Il faudra pour cela procéder à une évaluation préalable du yuan pour déterminer s'il est assez largement utilisé et s'il est « librement utilisable » (Zhou, 2015 ; FMI, 2011b).

Néanmoins, il est généralement admis que l'internationalisation du yuan comporte certains défis si l'on ne veut pas augmenter indûment l'exposition de la

Chine à l'instabilité financière. Il faudra pour cela assouplir les contrôles de change et poursuivre la réforme du marché financier intérieur, promouvoir la convertibilité du compte de capital²⁰, assurer une plus grande flexibilité du taux de change, laisser le marché déterminer les taux d'intérêt, « commercialiser » le secteur bancaire et s'attaquer efficacement à l'endettement considérable des entreprises et des gouvernements locaux (Eichengreen, 2011 ; Yu, 2014)²¹. Ainsi, bien que l'internationalisation du yuan soit un long processus, il y a peu de doute que le poids toujours plus grand de la Chine dans l'économie mondiale entraîne le yuan dans cette direction²².

Étant donné que l'adoption d'une monnaie internationale pourrait être un projet à très longue échéance et que le passage à un système multidevises n'améliorerait pas nécessairement la stabilité

financière mondiale et serait de toute façon un processus graduel et de longue haleine, la proposition visant à attribuer un rôle plus important au DTS dans le système monétaire international, qui a été discutée pour la première fois dans les années 1960, connaît un regain de faveur. Le remplacement du dollar par le DTS comme monnaie internationale est une idée qui a été défendue, en particulier, par le gouverneur de la Banque populaire de Chine (Zhou, 2009), une commission des Nations Unies (Nations Unies, 2009) et plusieurs chercheurs (par exemple, Kenen, 2010a ; Ocampo, 2011 et 2014).

Tout comme les défenseurs d'un système multidevises, ceux qui préconisent un système basé sur le DTS soutiennent qu'un tel système imposerait un plus grand degré de discipline aux États-Unis dans leur choix de politique, ce qui aiderait à promouvoir une plus grande stabilité macroéconomique mondiale. Selon les modalités qui seront retenues pour l'émission des DTS, ce système rendrait moins nécessaire l'accumulation de réserves comme auto-assurance et contribuerait ainsi 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, un système fondé sur les DTS pourrait apporter une solution au paradoxe de Triffin. Dans un tel système, l'offre de liquidités internationales publiques ne dépendrait plus de tel ou tel émetteur national et les actifs de réserve pourraient être détenus dans d'autres monnaies, si bien que certains pays détenteurs d'importantes réserves de change n'auraient plus à se soucier de maintenir le pouvoir d'achat de ces réserves. De plus, les droits de tirage spéciaux étant définis à partir d'un panier de monnaies²³, cette diversification des avoirs et l'abandon du dollar comme seule monnaie de réserve réduiraient les variations des taux de change bien plus qu'un système multidevises et atténueraient par là-même le risque d'instabilité financière mondiale.

Par ailleurs, le passage à un système monétaire international fondé sur le DTS soulève plusieurs questions difficiles d'ordre technique et institutionnel,

notamment : comment seraient émis les DTS ? Comment serait gérée la diversification des actifs de réserve actuellement libellés en dollars ? Et comment seraient abordés les changements institutionnels nécessaires ? (Nations Unies, 2009 ; Ocampo, 2011 ; et Erten and Ocampo, 2012)²⁴. Pour pouvoir soutenir l'expansion continue des transactions internationales, le FMI devrait être habilité à émettre des DTS

plus fréquemment que dans le cadre de la procédure ordinaire d'examens quinquennaux, où les DTS sont alloués pour répondre au besoin global à long terme de compléter les avoirs de réserve existants. Il faudrait des allocations plus régulières en proportion des quotes-parts respectives des

États membres, conformément au système actuel, sur la base d'estimations de la demande globale de réserves (FMI, 2011a), mais ces allocations devraient être beaucoup plus importantes²⁵ et plus fréquentes ; une autre possibilité serait d'allouer aux pays en développement des DTS dépassant leurs quotes-parts²⁶. En outre, pour que les allocations de DTS ne soient pas utilisées pour éviter de procéder à des ajustements nécessaires, mais sans cesser pour autant de fournir des liquidités publiques au titre du financement d'urgence en temps de crise, le FMI pourrait être habilité à effectuer des émissions anticycliques de DTS, en augmentant les allocations lorsque la situation financière mondiale est tendue et en retirant une partie de ces allocations dès le retour à la normale²⁷. Toutefois, il faudrait pour cela une révision substantielle des quotes-parts, étant donné que ce sont surtout les pays en développement

qui demandent des liquidités publiques pour le financement d'urgence en périodes de crise, et que le système de quotes-parts du FMI est largement biaisé en faveur des pays développés. À en juger par le retard mis à appliquer la réforme des quotes-parts adoptée en 2010, parce qu'elle n'a toujours pas été ratifiée par le Congrès américain, cette révision des quotes-parts n'est sans doute pas pour demain²⁸.

Pour réduire encore plus les fluctuations excessives des taux de change qui pourraient résulter du passage à des actifs de réserve libellés en DTS

Un rôle accru du yuan est le corollaire logique du poids de plus en plus grand de la Chine dans l'économie mondiale.

Malgré toutes ses carences, l'étalon-dollar sera sans doute maintenu dans les années à venir.

plutôt qu'en dollars et obtenir la diversification recherchée, un « compte de substitution » pourrait être créé, comme il a été suggéré dans le cadre du débat des années 1970 sur la réforme du système monétaire international. Ce compte serait placé sous l'égide du FMI et les banques centrales et les gouvernements des États membres y déposeraient leurs réserves en dollars en échange de titres libellés en DTS²⁹. Le passage à un système monétaire international fondé sur le DTS signifierait également l'abandon par le FMI de la distinction entre ce qu'il appelle ses réserves générales, qui sont basées sur les monnaies nationales des États membres, et les comptes DTS. Étant donné que tout DTS représente une créance potentielle sur une devise, il doit être garanti par les banques centrales qui émettent les monnaies incluses dans le panier de monnaies constituant le DTS. Toutefois, aucune de ces banques ne pourra décider dans quelle monnaie le créancier choisira de recouvrer sa créance. Cette perte de contrôle sur la création monétaire sera peut-être difficile à accepter pour une banque centrale.

L'élargissement du rôle international des DTS et la modification des règles d'émission afin de répondre avec une plus grande souplesse aux besoins de pays en développement plutôt que de s'en tenir aux quotes-parts actuelles, serait une réforme majeure. Vu le retard persistant à mettre en œuvre un ajustement relativement marginal comparé à cette réforme, il serait difficile de mettre en œuvre un système basé sur le DTS, en raison des défis économiques et politiques que pose le passage à un tel système.

2. Comment reformer l'étalon-dollar

Entre le début des années 1990 et le début des années 2000, plusieurs pays en développement ont connu des cycles de flux et de reflux de capitaux internationaux privés, qui ont précipité une succession de crises de balance des paiements dans ces pays, comme on l'a vu dans le chapitre II. La crise financière asiatique de 1997-1998, en particulier, a déclenché un débat sur le type de système de gouvernance mondiale qui serait compatible avec des taux de change flexibles et des flux de capitaux privés de grande ampleur et sur le rôle que devrait jouer le FMI dans un tel système (*Rapport sur le commerce et le développement 2001*). Les propositions destinées

à réglementer et à stabiliser les flux internationaux de capitaux ayant été écartées d'emblée de façon expéditive, ce débat a essentiellement débouché sur des mesures nationales offrant à la fois des mécanismes d'auto-défense et un accès aux lignes de crédit préventives du FMI.

Dans la mesure où les flux de capitaux réagissent surtout aux conditions régnant sur les marchés des pays développés, les mécanismes d'auto-défense dans les pays en développement ont, en fait, principalement consisté à accumuler des réserves de change. Les nouveaux instruments de prêt du FMI avaient été conçus pour réduire la vulnérabilité des membres face aux effets de contagion des crises du compte de capital survenant dans d'autres pays et étaient subordonnés à l'adoption de politiques soi-disant « saines ». Le FMI a mis à la disposition des pays remplissant des conditions d'admissibilité préétablies des lignes de crédit « ex ante » devant leur permettre de parer à tout manque de liquidités qui pourrait subsister même après avoir utilisé leurs réserves de change. Pour bénéficier de ces financements du FMI, les pays devaient s'engager à poursuivre des politiques qui seraient interprétées par les marchés des capitaux privés comme offrant une protection crédible contre toute crise de confiance. Toutefois, les nouvelles facilités de crédit créées à cette fin ont connu un succès très limité. Par exemple la ligne de crédit préventive (LCP) créée par le FMI en 1999 n'a jamais été utilisée et a été suspendue en novembre 2003, parce que les utilisateurs potentiels craignaient que demander un prêt au titre de cette ligne de crédit reviendrait à annoncer des difficultés imminentes non encore détectées par les acteurs du marché, chassant les capitaux plutôt que de les attirer. De même la ligne de crédit modulable (LCM) adoptée par le FMI en 2009 n'a été utilisée que par trois pays (Colombie, Mexique et Pologne), malgré l'assouplissement des conditions d'admissibilité. Une autre facilité de crédit, la ligne de précaution et de liquidité (LPL) a été conçue à l'intention des pays qui poursuivent des politiques saines mais restent exposés à quelques facteurs de vulnérabilité les empêchant d'avoir recours à la LCM ; à ce jour deux pays seulement (l'ex-République yougoslave de Macédoine et le Maroc) y ont eu recours (FMI, 2015c et 2015d)³⁰. Par conséquent, il a fallu créer d'autres instruments, tels que les accords d'échange de devises, pour assurer des liquidités publiques lorsque les marchés sont sous tension.

a) *Les accords d'échange de devises entre banques centrales*

Les accords d'échange de devises entre banques centrales (accords de swap) commencent à jouer un rôle vital dans les injections de liquidités d'urgence. Lors de l'implosion des marchés financiers des États-Unis qui a précipité la crise financière mondiale de 2007-2008, le financement interbancaire a commencé à se raréfier au-delà des confins des marchés financiers américains, créant une pénurie aigue de liquidités en dollars à travers le monde³¹. La Réserve fédérale des États-Unis a pu utiliser ses facilités ordinaires pour approvisionner en liquidités les banques du pays, mais pas les banques multinationales, dont un grand nombre étaient basées dans d'autres pays développés et avaient eu recours, avant la crise, à des financements bon marché en dollars via leurs opérations aux États-Unis. Ainsi, en décembre 2007, la Réserve fédérale a commencé à conclure des accords de swap avec certaines banques commerciales étrangères. Dans un sens, ces accords étaient le prolongement au niveau international des mesures de politique monétaire intérieure non-conventionnelles que de nombreuses grandes banques centrales adoptaient à l'époque, sauf que les accords de swap internationaux étaient conclus de manière coordonnée, ce qui faisait toute la différence.

Ces accords entre deux banques centrales (ou plus) permettent à la banque centrale d'un pays de fournir des liquidités en devises à des banques appartenant à la même juridiction lorsque ce genre de liquidités leur font défaut. Compte tenu du rôle dominant du dollar sur les marchés interbancaires mondiaux et puisque les prêts locaux en devises sont en majorité libellés en dollar, la Réserve fédérale des États-Unis est partie à un grand nombre de ces accords.

Le recours aux accords d'échange de devises entre banques centrales afin de faire face aux problèmes de liquidités, transforme dans les faits la Réserve fédérale des États-Unis en prêteur international de dernier ressort et repose sur trois grands postulats : premièrement, les banques centrales peuvent agir rapidement ; deuxièmement, leur capacité de création monétaire

est pratiquement illimitée ; et 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. Si, en revanche, les banques centrales étrangères vendent leur propre monnaie pour acquérir, par exemple des dollars sur le marché au comptant, elles créent de fortes pressions à la baisse sur leur monnaie, car il s'agit généralement de transactions de très grande ampleur. Une telle démarche, loin de faciliter le financement recherché pour leurs banques commerciales, ne fera que le rendre plus compliqué et soumettra, de surcroît, le dollar à des pressions à la hausse, ce qui pourrait déstabiliser les marchés financiers des États-Unis.

En outre, beaucoup de banques centrales, y compris celles des pays en développement qui avaient accumulé des réserves substantielles, étaient réticentes à utiliser une part importante de leurs actifs libellés en dollars pour répondre à des problèmes de liquidités. Elles craignaient que leurs réserves ne s'avèrent insuffisantes si les capitaux se mettaient à quitter le pays et que de trop grandes ponctions dans leurs réserves n'aggravent l'incertitude sur le marché et n'accentuent la pénurie de dollars. Comme de fait, selon certaines estimations, les réserves en dollars de nombreuses banques centrales lorsque la crise financière mondiale s'est déclarée, étaient inférieures aux montants que ces banques ont emprunté par la suite dans le cadre d'accords de swap. Leurs réserves n'auraient donc pas suffi à elles seules à réduire les difficultés de financement de leurs établissements financiers et à améliorer le fonctionnement des prêts interbancaires et des marchés du crédit en période de tensions sur les marchés (Obstfeld *et al.*, 2009)³². En outre, la Réserve fédérale des États-Unis était consciente du fait qu'une vente massive d'obligations du Trésor américain par des

banques centrales européennes aurait probablement aggravé les turbulences sur les marchés financiers américains.

De l'avis de certains observateurs, (par exemple, Allen and Moessner, 2010 ; Bordo *et al.*, 2014), les autres parties à ces accords de swap (tout particulièrement la BCE) ont été choisies parce que ce sont de très grandes banques

Les accords d'échange de liquidités entre banques centrales jouent actuellement un rôle important comme moyen d'obtenir des liquidités dans les situations d'urgence...

et parce que toute crise bancaire grave dans leur juridiction risquait de se propager aux marchés financiers mondiaux³³. Vues sous cet angle, les lignes de swap ouvertes par la Réserve fédérale des États-Unis sont un exemple de coopération réussie entre banques centrales pour faire face à des problèmes mondiaux. D'autres, en revanche, (comme Aizenman and Pasricha, 2010 ; Prasad, 2013), soutiennent que s'il y a eu coopération, c'était parce qu'il y avait convergence d'intérêt dans les circonstances très particulières de l'époque et aussi parce que les pays choisis avaient des systèmes bancaires qui détenaient des stocks importants de créances dues au système bancaire des États-Unis et avaient des antécédents solides en matière de crédits souverains. On pourrait en conclure que ces accords répondaient aux intérêts des États-Unis et ont simplement servi à maîtriser une situation qui aurait pu faire courir un risque systémique au système bancaire de ce pays.

La Banque populaire de Chine n'a pas demandé à conclure un accord de swap avec la Réserve fédérale des États-Unis, car elle disposait de réserves très substantielles en dollars, que certains ont estimé à 3 800 milliards de dollars au total, soit le tiers environ du total mondial en avril 2014 (Aizenman *et al.*, 2015). En outre, le financement des banques chinoises provient essentiellement de sources intérieures et ont peu d'opérations internationales nécessitant des liquidités en dollars.

La Banque populaire de Chine a plutôt conclu des accords d'échange de devises avec de nombreuses autres banques centrales, la plupart d'entre elles de pays en développement³⁴. Cependant, on estime généralement que le but principal de ces accords n'était pas de répondre à des pénuries de liquidités, mais plutôt de renforcer la présence internationale du yuan en augmentant la part des échanges commerciaux de la Chine qui sont facturés et payés en yuan (PBOC, 2012 : 68), le but étant peut-être de réduire les externalités de réseau qui ont aidé à maintenir le dollar en tant que principale monnaie de facturation et de

paiement³⁵. Ces objectifs à plus long terme des lignes swap ouvertes par la Banque populaire de Chine expliquent leur durée de trois ans (avec possibilité de renouvellement) et le fait qu'elles soient libellées en yuan, à la différence, par exemple, des lignes de swap ouvertes dans le cadre de la multilatéralisation de l'Initiative de Chiang Mai, qui sont libellées en dollars et servent à renforcer les défenses des États parties en période de crise financière, comme on le verra plus loin.

... Les accords d'échange actuellement souscrits par les banques centrales des pays développés répondent aux besoins de ces pays.

L'accord de swap de juillet 2014 entre la Banque populaire de Chine et l'Argentine présente peut-être un intérêt particulier dans le contexte du présent chapitre. En vertu de cet accord, la banque centrale de l'Argentine est autorisée à échanger les yuans qu'elle reçoit (en échange de pesos argentins) contre d'autres monnaies, y compris, le cas échéant, contre des dollars. Cela revient à ajouter des yuans aux réserves de change de l'Argentine comme s'il s'agissait de dollars. Avec cette « autorisation », l'Argentine peut donc utiliser librement ses réserves de change pour ses besoins immédiats³⁶. Dans un certain sens, cet accord de swap permet à l'Argentine de puiser dans les abondantes réserves en dollars de la Chine pour répondre à ses propres besoins de liquidités en devises. S'il est vrai que ces mécanismes s'apparentent à des prêts en devises, ils peuvent néanmoins aider à faire face à des épisodes de volatilité des flux de capitaux et à stabiliser le marché des changes en période de tensions³⁷.

Les réseaux d'échange de devises se sont multipliés, mettant en présence, dans une région donnée, la banque centrale d'une grande économie et plusieurs banques de pays voisins moins grands. Par exemple, certains pays européens non membres de la zone euro (comme le Danemark, la Hongrie, la Pologne et la Suède) confrontés à des pénuries de liquidités en euros ont bénéficié d'accords de swap avec la BCE ; la Banque nationale suisse a conclu des accords de swap avec la BCE et avec les banques centrales de Hongrie et de Pologne,

L'absence de réformes profondes continue d'inciter les pays en développement à constituer des réserves de plus en plus importantes...

lorsque ces dernières ont manqué de francs suisses. En Asie, la Chine et le Japon ont conclu des accords avec l'Indonésie et la République de Corée et avec d'autres pays. Qui plus est, ces réseaux régionaux n'ont pas seulement permis aux banques centrales dominantes d'une région donnée de fournir des liquidités dans leur propre monnaie, mais aussi de redistribuer des dollars aux banques centrales qui ne pouvaient pas passer directement par la Réserve fédérale des États-Unis pour en obtenir. On peut citer à titre d'exemple l'accord de swap entre la Banque du Japon et la Banque de réserve de l'Inde³⁸. Mais ces lignes de swap ont concerné des montants beaucoup moins importants et étaient, en fait, temporaires, de sorte qu'elles ne représentent pas à l'heure actuelle une source suffisante de financement d'urgence pour les pays qui pourraient sans doute en avoir le plus besoin.

Toutes les lignes de swap ouvertes par la Réserve fédérale des États-Unis en 2007-2008 ont expiré en février 2010, comme prévu. Mais les accords conclus avec cinq banques centrales (à savoir la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre la Banque du Japon, la BCE et la Banque nationale suisse) sont devenus permanents en octobre 2013. Étant donné que ces banques centrales ont conclu des accords de swap temporaires entre elles en 2011, au moment où la crise de l'euro a commencé à menacer le fonctionnement des marchés financiers mondiaux, les prêteurs pouvaient avoir accès à des liquidités d'urgence dans ces six monnaies internationales. Par conséquent, les accords de swap entre banques centrales font désormais partie du système monétaire international et assurent la plus grande partie des liquidités dont les banques centrales étrangères ont besoin pour pouvoir jouer leur rôle de prêteur de dernier ressort, alors que, dans les faits, c'est la Réserve fédérale des États-Unis qui remplit ce rôle au niveau international.

L'une des questions systémiques soulevées par les accords de swap entre banques centrales concerne leur rapport avec les accords monétaires et financiers internationaux et les dispositifs financiers internationaux. Puisque les lignes de swap peuvent, du moins en principe, créer des liquidités internationales en quantité illimitée, un réseau complet de tels accords assurant un accès automatique à des liquidités

internationales publiques, pourrait rendre inutile la constitution de réserves de change abondantes à titre d'auto-assurance. Toutefois, les accords de swap se sont jusqu'ici limités aux pays qui ont clairement conscience du fait qu'il est dans leur propre intérêt de faire en sorte que leurs pays partenaires puissent disposer de liquidités. Par conséquent, il est peu probable qu'un cadre institutionnel permanent voit le jour pour ces accords. En fait, la logique même des accords de swap entre banques centrales empêche leur institutionnalisation, car leur caractéristique fondamentale est ce haut degré de souplesse et de discrétion qui permet la fourniture rapide de liquidités à des coûts de transaction relativement bas (Destais, 2014 ; Sgard, 2015).

Une autre question systémique est celle de savoir si les accords de swap entre banques centrales ont

rendu les pays en développement moins enclins à accumuler d'abondantes réserves de change. Dans la mesure où il est possible d'avoir rapidement accès à des lignes de swap en cas de tensions sur les marchés, les banques centrales peuvent réduire d'autres « coussins de liquidités », notamment leurs

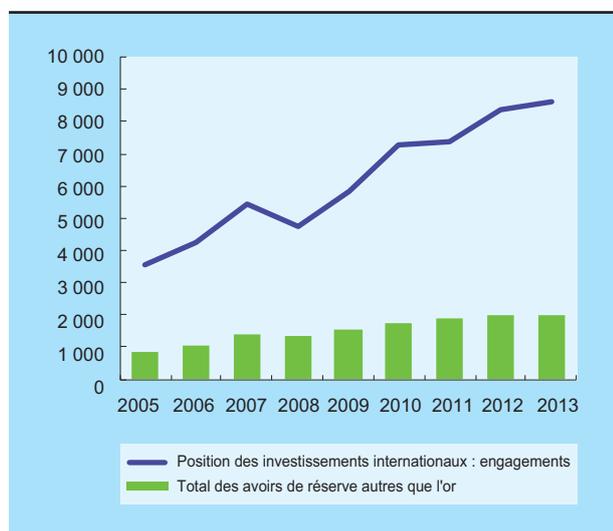
réserves. Toutefois, les banques centrales appelées à faire des prêts doivent peut-être détenir des stocks de réserves pour réduire le risque souverain et assurer l'accès aux lignes de swap, et seule une combinaison de lignes de crédit sûres et de réserves substantielles peut aider à prévenir les crises en renforçant la confiance des marchés financiers quant aux liquidités dont dispose un pays et à sa solvabilité. En outre, les créances libellées en devises sont de plus en plus aux mains d'intervenants autres que des établissements financiers, tels que les sociétés et les ménages, si bien que les banques centrales pourraient être empêchées par la loi de mettre à leur disposition les devises empruntées. Fait peut-être plus important encore, les données semblent indiquer que, bien que les réserves accumulées par certains pays en développement soient substantielles, elles restent modestes dans la plupart de ces pays au regard de l'augmentation de leurs engagements extérieurs, trop modestes en tout cas pour leur permettre de résister efficacement aux risques d'instabilité financière (graphique 3.2). Pour toutes ces raisons, mais surtout par crainte d'être exclus, les pays auront toujours tendance à constituer des réserves de plus en plus importantes.

... ce qui fait toutefois
courir des risques graves
à ces pays et à l'économie
mondiale.

Graphique 3.2

ENGAGEMENTS TRANSFRONTALIERS ET RÉSERVES DE CHANGE DE DIFFÉRENTS PAYS EN DÉVELOPPEMENT, 2005-2013

(En milliards de dollars courants)



Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED d'après la base de données *Statistiques financières internationales* du FMI.

Note : L'échantillon utilisé comprend les pays suivants : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Costa Rica, Équateur, Égypte, El Salvador, Guatemala, Inde, Indonésie, Jamaïque, Jordanie, Malaisie, Maroc, Mexique, Pakistan, Panama, Pérou, République bolivarienne du Venezuela, République de Corée, République dominicaine, Thaïlande, Tunisie, Turquie, Uruguay.

b) Comment remédier à l'effet de freinage inhérent aux ajustements asymétriques

Les efforts faits à ce jour pour remédier à l'effet de freinage du système monétaire international ont été insuffisants et n'ont pas réussi à amener les pays excédentaires à contribuer (davantage) à l'ajustement mondial plutôt que de laisser les pays déficitaires porter quasiment tout le poids de cet ajustement³⁹.

Toutefois, plusieurs idées concrètes ont été avancées sur ce qui pourrait être fait pour amener les pays ayant un compte courant excédentaire à assumer leur part des ajustements. D'après ces propositions, les ajustements seraient effectués automatiquement ou de manière coordonnée, mais toujours en faisant en sorte qu'à l'échelle internationale les ajustements soient compatibles avec le maintien de la demande globale

mondiale à un niveau suffisant pour assurer le plein emploi et soutenir les stratégies de développement nationales des pays en développement. Par exemple, les pays pourraient intervenir sur les marchés de change, limiter ou taxer les réserves en devises des pays excédentaires (en particulier les obligations du Trésor), limiter de manière symétrique la part des excédents ou des déficits des pays dans leur PIB ou obtenir de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) l'autorisation d'imposer des droits de douane ou de prendre des mesures de rétorsion commerciales à l'encontre des pays excédentaires (voir Williamson, 2011). Toutefois, une série de questions restent sans réponse : qui déciderait que la position excédentaire d'un pays est inacceptable ? Qu'est-ce qui déclencherait l'application des mesures convenues ? Comment déterminerait-on que les mesures adoptées sont proportionnées ? et, question peut-être plus importante encore, qu'est-ce qui pourrait convaincre des pays excédentaires puissants de donner leur accord ?

Il serait également possible de remédier à l'effet de freinage du système monétaire international en faisant en sorte que le FMI exerce sa fonction de surveillance de manière plus appropriée, dans le cadre des consultations au titre de l'article IV de ses Statuts. Toutefois, nul n'ignore que cette fonction est exercée de manière asymétrique, puisque le FMI ne peut influer utilement sur les politiques nationales d'un pays que si celui-ci le demande formellement, se soumettant ainsi aux conditionnalités de l'institution. Ainsi, les directives du FMI n'ont d'effet que sur les pays déficitaires et ont peu d'influence sur les pays excédentaires. En outre, les procédures de surveillance internationales n'ont pas réussi à empêcher les turbulences sur les marchés de change et plusieurs crises financières internationales, en particulier la crise mondiale commencée en 2008. L'incapacité du FMI à prévenir les crises financières et à les régler quand elles se produisent, est principalement due à une évaluation inappropriée de leurs causes profondes. C'est en partie la conséquence d'une surveillance asymétrique. Le FMI juge nécessaire d'axer sa surveillance principalement sur la propagation des risques et sur les effets de débordement, ainsi que sur l'interaction des forces financières et macroéconomiques. Il estime également

important de simplifier ses messages en matière de surveillance multilatérale, par exemple en donnant des conseils plus francs et plus pratiques aux pays d'importance systémique, et de ne laisser subsister aucun doute sur son impartialité (FMI, 2014). Ce sont de bonnes intentions, mais rien ne permet d'espérer que le FMI ne se contentera pas comme il l'a fait jusqu'ici de montrer du doigt les pays excédentaires et de les blâmer⁴⁰.

Une coordination efficace des politiques au niveau international serait la manière optimale de remédier à l'effet de freinage du système monétaire international, mais elle semble très difficile à mettre en pratique. Le succès limité du G7 puis du G20 à cet égard, ainsi que la plupart des causes initiales et la persistance de la crise de l'euro peuvent être attribués, en partie, aux divergences de vues des décideurs quant à la meilleure approche à adopter pour venir à bout de la crise. Ces divergences concernent également l'ampleur et parfois même la nature (positive ou négative) des incidences des politiques possibles, en particulier les politiques budgétaires (*Rapport sur le commerce et le développement*, éditions de 2010 et 2012). Il devient dès lors très difficile de décider quels mécanismes de coordination et de surveillance des politiques seraient les plus appropriés. Il est, toutefois, évident que cette absence de coordination ne fait qu'intensifier les pressions restrictives qui freinent l'économie mondiale.

Pour résumer, les mesures adoptées par la communauté internationale pour modifier le système monétaire international n'ont pas suffi pour remédier aux carences du régime actuel ayant le dollar comme monnaie de référence. Dans le cas particulier des pays en développement, il est préoccupant que l'accès aux liquidités internationales reste subordonné aux cycles d'expansion-récession des flux de capitaux internationaux d'origine privée et que les accords d'échange de devises entre banques centrales ne dissuadent pas ces pays d'accumuler d'abondantes réserves de change à titre de précaution. En outre, en raison des insuffisances de la coordination des politiques au niveau international, il n'a pas encore été possible de résoudre le problème de la répartition

inégale du fardeau de l'ajustement entre les pays déficitaires et les pays excédentaires.

La coordination efficace des politiques au niveau international s'est avérée difficile.

3. Le renforcement de la coopération régionale et inter-régionale

Une réforme profonde du système monétaire international ne figurant pas au programme dans l'immédiat, et les dispositions prises par la communauté internationale pour corriger les imperfections de l'étalon-dollar actuel n'ayant pas donné de résultats satisfaisants jusqu'ici, les pays en développement doivent se demander ce qu'ils pourraient faire pour s'aider eux-mêmes. Une stratégie importante que pourrait envisager chaque pays serait de recourir à la gestion du compte de capital comme instrument ordinaire pour empêcher les flux de capitaux internationaux d'exercer des pressions sur les taux de change et de déstabiliser les marchés financiers (*Rapport sur le commerce et le développement 2014*).

Il est également possible de résoudre certains problèmes spécifiques par le biais de mécanismes bilatéraux et régionaux et d'autres mécanismes à caractère collectif conçus pour assurer, en cas de besoin, l'accès à des liquidités additionnelles aussi bien générales que d'urgence. Les changements intervenus récemment dans les mécanismes monétaires régionaux et inter-régionaux ont visé de plus en plus à atténuer les effets négatifs des chocs financiers extérieurs afin d'assurer la stabilité macroéconomique et financière au sein du groupe concerné. Il y a plusieurs manières de procéder pour y parvenir : mettre en place des systèmes de paiement conçus pour atténuer la volatilité des flux financiers transfrontaliers d'origine privée et promouvoir le commerce au sein du groupe sans utiliser le dollar ; mettre en commun les réserves de façon à disposer de ressources financières à court terme pour faciliter l'ajustement extérieur ; et coordonner les politiques de change afin d'empêcher l'accumulation de déséquilibres infrarégionaux ou pour pouvoir les corriger plus facilement⁴¹.

Les systèmes de paiement régionaux qui réduisent le nombre et le montant des transactions qui doivent être réglées en devises sont un moyen d'atténuer les incertitudes et les risques associés aux taux de change. Ils peuvent également aider à promouvoir le commerce inter-régional en faisant baisser les coûts de transaction, car le fait que les échanges commerciaux s'effectuent en monnaies locales permet d'éviter la conversion (souvent plusieurs fois) dans une troisième monnaie, une monnaie internationale.

Parmi les pays en développement, les pays d'Amérique latine ont été les premiers à utiliser ce genre de mécanismes de paiement⁴². En 1965, l'Association latino-américaine d'intégration (ALADI) a créé un mécanisme de crédit et de paiement réciproque entre les banques centrales des pays membres (CPCR, sigle correspondant au nom espagnol de ce mécanisme). Ce mécanisme a joué le rôle de chambre de compensation et de créancier à court terme pour le financement de transactions commerciales, suivant des modalités comportant une période d'apurement de quatre mois (les banques centrales assumant le risque d'arriérés) et le règlement du solde net en dollars à l'issue de cette période. Ce mécanisme a été très sollicité pendant les années 1970 et 1980, lorsqu'il était extrêmement difficile d'obtenir des dollars et, à son apogée, durant la crise de la dette en Amérique latine, il a été utilisé pour 80 % des échanges commerciaux infrarégionaux. Cependant, avec les changements survenus dans la situation financière internationale au début des années 1990, il était devenu plus avantageux de payer les importations à l'avance, ce qui, en fait, décourageait l'utilisation de ce mécanisme. C'est l'une des raisons de la forte baisse du volume des transactions réglées dans le cadre de l'ALADI, qui n'a plus représenté que 5 % du commerce infrarégional (CNUCED, 2011). De leur côté, les pays d'Amérique centrale ont créé le Fonds

de stabilisation monétaire de l'Amérique centrale en 1969 pour financer les déséquilibres de la balance des paiements, mais ce fonds a cessé de fonctionner au milieu des années 1980 en raison des difficultés de paiement de la plupart des banques centrales de la région (voir *Rapport sur le commerce et le développement 2007*).

Plusieurs groupes de pays ont institué des systèmes de paiement novateurs depuis la crise de 2008. L'un des plus simples, le Système de paiement en monnaies locales (Sistema de Pagos en Monedas

Locales, SML), a été mis en place entre l'Argentine et le Brésil en 2008 pour les échanges commerciaux bilatéraux. Ce système permet aux exportateurs et importateurs des deux pays de régler leurs transactions en monnaies locales sans passer par le dollar, contrairement à la pratique habituelle. Le SML est particulièrement utile pour les petites et moyennes entreprises, car il leur évite un passage par le marché des changes qui augmentait considérablement leurs coûts (leurs coûts unitaires

sont élevés en raison du faible volume de leurs transactions). Au départ, le SML a été utilisé pour un nombre limité de transactions d'une faible valeur totale, mais il a rapidement gagné du terrain, et, en 2013, près de 10 000 opérations d'exportations brésiliennes (importations argentines) sont passées par le système. Les exportateurs argentins vers le Brésil utilisent moins le SML, en partie parce qu'il est plus profitable pour eux de garder leurs revenus en dollars à des fins d'arbitrage. Le système ne compte que pour 3 % dans le total des échanges bilatéraux, mais n'en est pas moins avantageux pour les petites entreprises (près des trois quarts d'entre elles ont déclaré l'avoir utilisé plusieurs fois). L'Uruguay a récemment signé des accords du même genre avec le Brésil (en 2014) et l'Argentine (en 2015), ce qui jette les bases d'un système multilatéral auquel pourraient se joindre d'autres pays du Marché commun du Sud (Mercosur).

Une réforme profonde du système monétaire international ne figurant pas au programme dans l'immédiat, et les dispositions prises par la communauté internationale pour corriger les imperfections de l'étalon-dollar actuel n'ayant pas donné de résultats satisfaisants jusqu'ici...

... les pays en développement doivent se demander ce qu'ils pourraient faire au niveau régional pour s'aider eux-mêmes.

Un mécanisme plus complexe, basé sur une monnaie régionale « virtuelle », a été établi en 2010 – le système régional unifié de compensation régionale des paiements (Sistema Unitario de Compensación Regional de Pagos, SUCRE)⁴³. Les pays qui participent à ce système sont la Bolivie (État plurinational de), la République bolivarienne du Venezuela, Cuba, l'Équateur, le Nicaragua et l'Uruguay. Comme le SML, le SUCRE a pour but d'éviter d'utiliser la monnaie d'un pays tiers, le dollar, pour les transactions à l'intérieur de la région. Il autorise également de plus longs délais de paiement (contrairement au SML dans lequel les transactions sont pour la plupart réglées dans les 24 heures). Son usage s'est répandu rapidement : quatre ans après son entrée en vigueur, il représentait environ 24 % de la totalité des transactions à l'intérieur du groupe (Perez Caldentey *et al.*, 2014). Comme les membres du SML, les membres du SUCRE utilisent le mécanisme à différents degrés, selon la structure et la taille de leur économie. C'est la République bolivarienne du Venezuela qui en a fait le plus grand usage, le système comptant pour 93 % dans le total de ses importations à l'intérieur de la région en 2012. Par contre, l'Équateur n'a utilisé ce système que pour 7 % de ses transactions et Cuba pour environ 10 % de ses exportations.

Un autre mécanisme régional en Amérique latine, connu sous le nom de « Sistema de Interconexión de Pagos » (SIP) ou système interconnecté de paiement, a pour but de faciliter les paiements électroniques et de créer un système plus moderne pour les transactions régionales. Adopté avant la crise économique et financière, ce mécanisme a débuté à El Salvador (2007) et a été étendu à d'autres pays à mesure que la crise progressait, dont le Guatemala, le Honduras, le Nicaragua, la République dominicaine et le Costa Rica. Son champ d'application est plus étendu que celui du SML ou du SUCRE et englobe des transactions très diverses en plus des échanges commerciaux, notamment les envois de fonds. Il a pour but d'offrir une plate-forme peu coûteuse, rapide et sûre pour les transferts et les paiements entre les entreprises, les établissements financiers et les banques centrales des pays membres. Toutes les opérations sont centralisées par l'intermédiaire d'un administrateur institutionnel (actuellement, la

République dominicaine), qui est chargé du règlement des positions brutes en temps réel. Selon certaines estimations, il en est résulté une baisse sensible du coût des transactions commerciales régionales (Perez Caldentey *et al.*, 2014 ; Fritz and Mühlich, 2014).

Les nouveaux mécanismes régionaux ont également pour but d'aider les pays en développement à obtenir les capitaux internationaux dont ils ont besoin à moyen et à court termes, contribuant ainsi au renforcement de leur résilience face aux chocs extérieurs. Le financement anticyclique est reconnu depuis longtemps comme étant l'un des piliers fondamentaux de la coopération et de l'intégration financières internationales.

L'Initiative de Chiang Mai (Chiang Mai Initiative (Initiative CMI)), lancée par ASEAN+3⁴⁴ en mai 2000, en est un exemple. Il s'agissait au départ d'un système d'accords de swap bilatéraux conçu pour ravitailler en liquidités les membres

confrontés à des problèmes de balance des paiements à court terme. L'Initiative CMI a été remplacée par un accord multilatéral (Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM)) qui institue un mécanisme de mise en commun des réserves et d'opérations de swap. Le système CMIM est entré en vigueur en mars 2010

avec une dotation initiale de 120 milliards de dollars, qui a été doublée et portée à 240 milliards de dollars en 2012. Il est destiné à servir de complément aux arrangements financiers internationaux actuels dans le but de résoudre les difficultés de balance des paiements et de liquidités à court terme dans la région. Il est également prévu d'offrir un dispositif de crédit préventif, qui fonctionnerait parallèlement au mécanisme du système CMIM, lequel est maintenant connu sous le nom de Facilité de stabilité⁴⁵. De plus, ASEAN+3 a créé un bureau de recherche macroéconomique (AMRO) en avril 2011 ; c'est une unité indépendante de surveillance régionale chargée d'analyser et de surveiller l'évolution des économies de la région, contribuant ainsi au processus de prise de décisions du système CMIM⁴⁶.

Toutefois, l'Initiative CMI et le système CMIM, n'ont pas réussi à se substituer aux sources de liquidités du FMI ou des pays développés pour aider à résoudre les problèmes de balance des paiements

Les pays en développement pourraient s'appuyer résolument sur les accords monétaires régionaux et inter-régionaux existants.

des membres. En fait, ces mécanismes n'ont pas du tout été utilisés pendant la crise de 2008-2009 et ne l'ont été que rarement depuis. Tout d'abord, le montant en dollars des liquidités qu'il est possible d'obtenir du système CMIM semble être trop limité pour représenter un moyen de défense crédible contre les sorties massives de capitaux internationaux. Fait plus important encore, tout membre qui veut retirer un certain pourcentage du montant maximal de sa ligne swap doit avoir conclu un accord de prêt avec le FMI et se soumettre à ses conditionnalités⁴⁷. Toutefois, lorsque la ligne préventive du système CMIM et la surveillance régionale par le bureau de recherche macroéconomique seront pleinement opérationnelles, ce lien avec les conditionnalités du FMI pourrait être assoupli, ce qui rendrait ces financements plus attrayants. Mais il est important de veiller à ce que le système n'assortisse pas ses prêts de conditionnalités similaires à celles du FMI, car cela dissuaderait les pays de l'utiliser.

Des accords de swap entre des institutions monétaires régionales et une banque centrale émettrice d'une monnaie internationale pourraient augmenter considérablement les liquidités disponibles pour les pays parties à ces accords régionaux⁴⁸. Dans la région de l'ASEAN, ce rôle pourrait être rempli par le système CMIM, puisqu'il compte et la Chine et le Japon parmi ses membres, deux pays qui ont déjà été parties à des accords de swap bilatéraux avec des pays de la région. Pour être efficaces, ce genre d'accords de swap devraient, en principe, assurer l'accès à des liquidités en quantité illimitée. Selon certains, le problème du risque moral associé à ces mécanismes pourrait être résolu en liant l'accès aux liquidités à la procédure de préqualification des lignes de crédit LCM et LPL du FMI. Ainsi, les pays pré-qualifiés auraient accès aux lignes de crédit du FMI comme première ligne de défense et pourraient par la suite

Les accords régionaux ont présenté des failles institutionnelles et ont surtout manqué d'ampleur ; une solution pourrait être de les rattacher à des mécanismes mondiaux.

faire un usage illimité des lignes de swaps en cas de retrait massif de liquidités (Park and Wyplosz, 2014). Cette proposition comporte de nombreux aspects préoccupants, car, comme d'autres mentionnées plus haut, elle fait appel aux mécanismes de prêts du FMI ; toutefois, elle mérite d'être débattue plus en profondeur, surtout si une réforme appropriée de la gouvernance et des dispositifs de surveillance du FMI est entreprise.

C'est l'Amérique latine qui a la plus longue tradition d'accords de soutien réciproque au crédit entre pays d'une même région. Le Fonds latino-américain de réserves (FLAR), créé en 1978, est un mécanisme de partage des liquidités entre les petites et moyennes économies membres (Fritz and Mühlich, 2014). Son volume de prêts dépend du capital versé par ses membres et du type de crédit – financement de la balance des paiements, pénuries de liquidités ou autres types de situations d'urgence – la limite maximale pour les problèmes de balance des paiements étant fixée à deux fois et demie le capital versé. Toutefois, sa capacité de décaissement est relativement limitée, puisque le capital versé n'est que de 3,6 milliards de dollars, avec des contributions individuelles allant de 328 millions de dollars à 656 millions de dollars. Cependant, le système de vote assure au FLAR l'adhésion des pays membres⁴⁹, comme en témoignent son statut de créancier privilégié, son taux zéro de défaillance de paiement et une cote de solvabilité supérieure à celle des différents pays membres, même dans le contexte de défauts souverains. Il est connu pour la rapidité avec laquelle il répond aux demandes de prêts, et son assistance n'est assortie d'aucune conditionnalité. Les plus grands de ses membres ont encore tendance à le voir comme un mécanisme complémentaire par rapport à d'autres dispositifs de partage des liquidités, comme ceux du FMI, mais certains pays, comme l'Équateur, ont emprunté davantage du FLAR que du FMI (Fritz and Mühlich, 2014 : 10). La perspective d'un éventuel élargissement

à d'autres grands acteurs de la région, tels que l'Argentine, le Brésil et le Mexique, suscite quelques préoccupations qui concernent les mécanismes de vote et de surveillance (voir Titelman *et al.*, 2014) et rappellent les préoccupations liées au risque moral déjà mentionnées dans le cas du système CMIM.

Tout comme le FLAR, le Fonds monétaire arabe (FMA) fournit un financement d'urgence pour la balance des paiements suivant des modalités adaptées à la situation de chaque bénéficiaire. Les conditions sont généralement moins strictes que celles du FMI. Le FMA est devenu opérationnel en 1977 et réunit 22 pays d'Asie de l'Ouest et d'Afrique. Étant donné que son capital souscrit ne totalise que 1,8 milliard de dollars environ, moins encore que celui du FLAR, il sert généralement à compléter les prêts du FMI (pour un examen plus approfondi voir le *Rapport sur le commerce et le développement 2007* et Fritz and Mühlich, 2014).

Une proposition récente va un peu plus loin. Elle reprend et développe l'idée de Keynes de créer une chambre de compensation qui faciliterait le commerce et d'autres paiements internationaux en utilisant un système de débits et de crédits libellés dans une unité de compte artificielle (Kregel, 2015)⁵⁰. Cette unité de compte serait convertible dans les monnaies nationales à des parités fixes, mais elle ne pourrait être ni achetée ni vendue. Les crédits auprès de la chambre de compensation ne pourraient être utilisés que pour couvrir les débits en achetant des importations. Les pays ayant un excédent courant seraient motivés à dépenser leurs crédits, car ceux-ci expireraient s'ils n'étaient pas utilisés dans des délais spécifiés. Cette disposition permettrait à la fois de soutenir la demande globale et de parvenir à un partage plus équitable du fardeau de l'ajustement⁵¹. En particulier, une taxe (des intérêts) sur les soldes créditeurs (débiteurs) limiterait les déséquilibres de paiement de manière symétrique, et des changements de parités négociés au niveau multilatéral permettraient de corriger les déséquilibres dépassant les limites fixées. Les montants ainsi perçus pourraient servir à soutenir les comptes des pays en développement sous forme de crédits additionnels. Un autre aspect du système serait

qu'il aiderait à limiter les flux de capitaux d'un pays en fonction de la position de son compte courant ; les sorties de capitaux sous forme d'investissements étrangers directs ou d'investissements de portefeuilles contrebalanceraient les crédits extérieurs, de la même manière que les importations. Il ne serait plus nécessaire de détenir des réserves de change et les parités avec l'unité de compte artificielle pourraient être ajustées de manière à soutenir les politiques de développement. Ce genre de chambres de compensation pourraient être créées sur une base régionale en faisant fond sur les accords de swap existants. Ceci permettrait aux pays en développement de poursuivre leurs trajectoires de développement sans attendre une réforme de l'architecture monétaire et financière internationale, d'autant plus qu'il n'a pas été tenu compte de leurs préoccupations dans le débat sur cette réforme. Pour citer Kregel « le principal avantage des systèmes basés sur des chambres de compensation est qu'il n'y a pas de monnaie internationale de réserve, pas de taux de change du marché, donc pas de volatilité des taux de change et pas de parité à défendre ».

L'un des problèmes des accords régionaux est que tous les États parties peuvent subir en même temps des chocs extérieurs, d'où il ressort clairement que ces mécanismes doivent avoir une portée minimum. L'établissement de liens avec des accords swap inter-régionaux pourrait être particulièrement utile à cet égard. 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 à mettre à injecter des liquidités en recourant à l'emprunt. Cela pourrait même être un moyen efficace de prévenir toute contagion infrarégionale 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, régionales et nationales pour créer un système de gouvernance qui marque un progrès par rapport à un mécanisme fondé uniquement sur les institutions financières mondiales.

D. Conclusions et lignes d'action possibles : avantages et inconvénients des propositions de réforme actuelles

Les carences du système monétaire international font l'objet d'un débat soutenu depuis des décennies, mais le nouvel environnement économique mondial a modifié certains des enjeux et engendré de nouveaux motifs de préoccupation. L'accès des États à des liquidités internationales suffisantes, question qui se trouvait au cœur du débat sur la réforme du système monétaire international pendant la période du régime de Bretton Woods, est loin d'être un défi aussi important aujourd'hui. Les flux de capitaux internationaux privés ont commencé par servir de complément aux liquidités internationales publiques, mais ont fini par les reléguer au second plan. Les cycles d'expansion-récession inhérents à certains de ces flux privés ont fait comprendre qu'il fallait plutôt s'efforcer d'assurer un approvisionnement prévisible et ordonné en liquidités internationales publiques, en particulier les financements à court terme nécessaires pour faire face à des pénuries soudaines de liquidités.

La réforme du système monétaire international peut prendre la forme d'une modification radicale des mécanismes et accords internationaux en place ou d'une réforme partielle et moins ambitieuse de l'étalon-dollar. Parmi les propositions de réforme, il y a un arbitrage à faire entre exhaustivité et faisabilité, comme le montre le graphique 3.3, dans lequel l'étalon-dollar d'avant la crise peut servir de point de référence⁵². Le graphique inclut les trois défis fondamentaux que doit relever tout système monétaire international (énumérés dans l'introduction), de même que ceux qui sont apparus

dans le cadre de débats plus récents. Par exemple, la crise a révélé que l'étalon-dollar a tendance à causer des déséquilibres extérieurs excessifs, à créer des risques pour la stabilité des taux de change et à exposer les pays aux cycles d'expansion-récession inhérents aux flux de capitaux internationaux, et que, de surcroît, il crée des difficultés pour la politique monétaire des pays en développement. Selon cette

analyse, l'étalon-dollar actuel est moins satisfaisant que celui d'avant la crise, puisque cette dernière a accentué la nécessité de réserves de change, rendu le système encore plus injuste, réduit la marge d'action intérieure et ralenti la reprise économique.

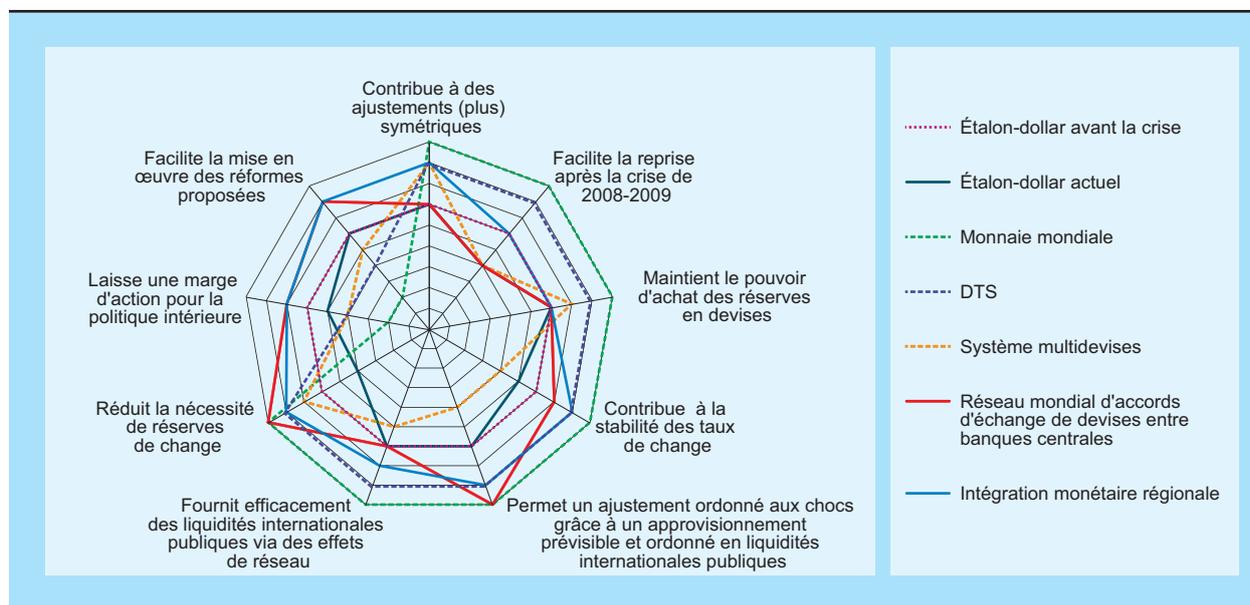
De nouveaux arrangements multilatéraux sont les seules réformes qui permettraient de remédier efficacement aux faiblesses et

à la partialité 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. Mais tant que les politiques seront dominées par des intérêts nationaux et tant qu'il n'y aura pas d'institution supranationale dotée de mécanismes exécutoires efficaces, tels qu'une banque centrale internationale ou une autorité financière mondiale, une monnaie internationale n'a guère de chance de voir le jour. Par ailleurs, en dépit de ses nombreux avantages incontestables, la coopération mondiale des politiques macroéconomiques n'a été efficace que dans les situations de crises aiguës, lorsque les intérêts des pays ont coïncidé et qu'il a été possible de surmonter les divergences concernant le modèle économique

L'économie mondiale en constante évolution pose de nouveaux défis pour les réformes visant à assurer un approvisionnement stable et sûr en ressources financières et à remédier au caractère injuste et restrictif du système monétaire international.

Graphique 3.3

CARACTÉRISTIQUES DE L'ÉTALON-DOLLAR ACTUEL ET DES DIVERSES RÉFORMES PROPOSÉES



Source : Secrétariat de la CNUCED.

le plus approprié, la portée et le caractère (positif ou négatif) des incidences des politiques proposées et les mécanismes de surveillance et de décision à adopter. Cet arbitrage entre ce qui est souhaitable et ce qui est faisable est particulièrement évident à l'heure actuelle où des politiques expansionnistes coordonnées aideraient beaucoup à transformer une faible reprise économique en une croissance mondiale soutenue.

Par ailleurs, en l'état actuel des choses, il est fort peu probable qu'il soit possible de mettre en œuvre les changements institutionnels nécessaires pour progresser vers l'adoption d'un système basé sur le DTS. En outre, s'il est vrai qu'un système multipolaire pourrait être avantageux, car il permettrait un assouplissement des conditions de création de liquidités internationales publiques, il comporterait certains risques pour la stabilité des taux de change. Des monnaies internationales autres que le dollar, telles que l'euro et le yuan, pourraient éventuellement jouer un rôle accru dans la facturation des échanges commerciaux et le règlement des transactions internationales, mais elles ne sont sans doute pas appelées à devenir des actifs de réserve beaucoup plus importants dans un avenir prévisible, car la crise de la zone euro persiste et

l'internationalisation du yuan s'avère un processus de longue haleine.

Les différents accords d'échange de devises entre les banques centrales de plusieurs pays pourraient être un outil puissant pour assurer la fourniture prévisible et ordonnée de liquidités internationales. Actuellement, ces accords de swap répondent pour la plupart aux besoins de pays développés, et ceux qui incluent des pays en développement sont encore relativement limités.

Tant que les tentatives de renforcement de la réglementation financière et de la résilience des systèmes financiers resteront largement sans effet face aux risques mondiaux et aux facteurs d'endettement résultant des cycles d'expansion-récession induits par les flux de capitaux internationaux, et tant que les pays en développement seront découragés d'inclure la gestion du compte de capital dans leur arsenal ordinaire de politiques, le seul mécanisme collectif d'assurance dont ils disposeront sera l'assistance du FMI. Or, l'assistance du FMI suppose souvent l'adoption de politiques procycliques en périodes de crise et de nombreux pays choisissent d'éviter les conditions dont sont assortis les programmes soutenus par le FMI. Par conséquent, pour qu'un rôle

soit attribué au FMI dans toute réforme du système monétaire international répondant aux besoins des pays en développement, il faudra au préalable une réforme de la gouvernance, de l'orientation des politiques et des mécanismes de surveillance de l'institution.

Devant les difficultés rencontrées dans la conception et la mise en œuvre des propositions de réforme, la constitution de réserves importantes

de change est plus que jamais perçue comme une stratégie efficace permettant aux pays en développement de promouvoir la stabilité des taux de change et de disposer de manière prévisible et ordonnée de ressources financières d'urgence. Toutefois, encourager les pays en développement à constituer des réserves en devises encore plus importantes ferait courir des risques graves non seulement à ces pays, mais aussi à l'ensemble de l'économie mondiale. Lorsque l'accumulation de réserves en devises résulte

d'emprunts sur les marchés internationaux de crédit ou d'entrées d'investissements de portefeuille, les pays sont plus vulnérables au renversement des flux de capitaux et à l'instabilité financière mondiale. Qui plus est, les coûts associés à la constitution de réserves en empruntant sur les marchés internationaux de crédit rendent le système actuel encore plus injuste. Une autre solution pour les pays serait de s'efforcer de dégager un excédent courant. Toutefois, les stratégies de croissance axées sur les exportations sont assez problématiques dans le contexte économique d'après la crise (*Rapport sur le commerce et le développement 2013*), si bien que cette option inciterait probablement les pays en développement à miser sur une dépréciation du taux de change, ce qui pourrait nuire à leur capacité à servir leur dette extérieure et risquerait de déclencher une guerre monétaire. 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.

Pour qu'un rôle soit attribué au FMI dans toute réforme du système monétaire international répondant aux besoins des pays en développement, il faudra entreprendre au préalable une réforme de la gouvernance, de l'orientation des politiques et des mécanismes de surveillance de l'institution.

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, réduire la nécessité d'accumuler des devises et renforcer la résilience et la capacité de faire face aux crises de la balance des paiements. Certes, les mécanismes régionaux présentent des lacunes institutionnelles, mais le problème le plus grave tient probablement à leur faible taille.

Cette difficulté pourrait être surmontée en établissant des zones régionales de coopération monétaire, incluant une chambre de compensation ou tout autre mécanisme analogue capable d'absorber des chocs multiples et de réduire ainsi la nécessité de mesures d'auto-assurance. Une autre possibilité serait d'établir un lien entre les arrangements régionaux et les mécanismes mondiaux - ceux du FMI, par exemple, ou des accords de swap entre banques centrales avec la participation d'une banque centrale qui émet une

monnaie internationale (*Rapport sur le commerce et le développement 2007* ; Aglietta and Coudert, 2014). À ce jour, les propositions concernant une coopération avec le FMI (voir par exemple, Volz, 2012 ; FMI, 2013) ne prévoient ni règles contraignantes, ni directives, et la coordination avec les accords de swap extrarégionaux n'a guère progressé. Les modalités d'une telle coordination doivent être clarifiées avant qu'une nouvelle crise ne survienne, si l'on veut être prêt à y répondre le moment venu et réduire autant que possible le double emploi et la substitution de ressources de plusieurs provenances.

Les propositions de réformes analysées dans le présent chapitre peuvent difficilement être séparées de celles qui visent à parvenir, ou du moins à atténuer, l'instabilité du système financier. En effet, les propositions examinées ci-dessus sont destinées à compléter et non à remplacer la réforme non moins nécessaire de l'architecture du système financier en matière de réglementation et de supervision. C'est le sujet du chapitre suivant. ■

Notes

- 1 La notion de « liquidités internationales » a évolué. Traditionnellement, cette expression désignait les avoirs en or et en devises dont dispose la banque centrale d'un pays. Cette définition reste valable pour les pays qui exercent un contrôle direct sur les transactions internationales de leurs résidents et ont un régime de change dirigé. Par contre, dans le cas des pays qui ont un régime de flottement des taux de change et dont les résidents peuvent effectuer librement des transactions internationales, les liquidités internationales incluent également les avoirs et les crédits en or et en devises auxquels leurs résidents ont accès.
- 2 Les financements à court terme sont destinés à empêcher que les pays qui ont difficilement accès aux liquidités internationales en temps de crises ne manquent à leurs obligations étrangères ou ne soient contraints d'adopter des mesures d'« ajustement » draconiennes. Ces financements n'ont pas pour but de gérer les problèmes associés à la dette souveraine, lesquels sont traités au chapitre V du présent *Rapport*.
- 3 Il convient de rappeler que dans le contexte du système monétaire international, les déséquilibres extérieurs sont basés sur le concept de l'équilibre de la balance des paiements selon lequel le compte des transactions courantes d'un pays est, en moyenne, en équilibre sur la durée. Ce concept ne tient pas compte du fait que le compte des transactions courantes des pays en développement, en particulier des moins avancés d'entre eux, peut être déficitaire sur de longues périodes, parce que ces pays doivent importer des biens d'équipement et financer des projets d'investissement. Dans l'idéal, les ressources financières nécessaires à cette fin devraient être assurées par les sources de financement à long terme du développement, thème traité dans le chapitre VI du présent *Rapport*.
- 4 En effet, bien qu'au cours de cette période il y ait eu plusieurs cas de dévaluation par des pays en développement dans le but de contrebalancer l'augmentation des taux d'inflation, la dévaluation du franc français, suivie de celle de la livre sterling dans les années 1960, témoignaient des difficultés croissantes du système, annonçant son effondrement prochain.
- 5 Pour être plus précis, les pays étaient autorisés à choisir leur régime de change à condition d'éviter de manipuler leurs taux de change, mais la notion de « manipulation des taux de change » n'a jamais été définie.
- 6 En effet, comme l'a dit le gouverneur de la Banque d'Italie : « Aucune institution officielle n'est capable de fournir au système de paiement international les liquidités requises par l'expansion des échanges commerciaux. Cette fonction a été assumée par le système bancaire privé, principalement par les banques des États-Unis, dans le cadre des opérations réalisées par leurs succursales dans le pays et à l'étranger. » (Carli, 1976 : 8).
- 7 Le montant des crédits consentis en dollars hors des États-Unis passe à 9 000 milliards de dollars lorsque l'on inclut les emprunteurs bancaires non financiers, comme l'organisme public allemand Kreditanstalt für Wiederaufbau, qui, à la mi-2014, détenait des titres de dette se chiffrant à 100 milliards de dollars.
- 8 Ces chiffres reposent sur des calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED à partir de la base de données du FMI sur les *Statistiques financières internationales*.
- 9 Il convient de souligner que le concept de réserves suffisantes n'est pas le même que celui de niveau optimal des réserves. Ce dernier correspond au niveau où les avantages découlant de l'accumulation de réserves (à savoir qu'elles permettent d'éviter des pertes potentielles de production et de consommation conséquentes à un manque soudain de liquidités) contrebalancent les coûts d'opportunité associés à la constitution de réserves (le transfert implicite de réserves aux pays à monnaie de réserve, par exemple). Le niveau optimal ainsi atteint dépend

- beaucoup du comportement, souvent variable, de chaque pays à l'égard des risques.
- 10 Sous cette forme nouvelle, le paradoxe de Triffin soulève une autre question très débattue, celle de savoir dans quelle mesure le rôle international du dollar continue de conférer des avantages économiques aux États-Unis. Selon certains, cette demande de dollars pour constituer des réserves tend à augmenter la valeur du dollar, ce qui ralentit la croissance de la production et de l'emploi aux États-Unis, surtout dans le secteur du commerce extérieur, et affecte également les revenus budgétaires (Pettis, 2013 ; Galbraith, 2014). Toutefois, les États-Unis peuvent financer leurs déficits courants et budgétaires en émettant de la monnaie, et sont, de ce fait, moins vulnérables aux chocs extérieurs, alors que d'autres pays sont contraints de s'adapter aux politiques macroéconomiques américaines. En outre, un pays à monnaie de réserve a généralement des rentrées sous forme de revenus de placement, étant donné que la rentabilité des avoirs détenus par les États-Unis à l'étranger est plus élevée que celle des avoirs détenus par les étrangers aux États-Unis. Selon Gourinchas and Rey (2007), ces gains dépassent 30 milliards de dollars chaque année.
 - 11 Pour une analyse critique du lien existant entre le rôle du dollar en tant que monnaie internationale, l'important déficit courant des États-Unis avant la crise et le déroulement de la crise, voir, par exemple, Pettis, 2013 et le *Rapport sur le commerce et le développement 2009*.
 - 12 Néanmoins, le financement du commerce est le domaine dans lequel l'internationalisation du yuan est devenue particulièrement visible. En 2013, le yuan est devenu la deuxième monnaie la plus utilisée dans le règlement des paiements transfrontaliers, avec une part de près de 9 % (BCE, 2014 : 32).
 - 13 L'euro est utilisé dans environ le tiers de toutes les transactions en devises, ce qui représente une baisse par rapport aux 39 % enregistrés en 2013, et la part du yen a fluctué autour de 20 %. La différence est constituée d'un panier de monnaies de pays développés et en développement, dont la composition ne fait pas l'objet d'une désagrégation plus fine dans les données disponibles. Il convient de signaler que la somme des parts en pourcentage dépasse nécessairement 100 %, puisque deux monnaies sont utilisées dans un grand nombre de transactions.
 - 14 Toutefois, le coût de la constitution de réserves de change doit être comparé aux coûts macroéconomiques qui pourraient résulter d'une appréciation du taux de change en l'absence de toute intervention sur le marché des changes. (voir le *Rapport sur le commerce et le développement 2009* : encadré 4.2).
 - 15 Pour une analyse technique de ces trois étapes, voir Mundell, 2012. Pour les leçons à tirer de la construction et du fonctionnement du Système monétaire européen et de l'Union monétaire européenne, voir le *Rapport sur le commerce et le développement 2007*.
 - 16 Une proposition analogue, se limitant toutefois à l'Union européenne, au Japon et aux États-Unis, est présentée dans Cooper, 2006.
 - 17 Par exemple, un système de flottement aménagé fondé sur des règles et visant à assurer la stabilité des taux de change peut être conçu de façon à compenser immédiatement les différentiels de prix et de coûts, dès leur apparition, en procédant à des ajustements du même ordre des taux de change nominaux, empêchant ainsi l'accumulation de déficits courants substantiels. Dans un tel système, les interventions sur les marchés des changes seraient primordiales pour ajuster les taux de change nominaux. Bien que plusieurs des problèmes techniques associés à cette proposition aient déjà été analysés (dans Bofinger, 2011, par exemple), les modalités du système proposé demandent à être discutées plus en profondeur.
 - 18 Selon un observateur des stratégies de l'Allemagne et du Japon, les autorités japonaises se sont opposées à l'internationalisation du yen jusqu'au milieu des années 1970 dans le souci de préserver le modèle de développement de leur pays, selon lequel les marchés financiers intérieurs devraient subir le moins possible les effets des marchés financiers internationaux, et pour empêcher toute pression à la hausse sur le taux de change (Eichengreen, 2011 : 44-45). Mais à partir de 1975 environ et après, elles ont commencé à faciliter l'internationalisation du yen (voir aussi Matsukawa, 1982). Cependant, la levée des restrictions sur les transactions financières nationales et internationales n'a pas eu les effets escomptés, car elle a ouvert les marchés obligataires internationaux aux sociétés japonaises et les banques intérieures dont celles-ci étaient les clientes se sont alors tournées vers les promoteurs immobiliers, déclenchant un cycle d'expansion/récession massif dans l'immobilier. L'Allemagne a maintenu les restrictions sur l'achat par les non-résidents d'instruments des marchés financiers pour pouvoir dissiper les craintes d'inflation, en augmentant les taux d'intérêt sans créer des pressions à la hausse sur le taux de change, qui auraient mis en péril le modèle de croissance tirée par les exportations adopté par le pays (voir aussi Rieke, 1982).
 - 19 En Chine, les décideurs ont adopté une approche graduelle de l'internationalisation du yuan, l'accent étant mis dans un premier temps sur son usage comme monnaie de paiement et d'investissement, avant d'en faire ultérieurement une monnaie de réserve. Depuis le lancement en 2009 d'un

- programme destiné à encourager le paiement des importations en yuan, le règlement des transactions commerciales s'effectue de plus en plus en yuan et des marchés « offshore » du yuan ont été créés (d'abord à Hong Kong (Chine), puis à Singapour, dans la Province chinoise de Taïwan et dans certains pays européens). En outre, le programme des investisseurs institutionnels étrangers agréés a encouragé l'usage du yuan comme actif de réserve. La conclusion d'accords d'échange de devises (examinés plus loin) a renforcé la possibilité de détenir des yuans comme monnaie de réserve, dans certains contextes.
- 20 Voir Zhou (2015) pour un bref aperçu de la progression de la Chine vers la convertibilité de son compte de capital et des réformes qui devraient être lancées dans ce domaine en 2015. Zhou soutient également que l'un des enseignements de la crise financière mondiale est que la convertibilité du compte de capital ne devrait plus signifier que les monnaies sont « pleinement et librement convertibles ». Il faudrait conserver un certain nombre d'instruments de gestion du compte de capital - tels que les mesures macroprudentielles qui aident à gérer la dette extérieure excessive du secteur privé et les fortes asymétries entre les monnaies - de même que les contrôles des flux financiers spéculatifs à court terme.
- 21 Certains observateurs font valoir que la Chine connaît peut-être des problèmes similaires à ceux du Japon : si le yen n'a pas réussi à s'imposer comme monnaie internationale dans les années 1970 et 1980, ce n'est pas seulement en raison de la réticence des décideurs japonais, mais aussi parce que le yen n'avait pas commencé par s'affirmer d'abord comme monnaie régionale (Park, 2010 ; Lee, 2014).
- 22 Pour un examen plus approfondi de toute la problématique de l'internationalisation du yuan, voir, par exemple, le numéro spécial du *Journal of Chinese Economic and Business Studies* consacré à cette question, mai 2013.
- 23 Le DTS correspond actuellement à un panier composé de quatre monnaies – le dollar, l'euro la livre sterling et le yen - qui représentent respectivement 41,9 %, 37,4 %, 11,3 % et 9,4 % de la totalité du panier.
- 24 La nécessité d'évoluer vers une utilisation privée des DTS est souvent mentionnée comme un défi additionnel (Mateos y Lago *et al.*, 2009). Toutefois, comme il est souligné dans Ocampo (2014), il serait possible de combiner un système basé sur le DTS à un système multidevises dans lequel le DTS serait l'actif de réserve mondial et les monnaies nationales et régionales continueraient d'être utilisées pour les transactions privées. Mais ce système mixte exigerait lui aussi des changements institutionnels importants.
- 25 La dernière allocation, qui a eu lieu en 2009, comprenait 21,4 milliards de DTS déjà approuvés en 1997 et une nouvelle allocation de 161,2 milliards de DTS (l'équivalent de 250 milliards de dollars environ). Étant donné que cette allocation était basée sur les quotes-parts des États membres, plus de la moitié de ces fonds est allée aux pays développés. Avec ces allocations, le total des allocations cumulées de DTS représente environ 5 % des réserves globales non libellées en dollars. En outre, les allocations de 2009 sont restées très en-deçà du montant estimatif requis pour maintenir un approvisionnement stable en actifs de réserve mondiaux, que diverses études avaient estimé entre 200 milliards et 300 milliards de dollars par an. Pour une comparaison de plusieurs de ces estimations, voir Erten and Ocampo, 2012 : 15.
- 26 Dans un sens, cela reviendrait à établir un lien entre les allocations de DTS et le développement, comme il est proposé dans CNUCED (1965). Toutefois, l'utilisation potentielle des DTS comme instrument de financement du développement doit être clairement distinguée du renforcement potentiel de leurs fonctions monétaires tel qu'envisagé ici.
- 27 D'un point de vue technique, il y a deux manières de procéder (Ocampo, 2011 : 22) : soit en permettant au FMI de créer des DTS en quantité presque illimitée en cas de très graves perturbations mondiales, soit en traitant les DTS déjà alloués par le FMI mais non utilisés par les pays comme des dépôts – ou un « excédent de réserves » – que le FMI pourrait prêter aux pays en difficulté.
- 28 Il convient de signaler que la révision convenue des quotes-parts est relativement limitée, de telle sorte que, même après sa mise en œuvre, les quotes-parts ne refléteraient toujours pas la participation accrue des pays en développement à l'économie mondiale (Ocampo, 2011 : 23–24).
- 29 Dans les années 1970, le débat s'est en l'absence d'accord sur la manière dont le risque de change et les pertes associées devaient être répartis entre les États membres. Le calcul de ces pertes hypothétiques pendant la période 1995-2008 porte à croire que celles-ci auraient été relativement limitées par rapport à la taille de l'économie des États-Unis et ne réduiraient pas les chances de voir adopter un système similaire aujourd'hui (Kenen, 2010b).
- 30 Pour une analyse détaillée de ces facilités de crédit, voir, par exemple, Marino and Volz, 2012.
- 31 Les mécanismes mentionnés ici concernent les asymétries entre les monnaies et entre les échéances dans les flux bruts de capitaux internationaux. Le fait que le dollar joue un rôle clé dans la solution de ces nouveaux problèmes s'explique par sa position en tant que monnaie internationale et n'est pas directement lié à l'important déficit du compte courant des États-Unis en 2007-2008. En effet, à la même époque, des pénuries similaires de liquidités ont dû être résolues non seulement pour l'euro, alors que la position du compte courant de la zone euro

- était dans l'ensemble équilibrée, mais aussi pour le yen japonais et le franc suisse, alors que le Japon et la Suisse affichaient des comptes courants largement excédentaires.
- 32 Par exemple, l'analyse par pays effectuée par Aizenman *et al.* (2011) indique que la République de Corée a pu stabiliser ses marchés financiers en octobre 2008, même s'il lui a fallu pour cela utiliser une part importante de ses abondantes réserves en devises et seulement après la conclusion d'un accord de swap par la Banque de Corée avec la Réserve fédérale de États-Unis d'abord, puis avec la Banque du Japon et la Banque populaire de Chine.
- 33 À leur apogée en décembre 2008, l'encours des lignes de swap totalisait 590 milliards de dollars et concernait 14 banques centrales étrangères, la BCE représentant à elle seule quatre cinquièmes de ce montant (Fleming and Klagge, 2010 ; Bourgeon, 2015). Parmi les parties à ces accords il y avait quatre pays en développement, à savoir le Brésil, le Mexique, la République de Corée et Singapour, mais le Brésil et Singapour n'ont jamais utilisé leur ligne de swap (Bordo *et al.*, 2014 ; Bourgeon, 2015).
- 34 Les accords de swap conclus par la Banque populaire de Chine et certaines banques centrales de pays développés, comme la Banque nationale suisse, ont souvent servi à développer un marché du yuan à l'étranger (SNB, 2014). Ils permettent aux importateurs du pays de la banque centrale partenaire de la Banque populaire de Chine, ainsi qu'à ceux des régions voisines, d'obtenir facilement des financements libellés en yuan s'ils souhaitent régler des transactions dans cette monnaie. Ces accords ont pour but principal de fournir des liquidités en cas de pénurie de ressources financières pour financer les échanges commerciaux et de lubrifier les jeunes marchés du yuan à l'étranger.
- 35 Selon une analyse empirique présentée dans Garcia-Herrero and Xia (2015), le choix des pays a été influencé par la taille économique du pays partenaire et sa proximité géographique, ainsi que par le niveau de ses exportations vers la Chine et l'existence d'un accord de libre-échange entre les deux pays.
- 36 Voir Wende P, « Por el swap con China, el BCRA incorporó yuanes a las reservas », *Ambito Financiero*, 31 octobre 2014, disponible sur : <http://www.ambito.com/diario/noticia.asp?id=765312>. En octobre 2014, la Banque populaire de Chine a conclu un accord du même genre avec la banque centrale de la Fédération de Russie (Voir PBOC, « Central Banks of China and Russia signed bilateral local currency swap agreement », disponible sur : http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2014/20141015162604364930184/20141015162604364930184_.html), l'accord en question est conçu non seulement pour faciliter les « échanges commerciaux bilatéraux et les investissements directs », mais aussi pour promouvoir « le développement économique des deux pays ».
- 37 La Chine a conclu un accord similaire avec la République bolivarienne du Venezuela, en vertu duquel des prêts s'étalant sur plusieurs années sont initialement déposés dans les réserves de change du pays pour être utilisés graduellement dans des projets de développement, surtout dans le secteur pétrolier. D'autres prêts à la République bolivarienne du Venezuela pourraient également augmenter les réserves du pays, car ils seront remboursés en pétrole et en fioul (voir Reuters, « China to lend Venezuela \$10 billion in coming months », 19 mars 2015, disponible sur : <http://www.reuters.com/article/2015/03/19/us-venezuela-china-idUSKBN0MF2AD20150319>).
- 38 Pour une description détaillée de ces réseaux régionaux, voir Allen and Moessner, 2010.
- 39 Pour une proposition récente qui s'appuie sur le plan présenté par Keynes à la Conférence de Bretton Woods en 1944, voir Davidson, 2007. Pour d'autres suggestions sur ce qu'il faudrait faire aujourd'hui pour mettre en œuvre la proposition de Keynes, voir Mateos y Lago *et al.*, 2009, et Nations Unies, 2009.
- 40 Dans d'autres propositions plus ambitieuses, il est demandé que l'article IV des Statuts du FMI soit amendé afin d'y inclure l'obligation pour les États membres d'axer leurs politiques sur la stabilité aussi bien intérieure que mondiale (Initiative du Palais-Royal, 2011) ou de conférer au FMI le droit de déterminer les mesures à prendre pour assurer la cohérence des politiques macroéconomiques au niveau mondial et exercer une surveillance sur les progrès dans ce sens (King, 2011). De telles mesures devraient de toute évidence s'appuyer sur une réforme approfondie de la gouvernance du FMI et sur une modification des approches qu'il a adoptées en matière de surveillance et de processus macroéconomiques.
- 41 Pour un examen détaillé des dispositifs monétaires et financiers régionaux, voir CNUCED, 2011 ; et Fritz and Mühlich, 2014.
- 42 En Afrique, parmi les mécanismes de coordination macroéconomique et d'intégration monétaire non rattachés à l'euro et non soutenus par le Trésor français, seule l'Aire monétaire commune est opérationnelle. Elle réunit le Lesotho, la Namibie, l'Afrique du Sud et le Swaziland et constitue un marché financier intégré sur lequel les fonds circulent librement, les membres ayant accès à leurs marchés de capitaux respectifs (*Rapport sur le commerce et le développement 2007* ; et Fritz and Mühlich, 2014).
- 43 Le SUCRE est une unité de valeur artificielle qui rappelle le DTS. Il est calculé à partir d'un panier

- de monnaies composé des monnaies des pays membres, les pondérations étant fonction de la taille économique de chaque pays.
- 44 ASEAN+3 comprend les membres de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (Brunei Darussalam, Cambodge, Indonésie, République démocratique populaire lao, Malaisie, Myanmar, les Philippines, Singapour, Thaïlande et Viet Nam), plus la Chine (y compris Hong Kong (Chine)), le Japon et la République de Corée.
- 45 Voir https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/re1140717a.pdf.
- 46 Pour de plus amples renseignements, voir le site Web d'AMRO : <http://www.amro-asia.org/>.
- 47 Cette somme maximale est déterminée en multipliant la contribution versée par chaque membre au système CMIM par un coefficient qui varie selon le pays, de 0,5 (pour la Chine et le Japon) à 5 (pour les pays plus petits). Par exemple, cette somme maximale est de 34 milliards de dollars pour la Chine, de 38 milliards de dollars pour le Japon et d'environ 23 milliards de dollars pour chacun des principaux pays de l'ASEAN (Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande). Le pourcentage de cette somme qu'un pays peut retirer indépendamment du FMI a été augmenté progressivement et est passé de 10 % à 30 % et il est prévu de le porter à 40 %. Cette prescription est en vigueur depuis l'adoption de l'Initiative CMI et constitue une réponse au risque moral, qui est perçu comme un problème en raison non seulement de l'absence persistante d'un mécanisme de surveillance régional doté d'une autorité politique suffisante, mais aussi du manque de ressources humaines et financières (Rhee *et al.*, 2013 ; Shimizu, 2013). Pour des informations détaillées sur l'amendement apporté au CMIM en 2014, voir : https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/re1140717a.pdf.
- 48 Le mécanisme de swap envisagé dans le cadre de l'accord sur la création d'un fonds commun de réserves de change conclu par les pays du BRICS (du nom anglais des pays fondateurs du groupe, à savoir Brazil, Russian Federation, India, China et South Africa), qui devrait entrer en service à la fin de l'année, selon ce qui était prévu en mai 2015, a été conçu pour être un mécanisme inter-régional. Cependant, il n'est pas prévu d'y inclure une banque centrale émettrice d'une monnaie internationale, mais cela pourrait changer avec l'internationalisation du yuan. Avec sa dotation initiale de 100 milliards de dollars, ce mécanisme dispose, toutefois, de ressources très limitées, même par comparaison avec le système CMIM, et il comporte, lui aussi, un lien avec le FMI pour les retraits dépassant 30 % de la somme limite allouée à chaque membre. Pour de plus amples renseignements voir : <http://brics6.itamaraty.gov.br/media2/press-releases/220-treaty-for-the-establishment-of-a-brics-contingent-reserve-arrangement-fortaleza-july-15>.
- 49 Chaque membre dispose d'une voix et les décisions sont prises à la majorité des 75 % pour la plupart des accords et de 80 % pour les accords spéciaux tels que les augmentations du capital.
- 50 Il y a des précédents historiques de ce genre de chambres de compensation régionales, comme l'Union européenne des paiements (UEP), qui a existé entre 1950 et 1958 et, à certains égards, l'ALADI. L'initiative SUCRE lancée en 2009 comporte un mécanisme similaire, mais il n'est pas encore opérationnel (pour un examen plus détaillé, voir CNUCED, 2011).
- 51 Il est possible que certaines stratégies de développement engendrent des déséquilibres infrarégionaux, par exemple lorsqu'un pays sert de moteur régional de croissance ; les pays membres pourraient en tenir compte lors de la conception de mécanismes destinés à corriger ces déséquilibres.
- 52 Il convient de souligner que ce graphique est strictement indicatif et ne repose pas sur des données numériques exactes.

Bibliographie

- Aglietta M et Coudert V (2014). *Le dollar et le système monétaire international*. Paris, éditions La Découverte.
- Aizenman J and Pasricha (2010). Selective swap arrangements and the global financial crisis : Analysis and interpretation. *International Review of Economics and Finance*, 19(3) : 353–365.
- Aizenman J, Jinjarak Y and Park D (2011). International reserves and swap lines : Substitutes or complements ? *International Review of Economics and Finance*, 20(1) : 5–18.
- Aizenman J, Cheung YW and Ito H (2015). International reserves before and after the global crisis : Is there no end to hoarding ? *Journal of International Money and Finance*, 52(Avril) : 102–126.
- Allen WA and Moessner R (2010). Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9. Working Paper No. 310, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- Auboin M (2012). Use of currencies in international trade : Any change in the picture ? Document de travail ERSD-2012-10, Organisation mondiale du commerce, Genève.
- BRI (2011). Global liquidity : Concept, measurement and policy implications. CGFS paper No. 45, Comité sur le système financier mondial, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- BRI (2014). Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2013. Banque des règlements internationaux, Bâle.
- Bofinger P (2011). The scope for foreign exchange market intervention. CNUCED, Discussion Paper n° 204, Genève.
- Bordo MD, Humpage OF and Schwartz JA (2014). The evolution of Federal Reserve swap lines since 1962. Working Paper No. 14/14, Federal Reserve Bank of Cleveland, Cleveland, Ohio.
- Borio C, James H and Shin HS (2014). The international monetary and financial system : A capital account historical perspective. Working Paper No. 457, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- Bourgeon P (2015). Document d'information établi pour le *Rapport sur le commerce et le développement 2015*.
- Carli G (1976). Why banks are unpopular. Per Jacobsson lecture. Disponible sur : <http://www.perjacobsson.org/lectures/1976.pdf>.
- Cooper R (2006). Proposal for a common currency among rich democracies. *International Economics and Economic Policy*, 3(3–4) : 387–394.
- Davidson P (2007). *John Maynard Keynes*. Londres, Palgrave Macmillan.
- de Cecco M (1974). *Money and Empire : The International Gold Standard, 1890–1914*. Oxford, Basil Blackwell.
- Destais C (2014). Central bank currency swaps and the international monetary system. Policy Brief No. 2014-05, Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), Paris.
- Dorrucci E and McKay J (2011). The international monetary system after the financial crisis. Document occasionnel n° 123, Banque centrale européenne, Francfort.
- Eichengreen B (1992). *Golden Fetters*. Oxford and New York, Oxford University Press.
- Eichengreen B (2005). Sterling's past, dollar's future : Historical perspectives on reserve currency competition. Working Paper No. 11336, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Eichengreen B (2011). *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford and New York, Oxford University Press.
- Erten B and Ocampo JA (2012). Building a stable and equitable global monetary system. Document de travail n° 118, Département des affaires économiques et sociales de l'ONU, New York.
- BCE (2014). The international role of the euro. Banque centrale européenne, Francfort.
- Farhi E, Gourinchas PO and Rey H (2011). *Reforming the International Monetary System*. Londres, Centre for Economic Policy Research.
- Financial Times (2014). China's foreign exchange reserves near record \$4tn, 15 avril.
- Fleming MJ and Klagge NJ (2010). The Federal Reserve's foreign exchange swap lines. *Current Issues in*

- Economics and Finance*, 16(4) : 1–7. Federal Reserve Bank of New York.
- Fritz B and Mühlich L (2014). Regional monetary co-operation in the developing world : Taking stock. Document établi pour le projet de la CNUCED intitulé « Strengthening Pro-growth Macroeconomic Management Capacities for Enhanced Regional Financial and Monetary Cooperation among Selected Countries of Latin America and the Caribbean, and West and Central Africa ».
- Galbraith JK (2014). *The End of Normal. The Great Crisis and the Future of Growth*. New York, Simon & Schuster.
- Garcia-Herrero A and Xia L (2015). China's RMB bilateral swap agreements : What explains the choice of countries ? *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, forthcoming. Disponible sur : <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/16081625.2014.960059#.VUoJQ0102Hs>.
- Ghosh AR, Qureshi MS, Kim JI and Zalduendo J (2014). Surges. *Journal of International Economics*, 92(2) : 266–285.
- Goldberg L (2011). The international role of the dollar : Does it matter if this changes ? Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 522, New York, NY.
- Goldberg L and Tille C (2008). Vehicle currency use in international trade. *Journal of International Economics*, 76(2) : 177–192.
- Gourinchas PO and Rey H (2007). From world banker to world venture capitalist : US external adjustment and the exorbitant privilege. In : Clarida RH, ed. *G7 Current Account Imbalances : Sustainability and Adjustment*. Chicago, University of Chicago Press : 11–66.
- FMI (2011a). IMF performance in the run-up to the financial and economic crisis : IMF surveillance in 2004–07, Washington, DC.
- FMI (2011b). Criteria for broadening the SDR currency basket. Washington, DC.
- FMI (2011c). The case for a general allocation of SDRs during the tenth basic period. Washington, DC.
- FMI (2013). Stocktaking the Fund's engagement with regional financing arrangements. Washington, DC.
- FMI (2014). 2014 Triennial Surveillance Review – Managing Director's Action Plan for Strengthening Surveillance. Washington, DC.
- FMI (2015a). La composition en devises des réserves de change officielles (COFER). Washington, DC.
- FMI (2015b). Assessing reserve adequacy : Specific proposals. Washington, DC, 24 avril. Disponible sur : <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf>.
- FMI (2015c). Fiche technique : La ligne de crédit modulable du FMI (LCM). Washington, DC, 10 avril. Disponible sur : <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm>.
- FMI (2015d). Fiche technique : La ligne de précaution et de liquidité (LPL) du FMI. Washington, DC, 13 avril. Disponible sur : <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pll.htm>.
- Kenen PB (2010a). Renovation of the global reserve regime : Concepts and proposals. Working Paper 208, Center for Economic Policy Studies, Princeton University, Princeton, NJ. Disponible sur : <https://www.princeton.edu/ceps/workingpapers/208kenen.pdf>.
- Kenen PB (2010b). The substitution account as a first step toward reform of the international monetary system. Policy Brief 10-6, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- King M (2011). Global imbalances : The perspective of the Bank of England. Financial Stability Review No. 15, Banque de France, Paris. Disponible sur <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2011/speech473.pdf>.
- Kregel JA (2010). An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies. Economics Public Policy Brief Archive, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Kregel JA (2015). Emerging markets and the international financial architecture : A blueprint for reform. Working Paper No. 833, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Lee JW (2014). Will the renminbi emerge as an international currency ? *World Economy*, 37(1) : 42–62.
- Lin JY (2013). *Against the Consensus. Reflections on the Great Recession*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Marino R and Volz U (2012). Critical review of the IMF's tools for crisis prevention. Discussion Paper No. 4/2012, German Development Institute, Bonn. Disponible sur : <https://www.die-gdi.de/en/discussion-paper/article/a-critical-review-of-the-imfs-tools-for-crisis-prevention/>.
- Mateos y Lago I, Duttgupta R and Goyal R (2009). The debate on the international monetary system. IMF Staff Position Note SPN/09/26, Fonds monétaire international, Washington, DC.
- Matsukawa M (1982). The yen : A newly-emerging reserve currency. In Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty : 24–31.
- McCauley R, McGuire P and Sushko V (2015). Global dollar credit : Links to US monetary policy and leverage. BIS Working Paper No. 483. Banque des règlements internationaux, Bâle.
- Mundell R (2012). The case for a world currency. *Journal of Policy Modeling*, 34(4) : 568–578.
- Obstfeld M, Shambaugh JC and Taylor AM (2009). Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008. *American Economic Review*, 99(2) : 480–486.

- Ocampo JA (2011). Reforming the International Monetary System. WIDER Annual Lecture 14. World Institute for Development Economics Research, Helsinki.
- Ocampo JA (2014). The provision of global liquidity : The global reserve system. WIDER Working Paper 2014/141, World Institute for Development Economics Research, Helsinki.
- Palais Royal Initiative (2011). Reform of the international monetary system : A cooperative approach for the twenty-first century. Disponible sur : http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf.
- Panic M (1992). European Monetary Union : Lessons from the Classical Gold Standard. New York, St. Martin's Press.
- Park YC (2010). RMB internationalization and its implications for financial and monetary cooperation in East Asia. *China & World Economy*, 18(2) : 1–21.
- Park YC and Wyplosz C (2014). International monetary reform : A critical appraisal of some proposals. In : Kawai M, Lamberte MB and Morgan PJ, eds. *Reform of the International Monetary System : An Asian Perspective*. Tokyo, Asian Development Bank Institute and Springer : 19–40.
- PBOC (2012). The People's Bank of China Annual Report 2012. Beijing.
- Perez Caldentey E, Cipoletta G and Cruz M (2014). Un análisis comparado de los sistemas de pago en America Latina. Présentation à la conférence CNUCED/CEPALC, juin 2014.
- Pettis M (2013). *The Great Rebalancing : Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*. Princeton, NJ, and Oxford, Princeton University Press.
- Prasad ES (2013). *The Dollar Trap : How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*. Princeton, NJ, and Oxford, Princeton University Press.
- Rey H (2013). Dilemma not trilemma : The global financial cycle and monetary policy independence. Comptes rendus des travaux du symposium de la Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium à Jackson Hole. Disponible sur : <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf>.
- Rhee C, Sumulong L and Vallée S (2013). Global and regional financial safety nets : Lessons from Europe and Asia. Working Paper No. 2013/06, Bruegel, Bruxelles.
- Rieke W (1982). The development of the Deutschmark as a reserve currency. In : Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty : 16–23.
- Roosa RV (1982). The multiple reserve currency system. In : Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty : 1–15.
- Sgard J (2015). Central bank currency swaps and their potential role in international monetary reform. Document d'information établi pour le *Rapport sur le commerce et le développement 2015* de la CNUCED.
- Shimizu K (2013). Regional cooperation for financial and exchange rates stability in East Asia. Working Paper FG7, German Institute for International and Security Affairs. Berlin. Disponible sur : http://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/arbeitspapiere/WP_FG7_2013_01_Dezember_Kenichi_Shimizu.pdf.
- Banque nationale suisse (2014). « Accord de swap renminbis contre francs et quota d'investissement en renminbis pour la Banque nationale ». Communiqué de presse du 21 juillet. Disponible sur : http://www.snb.ch/fr/mmr/reference/pre_20140721/source/pre_20140721.fr.pdf.
- Titelman D, Vera C, Carvallo P and Perez Caldentey E (2014). A regional reserve fund for Latin America. *Cepal Review*, 112 : 7–28.
- Triffin R (1961). *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven, CT, Yale University Press.
- CNUCED. (1965). *International Monetary Issues and the Developing Countries : Report of the Group of Experts*. Document TD/B/32. Publication des Nations Unies, New York et Genève.
- CNUCED. (2011). *Regional Monetary Cooperation and Growth-Enhancing Policies : The new Challenges for Latin America and the Caribbean*. Publication des Nations Unies, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2001 : Tendances et perspectives mondiales – Architecture financière*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.01.II.D.10, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2007 : La coopération régionale au service du développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.07.II.D.11, New York and Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2009 : Face à la crise mondiale – Atténuation des changements climatiques et développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.09.II.D.16, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2010. Emploi, mondialisation et développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.10.II.D.3, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2011 : L'économie mondiale après la crise*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.11.II.D.3, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2012 : Politiques pour une croissance équitable et équilibrée*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.12.II.D.6, New York and Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2013 : S'adapter à la nouvelle dynamique de*

- l'économie mondiale*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.13.II.D.3, New York and Genève. CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2014 : Gouvernance mondiale et marge d'action pour le développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.14.II.D.4, New York et Genève.
- Nations Unies (2009). *Rapport de la Commission d'experts sur les réformes du système monétaire et financier international, établie par le Président de l'Assemblée générale des Nations Unies* (Commission Stiglitz), New York.
- Volz U (2012). The need and scope for strengthening co-operation between regional financing arrangements and the IMF. Discussion Paper No. 15/2012, German Development Institute, Bonn.
- Williamson J (2011). Getting surplus countries to adjust. Policy Brief No. 11-01, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- Yu Y (2014). How far can renminbi internationalization go ? Working Paper No. 461, Asian Development Bank Institute, Tokyo. Disponible sur : <http://www.adbi.org/working-paper/2014/02/13/6136.how.far.can.renminbi.internationalization.go>.
- Zhou X (2009). Reform of the International Monetary System. Essay posted on the website of the People's Bank of China, 9 April : <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>.
- Zhou X (2015). International Monetary and Financial Committee Statement. Washington, DC, International Monetary Fund, 18 Avril. Disponible sur : <http://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/statement/eng/chn.pdf>.

LA RÉFORME DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE APRÈS LA CRISE

A. Introduction

À la suite de la crise financière mondiale de 2008-2009, les dirigeants politiques ont reconnu que la réglementation des marchés et des établissements financiers laissait beaucoup à désirer. La démonstration en avait été amplement faite par l'incapacité des grandes banques privées à gérer les risques, l'expansion incontrôlée du système bancaire parallèle et l'existence très répandue dans l'ensemble du secteur financier de plans excessivement généreux de distribution des bénéfices. Au début, les dirigeants politiques avaient la volonté de réformer le système en profondeur pour le rendre plus stable, moins sujet aux crises et plus résilient aux chocs, ainsi que pour l'amener à contribuer davantage à l'économie réelle et au développement économique. Ils ont également reconnu la nécessité de tenir compte des intérêts et des préoccupations des grands pays en développement dans la conception de tout programme de réforme à venir. C'est ainsi qu'à la fin de 2008, le G8 a été remplacé par le G20, qui inclut les grands pays en développement et est l'instance la plus pertinente de coordination et de prise de décisions au niveau international. Certains de ces pays sont également devenus membres du Conseil de stabilité financière (CSF), qui a succédé au Forum de stabilité financière (FSF) et est chargé de coordonner les activités de différents organismes de normalisation financière et de superviser la mise en œuvre des réformes financières adoptées par les pays du G20.

Le programme de réforme coordonné par le CSF avait pour but de renforcer la réglementation et les capacités de surveillance et de supervision des autorités financières. Cependant, aujourd'hui, sept ans après l'éclatement de la crise mondiale, il est clair qu'à part quelques améliorations partielles, il a été incapable d'effectuer les changements nécessaires. Les structures financières actuelles ne disposent toujours pas des instruments nécessaires pour réduire la volatilité des flux de capitaux, empêcher les crises systémiques et assurer la disponibilité de ressources financières pour les petites et moyennes entreprises (PME) et l'innovation. Les réformes instituées après la crise de 2008-2009 n'ont fait qu'une place limitée à certains des besoins spécifiques des pays en développement.

Le présent chapitre contient un examen de certaines des réformes financières les plus importantes décidées au niveau international et actuellement mises en œuvre par les autorités nationales, ainsi qu'une évaluation de leurs incidences potentielles, en particulier dans les pays en développement. La section B, qui présente les nouvelles exigences de fonds propres établies par les accords de Bâle pour renforcer les banques, montre que ces accords continuent de reposer excessivement sur une définition étroite des règles prudentielles, jugée la meilleure

approche pour réglementer l'activité bancaire. On y examine également plusieurs des initiatives visant à réformer le système financier dans les pays développés. La section C étudie le système bancaire parallèle et les mesures proposées pour atténuer les risques associés à ce mode d'intermédiation financière. La section D analyse d'autres questions importantes pour la réglementation financière, telles que le recours excessif aux notes attribuées par les agences de notation de crédit, les difficultés causées

par la présence croissante de banques étrangères dans les pays en développement et la nécessité de trouver des solutions aux vulnérabilités résultant des flux de capitaux internationaux spéculatifs. La section E présente des arguments en faveur d'un programme de réforme plus ambitieux et souligne notamment la nécessité d'isoler ou de « cloisonner » certaines activités des banques. Les aspects réglementaires d'un système financier international davantage axé sur le développement y sont également présentés.

B. La réforme financière et la réglementation prudentielle après la crise

Au cours des quatre dernières décennies, le secteur financier s'est beaucoup développé et, en particulier, la mobilité internationale des capitaux a considérablement augmenté à la suite de vagues successives d'innovations financières et de mesures de déréglementation des marchés. Les liquidités mondiales et l'allocation des ressources financières dans le monde sont de plus en plus influencées par les conditions de crédit sur les grandes places financières, les opérations des banques d'envergure internationale et les activités de sociétés de gestion d'actifs et d'investisseurs institutionnels les plus divers.

Les mesures de déréglementation financière ont consisté notamment à assouplir les contrôles quantitatifs et d'autres restrictions de l'activité bancaire, telles que le plafonnement des taux d'intérêt ou l'imposition de limites aux activités que les banques sont habilitées à entreprendre en plus des activités traditionnelles de crédit. L'un des aspects de cette déréglementation a été le repli des interventions directes des gouvernements dans le secteur financier et l'érosion des instruments liés aux objectifs de développement. Une approche moins stricte, basée sur des règles prudentielles (exigences de fonds propres et ratio de liquidités), a pris le dessus. Le postulat central de cette approche est que les banques doivent être laissées libres d'allouer le

crédit ou d'entreprendre des activités de marché, à condition de disposer de capitaux suffisants pour faire face à des pertes inattendues. La concurrence sur les marchés était supposée assurer un financement suffisant pour les investissements rentables, donc un rendement social élevé.

Depuis leur adoption en 1988, les exigences de fonds propres des règles de Bâle font référence en matière de politiques prudentielles, non seulement dans les pays représentés au sein du Comité de Bâle pour la supervision bancaire (CBSB) (à l'origine un petit nombre de pays développés), mais aussi dans beaucoup de pays en développement, bien qu'ils n'aient pas pris part au processus de formulation de ces règles et même si les directives n'ont pas été conçues en tenant compte de leurs systèmes financiers¹. Les Accords de Bâle visent à empêcher les banques d'envergure internationale d'accroître leur volume d'activités sans disposer de capitaux suffisants pour se prémunir contre les risques. Ils ont également pour but de décourager les différentes juridictions d'imposer des exigences moins strictes aux banques pour attirer les investisseurs. Les règles de Bâle sont issues de la croyance que les places et les entités financières sont capables d'autodiscipline et que la prudence fait partie intégrante du « capital réputation » des banques. Les forces du marché

étaient donc censées empêcher les banques de prendre des risques excessifs.

La crise financière mondiale de 2008-2009, de loin la plus grave depuis les années 1930, a révélé les graves conséquences de la dérégulation financière et les failles du cadre conceptuel basé sur un attachement au libéralisme financier et à l'autorégulation (*Rapport sur le commerce et le développement*, éditions de 2009 et 2011). La réglementation prudentielle étroitement centrée sur les exigences de fonds propres des banques a été incapable d'empêcher les turbulences généralisées à la fin de 2008. Comme de fait, certaines des plus grandes banques au monde qui respectaient à la lettre les normes de Bâle II en 2008 ont été ruinées par la crise des subprimes et ses ramifications, si bien que les gouvernements ont dû mettre en place des plans de sauvetage onéreux, dont la conséquence a été un gonflement de la dette publique et des coûts sociaux élevés.

Dans le processus de réforme entrepris au lendemain de la crise, on semblait s'accorder à reconnaître que l'instabilité était mondiale et qu'il fallait, par conséquent, renforcer la coopération internationale (*Rapport sur le commerce et le développement*, éditions de 2009 et 2011 ; Haldane, 2014). Le programme international de réforme entrepris sous l'égide du Conseil de stabilité financière (CSF), a donné lieu à un certain nombre d'initiatives, notamment les Accords de Bâle III, l'adoption de dispositions visant expressément les « banques d'importance systémique au niveau mondial » et des recommandations visant à améliorer la surveillance des activités du système bancaire parallèle².

Les pays du G20 sont convenus d'inclure progressivement de nouvelles normes dans leurs cadres réglementaires. Toutefois, il est probable que persistent les sources du risque systémique – à savoir le risque qu'un défaut de paiement, un manque de liquidités ou une crise sur un marché donné se

propage à d'autres marchés et finisse par déboucher sur une crise de proportions majeures. Les fragilités qui ont contribué à la crise mondiale restent donc un motif de grave préoccupation. La présente section présente une analyse critique de l'esprit qui anime le processus de réforme et met en lumière ses principales faiblesses et les difficultés qu'il crée pour les pays en développement.

La crise financière mondiale de 2008-2009 a révélé les failles du cadre conceptuel basé sur un attachement au libéralisme financier et à l'autorégulation.

1. Les Accords de Bâle III

Les Accords de Bâle offrent le cadre réglementaire le plus complet qui soit pour le secteur bancaire³. Pourtant, ils ont été insuffisants, à plusieurs égards et n'ont pas réussi à assurer la solidité du système financier. Le plus grave est que ces accords n'ont pas empêché un recours excessif à l'effet de levier et n'ont guère contribué à une plus grande diversification des portefeuilles d'actifs, sans compter qu'ils ont aggravé la procyclicité de l'activité bancaire, comme le montre plusieurs analyses (Slovik, 2012, par exemple).

Réagissant à la crise et à l'attention accrue dont il faisait l'objet, le Comité de Bâle a accepté de proposer un nouveau dispositif réglementaire mondial « visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires » (CBSB, 2011). Le train de mesures de réforme annoncées en octobre 2010, connu sous le nom de Bâle III, comprend de nouvelles règles concernant l'adéquation des fonds propres et un certain nombre de dispositions concernant les liquidités. Conformément à l'échéancier adopté, les pays du G20 ont commencé à mettre en œuvre ces nouvelles normes en 2013, la pleine application du cadre réglementaire étant prévue pour le 1^{er} janvier 2019.

En ce qui a trait aux règles relatives aux fonds propres, Bâle III a amélioré la

Certaines des plus grandes banques au monde, qui respectaient à la lettre les normes de Bâle II en 2008 ont été ruinées par la crise des subprimes et ses ramifications, si bien que les gouvernements ont dû mettre en place des plans de sauvetage onéreux.

qualité des actifs que les banques ont l'obligation de détenir pour mieux absorber les pertes potentielles. Les actions ordinaires et les bénéfices non distribués sont devenus les composantes dominantes des fonds propres de base ou de niveau 1, puisque le nouveau cadre réglementaire ne permet plus d'utiliser les actions préférentielles et les instruments hybrides pour augmenter le capital de base.

En outre, Bâle III exige des fonds propres plus importants que le cadre réglementaire précédent, Bâle II. Le niveau minimal du total des fonds propres exigés reste à 8 % des actifs pondérés des risques, mais la part des actions ordinaires de niveau 1 a été portée de 2 % à 4,5 % des actifs pondérés des risques, Bâle III exige également que les banques constituent un « volant de conservation des fonds propres » d'un montant équivalant à au moins 2,5 % des actifs pondérés des risques, également sous forme d'actions ordinaires de niveau 1 et constituant une marge de fonds propres qu'elles peuvent mobiliser en périodes de tension. Lorsque ces marges sont épuisées en raison des pertes encourues, les banques sont tenues de les reconstituer en réduisant les distributions discrétionnaires de bénéfices, ainsi que les primes versées aux cadres dirigeants. Prises dans leur ensemble, ces mesures ont porté le total des fonds propres exigés à 7 % des actifs pondérés des risques. En outre, en vertu du nouveau cadre réglementaire, les autorités nationales peuvent en toute discrétion demander aux banques d'augmenter le volant de conservation des fonds propres constitué pour faire face aux situations de tension, quand elles estiment que l'expansion du crédit a accentué le risque systémique de manière inacceptable. Ce volant anticyclique doit se situer dans une fourchette de 0 % à 2,5 % et est lui aussi composé d'actions ordinaires.

Une autre des caractéristiques de Bâle III est l'institution d'un ratio de levier indépendant du risque, basé sur les fonds propres de base de niveau 1 et représentant 3 % au moins du total des actifs. Dans le calcul du ratio de levier, la mesure de l'exposition des banques devrait inclure aussi bien les éléments portés au bilan,

tels que les cessions temporaires de titres, que les éléments d'hors-bilan, tels que les produits dérivés et les lettres de crédit.

Enfin, les dispositions proposées dans Bâle III pour couvrir le risque de liquidité, comprennent le ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio* (LCR)) et le ratio structurel de liquidité à long terme (*net stable funding ratio* (NSFR)). Le LCR a pour but d'assurer que les banques disposent de suffisamment d'actifs liquides pour faire face à des situations de tensions qui dureraient au maximum un mois. Le NSFR a pour but d'aider les banques à affronter des problèmes de liquidités, mais il vise un horizon d'un an et met l'accent sur la structure d'échéances de l'actif et du passif, c'est-à-dire qu'il encourage les banques à assurer des financements plus stables (provenant des dépôts, par exemple) et à détenir des actifs plus liquides (CBSB, 2014a et 2014b). Bien qu'elles soient présentées comme un grand progrès, par rapport au cadre précédent, Bâle II, les réformes instituées par Bâle III ont peu de chances de rendre les banques beaucoup plus résilientes.

Étant donné que Bâle III n'a pas modifié le cadre de pondération des risques, les fonds propres de base doivent être mesurés, comme auparavant, par rapport aux actifs pondérés des risques. Ceci signifie que dans le calcul des actifs qui doivent être couverts par les fonds propres des banques, seuls les actifs jugés très risqués sont comptabilisés à leur valeur totale, alors que seul un pourcentage de la valeur

de ceux qui sont considérés plus sûrs est inclus. Cette pondération incite à investir dans des actifs à faible risque et ayant un faible coefficient de pondération, qui se prêtent mieux à l'utilisation de l'effet de levier que les actifs à risque⁴. Au niveau macroéconomique, l'approche basée sur les risques peut avoir des conséquences négatives pour l'emploi et la croissance économique, car elle défavorise les PME. Ces dernières sont perçues comme posant des risques plus grands que les grandes entreprises, si

bien que les banques qui optent pour un portefeuille privilégiant les actifs ayant un faible coefficient de pondération des risques seraient réticentes à leur

Bâle III a institué des exigences de fonds propres plus élevées, mais a conservé le système de pondération des risques et le recours aux agences de notation de crédit, autant dire que la réforme n'a pas réussi à empêcher un usage excessif de l'effet de levier et corriger le problème de procyclicité.

accorder des lignes de crédit (Moosa and Burns, 2013). En outre, Bâle III ne remet en question ni le recours aux notes attribuées par les agences de notation de crédit ni l'utilisation des modèles internes des banques pour calibrer les coefficients de pondération des risques⁵. On ne voit pas très bien pourquoi le Comité de Bâle reconnaît toujours une certaine utilité aux organismes de notation, alors que le Conseil de stabilité financière a lui-même affirmé qu'il est « particulièrement urgent de supprimer ou de remplacer cette mention (de la notation par des organismes extérieurs) lorsqu'elle a pour effet de susciter systématiquement les mêmes réactions chez les acteurs des marchés » (CSF, 2010).

En conservant le système de coefficients de pondération ajustables, Bâle III n'a pas réglé le problème de procyclicité de Bâle II. Lorsque les risques de défaut sont perçus comme étant faibles, ce qui est le plus souvent le cas en période d'expansion économique (comme pendant la période de croissance 2003-2007), les notations sont revues à la hausse, si bien que les actifs passent à une catégorie de risque moins élevée aux fins du calcul des exigences de fonds propres. Il s'ensuit une diminution des fonds propres requis pour un même portefeuille d'actifs, ce qui permet un plus grand endettement durant la phase d'expansion du cycle. Inversement, les exigences de fonds propres augmentent soudainement lorsque la phase d'expansion prend fin et les actifs bancaires sont perçus comme étant plus risqués. En outre, Bâle III n'apporte aucune réponse à l'un des aspects les plus controversés des règles de Bâle : les banques sont toujours autorisées à calculer elles-mêmes leurs exigences de fonds propres plutôt que de recourir aux notations externes, ce qui signifie que deux banques différentes, utilisant chacune son propre modèle d'évaluation interne des risques, ont souvent des besoins différents en fonds propres pour des portefeuilles d'actifs similaires⁶. Ce qui est peut-être encore plus fondamental, c'est que, dans les faits, les normes de Bâle continuent de reposer, implicitement, sur le principe de l'auto-surveillance des grandes banques, plutôt que sur un dispositif de supervision externe, l'hypothèse étant que « la discipline du marché » assure un comportement responsable des agents financiers. Or, on sait aujourd'hui que cette hypothèse est fautive et irréaliste.

Ce cadre réglementaire basé sur la pondération des risques a permis aux établissements de faire un usage excessif de l'effet de levier. Entre l'entrée en

vigueur des normes de fonds propres des Accords de Bâle en 1992 (Bâle I) et la crise économique et financière mondiale en 2008-2009, le ratio de levier, qui rapporte le total des fonds propres de base au total des actifs *non pondérés*, n'a pas cessé de diminuer. Par exemple, dans un échantillon de grandes banques d'envergure internationale, ce ratio est passé de 4,8 % à moins de 3 % entre 1993 et 2008 (Ingves, 2014)⁷. Les dispositions de Bâle III relatives au ratio de levier, quoique censées renforcer les exigences de fonds propres fondées sur les risques, n'apporteront qu'une amélioration marginale aux fonds propres de base. Avec une exigence minimale fixée à seulement 3 % des actifs non pondérés, les fonds propres pourraient s'avérer largement insuffisants pour assurer que les banques disposent du minimum nécessaire pour résister à un choc majeur (Admati and Hellwig, 2013)⁸.

2. Le cadre proposé pour les banques d'importance systémique

Les grandes banques d'envergure internationale sont pour beaucoup dans la crise financière mondiale de 2008-2009. Leur présence dans différentes juridictions nationales et leurs transactions transfrontalières ont facilité la propagation de la crise à plusieurs pays. Compte tenu de leur taille, de leur complexité, de leurs opérations pluri-juridictionnelles et de leur interdépendance, ces grandes banques ont créé des risques systémiques à l'échelle mondiale et posent plusieurs défis aux régulateurs.

Leurs opérations complexes et inextricablement interconnectées sont difficiles à cerner par les régulateurs financiers et même par les cadres de direction des banques, si bien qu'elles sont loin d'être transparentes. Ces banques ont pris une telle ampleur que les experts financiers et les décideurs considèrent qu'elles sont « trop grandes pour faire faillite », c'est-à-dire que si on les laissait couler, tout le système financier subirait des dommages insoutenables. Une opération de sauvetage de ces banques grèverait si lourdement les budgets des pays qu'elle exigerait un haut degré de coordination internationale difficile à assurer.

Il est difficile d'expliquer leur expansion internationale et la grande ampleur de leurs bilans

par des considérations strictement liées à l'impératif d'efficacité (BRI, 2010a). Les données disponibles laissent penser que cette expansion est plutôt due à une sous-estimation des risques, qui aurait faussé leur jugement. Le label « trop grande pour faire faillite » n'est pas sans donner à ces banques un avantage concurrentiel, l'hypothèse étant que si elles devaient subir de lourdes pertes à cause d'une trop forte prise de risques, les gouvernements viendraient à leur rescousse. En outre, ce label leur donne accès à des financements à moindre coût, car elles sont perçues comme étant les moins susceptibles de faire faillite. Elles ont un autre avantage concurrentiel du fait que, conformément au cadre de Bâle, les grandes banques peuvent opter pour l'approche qui leur convient le mieux pour calculer leurs exigences de fonds propres. Elles disposent de ressources suffisantes pour utiliser leurs propres modèles d'évaluation des risques, ce qui leur donne une certaine marge d'action pour déterminer leurs fonds propres ; elles peuvent ainsi détenir moins de fonds propres que des banques plus petites, qui ont moins de moyens et ne peuvent adopter que les approches les plus simples pour calculer leurs exigences de fonds propres.

Au niveau national, l'expansion des activités des grandes banques a été pour beaucoup dans la forte concentration du secteur bancaire, surtout entre 1998 et 2007. Après 2008, cette tendance s'est interrompue d'une manière générale, encore qu'elle se soit maintenue dans quelques pays, notamment aux États-Unis, en partie à cause des fusions encouragées par le gouvernement après la crise (graphique 4.1).

Depuis la crise mondiale, les risques systémiques associés aux grandes banques est un motif de grande préoccupation. Dans un rapport des Nations Unies, il est recommandé de soumettre les grands établissements financiers à des exigences additionnelles en matière de fonds propres (Nations Unies 2009). Il y est également proposé que les gouvernements adoptent des politiques anti-trust fermes pour décourager l'expansion démesurée des banques. D'autres instances ont suggéré de modifier le cadre réglementaire dans ce sens. Par exemple, le G20, lors de son sommet à Washington en novembre 2008, a recommandé de revoir le champ d'application des réglementations financières pour faire en sorte que tous les établissements financiers d'importance systémique soient suffisamment réglementés. L'année d'après, le sommet du G20 à Londres a en outre proposé que les établissements financiers

Graphique 4.1

ACTIFS DES CINQ PLUS GRANDES BANQUES EN POURCENTAGE DU TOTAL DES ACTIFS DU SECTEUR BANCAIRE DE DIFFÉRENTS PAYS, 1998-2011

(En pourcentage)



Source : Bankscope, Bureau van Dijk.

complexes font l'objet d'une surveillance spéciale et que les régulateurs aient accès aux renseignements pertinents concernant les établissements, marchés et instruments financiers pour pouvoir détecter toute faille ou situation de tensions pouvant poser des risques systémiques.

Depuis 2011, le Conseil de stabilité financière (CSF) a fait l'inventaire des banques d'importance systémique au niveau mondial (G-SIB pour « global systemically important banks »), en utilisant une méthode mise au point par le Comité de Bâle (CBCB, 2011)⁹. La dernière mise à jour effectuée en novembre 2014 dénombre 30 banques de ce genre (toutes dans des pays développés, sauf trois qui sont en Chine), qui sont appelées à renforcer leur capacité à absorber des pertes, à constituer des groupes de gestion de crises, à conclure des accords de coopération internationale et à mettre en place des plans anti-sinistres (appelés « testaments de vie bancaires »). En 2014, le Conseil de stabilité financière a présenté des propositions destinées à renforcer la capacité d'absorption des pertes des banques d'importance systémique mondiale lors de

la résolution de défaillances bancaires ; en vertu de ces propositions, ces banques devraient constituer un supplément de fonds propres, qui porterait le total de leurs fonds propres à 16 %-20 % des actifs pondérés des risques. Le but de ces propositions est de permettre une résolution ordonnée des défaillances bancaires, avec le moins d'incidences possibles sur la stabilité financière et en assurant la continuité des fonctions critiques¹⁰.

Toutefois, même ces propositions pourraient s'avérer insuffisantes pour apporter une réponse au problème posé par les établissements « trop grands pour faire faillite ». En premier lieu, le fait que la capacité d'absorption des pertes soit calculée en utilisant des pondérations des risques laisse une grande discrétion quant au respect des exigences de fonds propres. En second lieu, il n'est pas certain que les régulateurs nationaux puissent coopérer en l'absence d'un régime de résolution des faillites bancaires qui soit mondialement accepté ; en effet, sans un tel régime, on pourrait même assister à des saisies frénétiques d'actifs locaux pour défendre les intérêts nationaux en cas de faillite.

3. Le cadre prudentiel et les pays en développement

Depuis leur introduction en 1988, les directives de Bâle relatives aux exigences de fonds propres sont devenues un point de référence pour les régulateurs du monde entier. Plus de 100 pays ont adopté les directives de Bâle I (Barth *et al.*, 2006) et tous les pays en développement qui sont membres du G20, mais aussi un grand nombre de pays non membres, ont mis en œuvre les prescriptions de Bâle II. Si la plupart de ces pays ont opté pour l'« approche standard » de Bâle II, certains des pays en développement non membres

du G20 (le Bahreïn, la Malaisie et la Thaïlande, par exemple) ont adopté l'approche plus complexe basée sur des évaluations internes, approche qui

Compte tenu de leur taille, de leur complexité, de leurs opérations pluri-juridictionnelles et de leur interdépendance, ces grandes banques ont créé des risques systémiques à l'échelle mondiale et posent plusieurs défis aux régulateurs.

permet aux grandes banques de déterminer leurs exigences de fonds propres sur la base d'une auto-évaluation des risques. D'après l'évaluation de la mise en œuvre des réformes de la réglementation effectuée en novembre 2014 par le CSF, les principaux pays en développement membres se sont tous pleinement conformés aux nouvelles règles d'adéquation des fonds propres de Bâle III¹¹. Parmi les pays en développement non membres du CSF, l'adhésion

aux règles de Bâle III a été plutôt limitée (BRI, 2014 et BRI 2015)¹². Le tableau 4.1 résume le degré de conformité des pays en développement aux règles de Bâle II et de Bâle III, par région.

Il est quelque peu curieux qu'un si grand nombre de pays en développement aient adopté les normes de fonds propres de Bâle II et aient pris des mesures pour se conformer aux dispositions de Bâle III. Après tout, la mise en œuvre des recommandations de Bâle n'est pas obligatoire et le Comité de Bâle n'a aucune autorité supranationale formelle en matière de supervision. En outre, de nombreux pays en développement ayant adopté les normes de Bâle n'ont même pas participé au processus de leur formulation. En effet, le cadre de Bâle n'a pas été conçu à l'intention des pays en développement ; il a été conçu pour les pays accueillant de grands établissements financiers complexes d'envergure internationale, dans le but d'harmoniser les réglementations nationales (Powell, 2004).

Le cadre de Bâle a été conçu pour les pays accueillant de grands établissements financiers d'envergure internationale et ne prend pas en considération les besoins des pays en développement.

Néanmoins, il y a plusieurs raisons à cette adhésion partielle des règles de Bâle par les pays en développement. Depuis leur adoption, les principes de Bâle sont devenus aux yeux des décideurs un sceau d'approbation mondial attestant de la qualité des systèmes de surveillance bancaire des pays.

Tableau 4.1

**MISE EN ŒUVRE DES RÈGLES DE BÂLE DANS LES PAYS
EN DÉVELOPPEMENT OU EN TRANSITION**

	Total des pays étudiés	Bâle II		Bâle III	
		Exigences de fonds propres (Approche standard)	Exigences de fonds propres (Approche basée sur des évaluations internes)	Ratio de levier	Ratio de liquidité
		(En pourcentage)		(En pourcentage)	
<i>Région (Tous les pays de l'échantillon)</i>					
Afrique	30	27	10	13	13
Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est	17	82	59	47	29
Amérique latine et les Caraïbes	21	38	23	14	24
Pays en transition d'Europe et d'Asie	11	73	9	18	18
Asie de l'Ouest	9	100	33	33	33
<i>Région (Membres du CBCB)</i>					
Afrique	29	23	7	10	10
Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est	11	27	13	0	7
Amérique latine et les Caraïbes	18	16	7	7	3
Pays en transition d'Europe et d'Asie	10	23	3	7	3
Asie de l'Ouest	7	23	3	3	3

Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED à partir de BRI, 2014 et BRI, 2015.

Note : Les données concernent les pays suivants, par région : *Afrique* : Angola, Bénin, Botswana, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Égypte, Gambie, Ghana, Guinée, Guinée-Bissau, Kenya, Lesotho, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Maroc, Mozambique, Namibie, Niger, Nigéria, Sénégal, **Afrique du Sud**, Togo, Tunisie, Ouganda, République-Unie de Tanzanie, Zambie et Zimbabwe ; *Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est* : Bangladesh, Bhoutan, **Chine, Hong-Kong (Chine), Inde, Indonésie**, Malaisie, Maurice, Népal, Pakistan, Philippines, **République de Corée, Singapour**, Sri Lanka, province chinoise de Taïwan, Thaïlande et Viet Nam ; *Amérique latine et les Caraïbes* : **Argentine**, Belize, État plurinational de Bolivie, **Brésil**, Chili, Colombie, Costa Rica, République dominicaine, Équateur, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haïti, Honduras, Jamaïque, **Mexique**, Panama, Paraguay, Pérou, Trinité-et-Tobago, Uruguay ; *Pays en transition d'Europe et d'Asie* : Albanie, Arménie, Bélarus, Bosnie-Herzégovine, Géorgie, Kirghizistan, Monténégro, République de Moldova, **Fédération de Russie**, Serbie et ex-République yougoslave de Macédoine ; et *Asie de l'Ouest* : Bahreïn, Jordanie, Koweït, Liban, Oman, Qatar, **Arabie saoudite, Turquie**, Émirats arabes unis (les membres du Comité de Bâle sont indiqués en caractères gras).

De nombreux pays en développement, réagissant aux pressions officielles et aux pressions du marché, ont « importé » ce sceau de crédibilité réglementaire ; c'est surtout le cas des pays dont les cadres réglementaires ont été passés au crible après les crises financières de la fin des années 1990 et du début des années 2000 (Walter, 2008). En outre, des pressions additionnelles se sont exercées sur certains grands pays en développement devenus membres du G20 pour les amener à appliquer les réglementations de Bâle. Tous les pays du G20, y compris les pays membres en développement, ont accepté que le Programme d'évaluation du secteur financier (PESF)¹³ analyse leur secteur financier national – et évalue notamment leur conformité aux principes de

Bâle – et que soient menés des examens collégiaux de leur cadre de supervision (Walter, 2015).

La mise en œuvre des nouvelles règles de Bâle III en matière de fonds propres n'a peut-être pas été très difficile pour les grands pays en développement, car, déjà avant la crise mondiale, leurs systèmes bancaires avaient des niveaux de fonds propres généralement plus élevés que ceux stipulés dans Bâle III¹⁴. Toutefois, la situation n'est pas la même partout. En Inde, par exemple, les banques publiques, qui comptent pour 62 % dans les prêts bancaires du pays, auront du mal à se conformer aux exigences de fonds propres de Bâle III d'ici à 2019 (Moody's, 2014). Le degré de conformité est

beaucoup plus variable dans le cas des nouvelles exigences de Bâle III en matière de liquidités. Une étude du CSF indique que l'Argentine, le Brésil, l'Indonésie et le Mexique n'ont pas autant progressé dans ce domaine que d'autres pays, comme la Chine et l'Afrique du Sud (CSB, 2014a). D'après une évaluation effectuée récemment par Fitch (2015), les petites banques du Mexique peineront à se conformer au ratio de liquidité et rencontreront des difficultés encore plus grandes le jour où les régulateurs de leurs pays adopteront le ratio structurel de liquidité à long terme.

Les pays en développement non membres du G20 semblent rencontrer des difficultés beaucoup plus grandes à se conformer aux exigences du cadre de Bâle. Une difficulté majeure tient au degré de complexité des règles de Bâle, en particulier les nouvelles règles de Bâle III, dont la mise en œuvre exige non seulement des capacités techniques avancées, mais aussi beaucoup de ressources (Haldane and Madouros, 2012). Les rapports du PESF sur différentes régions en développement indiquent une absence générale de conformité aux normes de Bâle, qui s'explique par un manque crucial de capacités. Dans l'ensemble, le personnel manque, est mal formé et n'a pas l'expérience nécessaire pour s'acquitter de manière satisfaisante de fonctions de réglementation et de supervision. Ce manque de capacités est encore plus grave en ce qui concerne la mise en œuvre des règles très complexes de Bâle III.

La mise en œuvre de Bâle III suscite d'autres préoccupations tout aussi importantes. Le ratio structurel de liquidité à long terme, qui vise à réduire les asymétries entre les échéances des actifs bancaires et celles des sources de financement, pourrait avec des conséquences négatives pour les pays en développement, car, dans ces pays, les banques sont principalement financées par les dépôts (à court terme).

L'asymétrie parfaite exigée entre les échéances des actifs et des passifs peut réduire la capacité des banques à fournir des crédits sur le long terme. La constitution de volants supplémentaires anticycliques est une autre source de difficultés. Les pays qui en sont au tout premier stade de leur développement

financier pourraient connaître une expansion rapide du crédit, qui enclencherait le mécanisme de ces volants supplémentaires, même s'il n'y a pas accumulation de risques systémiques (Drehmann and Tsatsaronis, 2014).

D'une manière plus générale, il est préoccupant que les réglementations de Bâle aient de plus en plus privilégié (sans grand succès d'ailleurs) la stabilité financière dans son sens le plus étroit, plutôt que la réalisation d'objectifs de croissance et d'équité. Le recours à la pondération des risques dans le calcul des fonds propres exigés, que ce soit en appliquant l'approche standard ou l'une quelconque des autres méthodes plus complexes, causera probablement un rationnement du crédit aux secteurs qui en ont le plus besoin du point de vue du développement. Les directives de Bâle relatives au calcul du risque de crédit pourraient entraîner un relèvement des exigences de fonds propres pour le crédit aux PME (généralement perçues comme à plus grand risque) et aux projets à long terme, et une réduction du coût du crédit pour les grandes entreprises, notamment pour les sociétés internationales, généralement mieux notées par les agences de notation extérieures.

Par conséquent, bien que les pays en développement soient de plus en plus représentés auprès des instances internationales, les réformes entreprises après la crise financière mondiale semblent faire peu de cas de certaines de leurs préoccupations. Des réformes conçues strictement sous l'angle

prudentiel ne suffiront peut-être pas à prévenir des crises à l'avenir. En outre, ces réformes sont complexes et difficiles à appliquer dans beaucoup de pays en développement et leur mise en œuvre pourrait même freiner le développement économique.

Bien que les pays en développement soient de plus en plus représentés auprès des instances internationales, les réformes entreprises semblent faire peu de cas de certaines de leurs préoccupations.

4. Quelques tentatives de cloisonnement des opérations bancaires

Parallèlement à l'adoption de ces réformes réglementaires coordonnée au niveau international par le CSF, de nombreux pays développés ont rédigé une nouvelle législation nationale pour faire face aux risques systémiques dans leur propre système financier.

De toutes les réformes nées de la crise financière, les plus ambitieuses sont celles qui visent à « cloisonner » les diverses activités financières, allant ainsi plus loin que l'approche prudentielle du cadre de Bâle.

Le principal argument en faveur de ce cloisonnement est qu'en dissociant les avoirs des déposants des opérations bancaires à risque, on limiterait la probabilité de ruées sur les banques devenues insolubles pour avoir décidé d'investir comme on mise au casino. Ce cloisonnement faciliterait, en outre, la procédure de résolution des faillites bancaires ou d'assistance financière aux groupes bancaires éventuellement en difficulté et rendrait moins probable ou nécessaire une intervention des pouvoirs publics pour sauver des banques qui se trouveraient en difficulté pour s'être livrées à des opérations à haut risque. Il existe un précédent dans l'histoire, la loi Glass Steagall aux États-Unis, qui interdisait aux banques commerciales couvertes par un régime d'assurance préférentiel des dépôts de s'adonner à des activités sur les marchés, et aux banques d'investissement d'accepter des dépôts. Cette réforme, qui faisait partie de la *New Deal* de 1933, a régi le fonctionnement du système financier des États-Unis pendant plus de 65 ans, jusqu'à ce que la loi de modernisation des services financiers de 1999 (*Financial Services Modernization Act*) vienne lever ces restrictions sur l'activité bancaire.

Les États-Unis n'ont pas réorganisé à fond leur système bancaire après la crise financière de 2008-2009, optant plutôt pour une règle restreignant certaines des activités des banques. Parmi les dispositions de la loi Dodd-Frank sur la réforme de Wall Street et la protection du consommateur de 2010 (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), on trouve la règle Volcker, qui interdit aux banques deux types d'activités. Premièrement, une entité bancaire placée sous la juridiction des États-Unis n'est pas autorisée à s'engager dans des opérations pour compte propre, ce qui signifie qu'elles ne peuvent pas acheter ou vendre des valeurs mobilières dans leur propre intérêt¹⁵. Deuxièmement, la règle Volcker interdit aux banques de sponsoriser et d'acquérir des fonds spéculatifs ou des fonds de capital-investissement ou de conserver des intérêts dans ce type de fonds.

À la fin de 2013, le Royaume-Uni a élaboré une législation sur la réforme bancaire se fondant sur le « Rapport Vickers ». Contrairement à la réforme

entreprise aux États-Unis, le but n'était pas tant d'interdire aux banques de s'adonner à des activités à risque, mais plutôt de dresser une barrière protectrice autour des établissements de dépôt. Ainsi, il a été décidé que l'activité des banques de détail devait être isolée de l'activité bancaire d'investissement, via la création d'une filiale capitalisée séparément. La réforme visait à aider à isoler les banques de détail du pays des chocs financiers extérieurs et à faciliter, si le cas s'en présentait, la procédure de résolution des faillites bancaires ou d'assistance financière aux établissements en difficulté (CSF, 2014b). Les recommandations du Rapport Vickers apportaient une réponse à une situation inquiétante pour le Royaume-Uni, à savoir que l'exposition internationale du secteur bancaire du pays était plusieurs fois supérieure au PIB, utilisé comme mesure de l'économie nationale. Ce cloisonnement avait pour but de protéger les activités bancaires à vocation intérieure de tout ce qui pourrait survenir dans les activités à vocation mondiale (Wolf, 2014)¹⁶. Seuls les grands groupes financiers détenant des dépôts stables de plus de 25 milliards de livres sterling étaient visés.

La Commission européenne (CE) a également envisagé une réforme structurelle du système financier de l'Union européenne. Se fondant sur les recommandations du Groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire européen (connu sous le nom de Commission Liikanen), la CE a soumis des projets de réglementation, dont l'une des propositions centrales vise à séparer les opérations pour compte propre et toutes autres activités bancaires à haut risque des autres activités des banques, en les attribuant à une entité juridique séparée. Si cette réforme est adoptée, elle se limitera aux banques détenant des actifs de plus de 30 milliards d'euros et s'appliquera non seulement aux banques de dépôt mais aussi à leur société mère et à leurs filiales. La France et l'Allemagne ont déjà institué des règles reposant, en partie, sur les recommandations de la Commission Liikanen.

Les mesures structurelles proposées par les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Union européenne visent à réduire la probabilité de faillites bancaires et leurs incidences systémiques, en limitant les risques créés pour les dépôts par la forte interdépendance des banques (Viñals *et al.*, 2013). Une manière possible de restructurer le secteur bancaire serait d'édifier une cloison étanche entre les établissements collecteurs de dépôts et ceux qui s'adonnent à des activités de

Le « cloisonnement » des activités bancaires réduirait la probabilité de ruées sur les banques devenues insolubles pour avoir décidé d'investir comme on mise au casino...

courtier-négociant. Toutefois, les initiatives en faveur du cloisonnement des activités du secteur bancaire, tout comme les propositions visant à resserrer les normes minimales de fonds propres, ont rencontré une forte résistance de la part du lobby des banques. Comme de fait, aucune des règles de cloisonnement examinées ci-dessus n'a encore été pleinement mise en place. Aux États-Unis, l'application de la Règle Volcker a été reportée à plusieurs reprises et un nouveau report de l'échéance du 21 juillet 2016 fixée par les régulateurs du pays est à l'étude. Au Royaume-Uni, les régulateurs comptent finaliser les règles en 2016, la pleine conformité des banques étant fixée à 2019, mais le secteur oppose une forte résistance.

Il est difficile de dire avec certitude si ces mesures freineront l'expansion des grandes banques et permettront aux pouvoirs publics de les maîtriser ou de les contrôler plus facilement. Sous l'effet des pressions exercées par certains acteurs du système financier, les réglementations proposées sont inutilement complexes. Les exceptions, les définitions vagues et l'appréciation des superviseurs pourraient affaiblir l'efficacité des réformes. Aux États-Unis, il y a des exceptions importantes à l'interdiction

... et faciliterait la procédure de résolution des faillites bancaires ou d'assistance financière aux groupes bancaires éventuellement en difficulté et rendrait moins probable des opérations de sauvetage coûteuses par les pouvoirs publics.

des opérations pour compte propre et d'autres opérations sur valeurs. Les exceptions comprennent l'autorisation de spéculer pour atténuer les risques et de s'adonner à des opérations pour compte propre sur des instruments de la dette publique et à des activités de contrepartie. L'imprécision de la définition des opérations pour compte propre laisse aux banques toute latitude pour déterminer elles-mêmes quelles opérations sont ou non autorisées. Par ailleurs, malgré les réformes en France et en Allemagne, l'intention semble être de conserver le modèle de la banque universelle, tout en permettant aux organes nationaux de supervision de séparer certaines activités des fonctions bancaires de base, à leur discrétion et uniquement lorsqu'ils estimeront que la solvabilité d'un établissement financier est menacée.

Par conséquent, il reste à voir si les différentes mesures de réforme réglementaire et structurelle seront suffisamment efficaces pour réduire la complexité et l'interdépendance des grandes banques, de façon à les rendre plus sûres, et si elles décourageront ces banques de devenir encore plus grandes ou aideront à inverser la tendance à une plus grande concentration du secteur bancaire à long terme.

C. L'essor du système bancaire parallèle

1. L'émergence et les principales caractéristiques du système parallèle

Après la crise financière mondiale de 2008-2009, les grandes banques ont réduit certaines de leurs activités de prêt afin de réparer leurs bilans et de s'adapter au durcissement de la réglementation. Il en est résulté une tendance à la baisse du crédit bancaire au secteur privé dans les pays développés.

Malgré cela, la dette mondiale totale s'est accrue de 57 000 milliards de dollars entre 2007 et 2014, portant le ratio mondial dette/PIB à 286 %, soit une augmentation de 17 points de pourcentage (McKinsey, 2015). Les emprunts ont principalement augmenté en dehors du système bancaire traditionnel réglementé. Dans les pays développés, le financement non bancaire sous différentes formes, telles que les obligations des sociétés et les crédits aux entreprises, a connu une forte expansion depuis la crise mondiale. Dans

le même temps, les dirigeants des banques ont continué de sortir certaines activités de leurs bilans, après avoir transformé les créances en titres pour les vendre sur les marchés. Bien que la titrisation ait quelque peu perdu de son importance par rapport à la période antérieure à la crise, elle est loin d'avoir complètement disparu : en 2014, 32 % de l'encours de la dette des ménages (essentiellement des hypothèques et des dettes sur cartes de crédit) dans les pays développés étaient titrisés, contre 36 % en 2007 (McKinsey, 2015).

Ce déplacement des services d'intermédiation du crédit du système bancaire au système non bancaire reflète le rôle accru du secteur de la gestion des actifs (FMI, 2015). Ce secteur d'activités se compose d'investisseurs institutionnels, dont les assureurs, et de fonds d'investissement, tels que les fonds spéculatifs et les fonds communs de placement, ainsi que d'entités de hors bilan comme les entités ad hoc - tous acheteurs et vendeurs de titres et d'autres actifs financiers¹⁷. L'intermédiation du crédit par les marchés de capitaux comporte à la fois des mécanismes de « financement direct », qui font porter tout le risque de crédit aux investisseurs et le système bancaire dit « parallèle ». Les deux agissent en compléments (mais aussi en concurrents) du système bancaire traditionnel et constituent des sources additionnelles de financement de l'activité économique réelle. Le système bancaire parallèle comporte toutefois certains dangers pour la stabilité financière, dans la mesure où il remplit les mêmes fonctions que le système bancaire traditionnel, mais sans être soumis à une réglementation appropriée.

Dans le système bancaire parallèle, l'intermédiation de crédit est moins transparente et moins réglementée et utilise davantage le levier d'endettement que le système bancaire traditionnel. Les agents collectent des dépôts (comme le font les banques) ou acceptent des investissements s'apparentant à des dépôts, octroient des crédits et procèdent à la transformation des échéances et des liquidités, en ayant souvent recours au levier d'endettement pour accroître la rentabilité. Ils convertissent des créances à court terme (tels que des parts dans les fonds communs de placement monétaire, qui sont analogues aux dépôts) en actifs à long terme

très divers, allant des effets publics aux obligations d'État émises en utilisant des techniques complexes de titrisation. Les sociétés financières remplissent une fonction d'intermédiation comme les banques, mais sont soumises à moins de restrictions quant à leur taille et leur capacité d'endettement, et n'ont pas accès à une source officielle de liquidités, ce qui rend le système financier parallèle naturellement fragile.

Le rôle du système bancaire parallèle dans la crise financière de 2008 est bien connu et a été documenté et analysé dans de précédents rapports de la CNUCED (par exemple, le *Rapport sur le commerce et le développement*, éditions de 2009 et 2011). Le G20 et le CSF ont détecté dans ce système un certain nombre de problèmes, qui contribuent à la fragilité financière mondiale. Cependant, ce qui a été fait pour réglementer le système bancaire parallèle est loin d'être suffisant. Il est clair que des réformes plus ambitieuses s'imposent.

Le système bancaire parallèle est la résultante de la dérégulation du système financier ces trente dernières années. Le système basé sur le marché, qui a ainsi vu le jour surtout dans les pays dits anglo-saxons, s'est étendu par la suite à la plupart des autres pays, y compris aux pays en développement. C'est ainsi que les investisseurs institutionnels (notamment les compagnies d'assurance, les fonds de pension et les fonds communs de placement) sont devenus des protagonistes très importants sur les marchés financiers mondiaux et leurs actifs sous gestion ont vite rattrapé ceux du système bancaire. Par la suite, la plupart des établissements ont fait appel à des spécialistes de la gestion des actifs pour les aider à investir, ce qui explique la croissance des marchés des actifs pendant les années 1980 et du secteur des fonds spéculatifs pendant les années 1990. Les investissements directs des investisseurs institutionnels ont été pour les emprunteurs une source de financement stable et fiable et pour les investisseurs une occasion de diversifier leur portefeuille d'actifs financiers.

L'apparition de formes innovantes d'intermédiation a permis à un grand nombre de gestionnaires d'actifs (tels que les fonds spéculatifs) et de courtier-négociants (appartenant souvent à des conglomérats financiers) d'augmenter leurs investissements en s'endettant

Dans le système bancaire parallèle, l'intermédiation de crédit est moins transparente et moins réglementée et utilise davantage le levier d'endettement que le système bancaire traditionnel.

dans le système financier et en utilisant leur dette pour acquérir des actifs. Étant donné qu'une proportion importante de la dette émise par les intermédiaires portait sur le court terme, les sociétés financières ont opéré des transformations d'échéances. Dans le système bancaire traditionnel, l'intermédiation entre les déposants et les emprunteurs s'effectue au sein d'une seule et même entité. Par contre, dans le système parallèle, le processus d'intermédiation de crédit peut faire intervenir non pas un, mais une multitude d'établissements financiers spécialisés, qui acheminent les fonds des prêteurs aux investisseurs en empruntant tout un réseau de transactions et d'instruments de prêt basés sur le marché.

Un exemple simple permettra de mieux comprendre l'essentiel du fonctionnement du système bancaire parallèle. Le prêteur type dans la chaîne d'intermédiation de crédit est le ménage qui, à la recherche d'un rendement plus élevé que celui généralement offert par les dépôts dans les banques commerciales, investit ses avoirs en espèces dans des parts dans un fonds commun de placement monétaire¹⁸. Le prêteur peut également être un trésorier désireux d'investir le solde disponible d'une grande entreprise ailleurs que dans des dépôts bancaires, qui, dans la plupart des pays, ne sont pas assurés pour des montants importants. L'emprunteur final est toute entité qui émet des titres (à savoir un gouvernement ou une société privée) pour financer ses dépenses ou ses investissements. Il peut également s'agir d'un ménage dont les prêts ou les dettes (hypothèques et dette sur cartes de crédit, par exemple) ont été transformés en titres négociables par des banques ou des établissements financiers spécialisés. Les obligations titrisées (y compris les produits structurés) sont, en fait, une composante clé du système bancaire parallèle. Les liquidités des fonds commun de placement monétaire et des entreprises sont investies dans des titres de créance à court terme (à savoir des billets de trésorerie et des obligations d'État ou toute autre créance sur le point d'arriver à échéance) et dans des accords de rachat à court terme (souvent d'une durée d'un jour) suivant la technique de la pension livrée (repo). Les opérations de pension (repo) sont une forme de prêt nanti et semblent donc plus sûres que les dépôts bancaires non assurés (voir l'encadré 4.1). Les placements dans des obligations d'État ou dans des billets de trésorerie comportent peu de risques associés à leur échéance, puisque à chaque financement à court terme correspond un investissement à court terme.

Cependant, les ressources liquides obtenues dans le cadre d'une opération de pension finissent souvent par être utilisées par l'emprunteur pour acquérir directement un titre à long terme ou un autre actif, ce qui signifie que le système bancaire parallèle opère des transformations d'échéances de la même manière que les banques, mais avec moins de transparence. Un courtier-négociant peut fort bien utiliser les fonds obtenus via une mise en pension pour acheter des titres de haute qualité, qu'il utilise ensuite comme nantissement pour la transaction¹⁹. Les opérations de pension et d'autres types d'emprunts à court terme sont caractéristiques des fonds spéculatifs qui s'en servent pour financer leurs investissements en utilisant l'effet de levier.

Le système bancaire parallèle est en forte expansion dans les pays en développement, mais la chaîne d'intermédiation de crédit tend à être plus simple. 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 (Ghosh *et al.*, 2012).

2. Le système bancaire parallèle est-il très vaste ?

Le périmètre du système bancaire parallèle et sa taille globale fait actuellement débat. Initialement, le CSF, qui est engagé depuis 2011 dans un projet mondial visant à suivre l'évolution du système bancaire parallèle et à le mesurer, l'a défini comme étant « un système d'intermédiation de crédit qui implique des entités et des activités extérieures au système bancaire classique » (CSF, 2014c). À partir de cette définition, la taille du système se mesure sur la base du volume total des actifs financiers des intermédiaires financiers non bancaires, à l'exclusion des compagnies d'assurance, des fonds de pension et des établissements financiers publics (qui sont réglementés). Nombreux sont ceux qui ont jugé cette définition trop large. Elle englobe les activités non génératrices d'endettement des gestionnaires de fonds chargés d'administrer des placements pour le compte de clients qui perçoivent les gains et supportent les pertes directement, si bien que ces activités ne constituent pas à proprement parler une intermédiation. C'est pourquoi le CSF a

Encadré 4.1**LA PENSION LIVRÉE, UNE TRANSACTION SE SITUANT AU COEUR DU SYSTÈME PARALLÈLE**

Un accord de rachat (ou opération de pension, *repo* en anglais) est une opération consistant à obtenir des fonds en vendant des titres et en concluant simultanément un accord de rachat de ces titres – ou de titres très similaires – à une date ultérieure, souvent dans les vingt-quatre heures. L'emprunteur verse des intérêts au prêteur à un taux négocié avec ce dernier et continue d'assumer les risques et de bénéficier du rendement des titres cédés en nantissement, si bien que les titres en question servent uniquement de garantie pour le prêteur. Les opérations de pension sont donc un moyen d'effectuer des prêts garantis à court terme. Dans la pratique, cependant, une part importante des fonds restent en pension sur des périodes relativement longues, les contrats journaliers étant reconduits tacitement. Dans ce sens, on peut dire que les opérations de pension sont pour l'emprunteur une source de financement assimilable à un dépôt. De leur côté, les propriétaires des fonds peuvent les traiter quasiment comme des dépôts à vue, puisque, en cas de besoin, il leur suffit de ne pas reconduire l'accord de rachat pour avoir immédiatement accès au numéraire.

Les opérations de pension sont avantageuses pour les trésoriers des sociétés et d'autres détenteurs de soldes liquides importants, car tant qu'ils n'utilisent pas les fonds pour effectuer des paiements, ceux-ci leur rapportent un taux de rendement garanti équivalent à celui du marché. En outre, ces opérations peuvent sembler plus sûres que les dépôts bancaires, car les régimes d'assurance des dépôts ne couvrent pas les montants importants. Les opérations de pension, tout comme les billets de trésorerie, sont un produit d'investissement typique des fonds commun de placement monétaire, et les détenteurs de parts de ces fonds font, en définitive, partie des prêteurs finals dans le système bancaire parallèle.

Dans une transaction de pension, l'emprunteur peut utiliser les fonds reçus pour financer une position longue sur les titres cédés en nantissement, pour des montants et à des prix qui reflètent la garantie fournie au prêteur (ICMA, 2015). En outre, les courtiers-négociants organisent fréquemment l'opération inverse (prise en pension de titres), c'est-à-dire qu'ils empruntent des titres qu'ils mettent à leur tour en pension ; en combinant la prise en pension et la mise en pension de titres, ils peuvent réaliser un bénéfice grâce à la différence entre les taux d'intérêt. Les opérateurs prennent aussi des titres en pension pour effectuer des ventes à découvert.

L'avantage pour les emprunteurs – qui peuvent être des banques commerciales et des courtiers-négociants – est qu'ils ne sont pas tenus de constituer des réserves pour couvrir les opérations de pension^a. En outre, les règles régissant la comptabilisation de ces transactions sont plutôt souples, du moins en ce qui concerne les Principes comptables généralement acceptés que doivent respecter les entreprises opérant aux États-Unis. Par exemple, certains prêteurs choisissent d'enregistrer les titres dont ils sont propriétaires plutôt que les titres en pension, ce qui peut être considéré moins risqué et moins coûteux en termes d'exigences de fonds propres. Les emprunteurs, peuvent, quant à eux, sortir (temporairement) de leur bilan les actifs cédés dans une opération de pension et masquer ainsi leur véritable niveau d'endettement (ICMA, 2015)^b.

Le régime de protection contre la faillite dont bénéficient les opérations de pension a beaucoup contribué à l'expansion du système bancaire parallèle (Gorton and Metrick, 2009). Aux États-Unis les règles de base régissant les faillites et exigeant notamment la suspension automatique des actions des créanciers au titre du chapitre 11 du Code des faillites ne s'appliquent pas aux opérations de pension. Dans le droit de New York (principale juridiction des États-Unis en matière d'opérations de pension), en cas de dépôt de bilan de l'emprunteur, le prêteur a le droit d'appliquer unilatéralement la clause de résiliation et de vendre les titres cédés en garantie pour recouvrer les fonds prêtés. Sans cette protection, une partie à un contrat de pension pourrait se retrouver sur le rang des débiteurs dans une procédure de faillite (Gorton and Metrick, 2009)^c. En Europe, l'opération de mise en pension transfère la propriété légale des titres cédés en garantie du vendeur à l'acheteur en vertu d'un contrat de vente pur et simple. Par conséquent, dans les grands centres financiers, les opérations de pension peuvent jouer le même rôle pour les déposants de sommes substantielles que les dépôts à vue garantis.

adopté, dans ses rapports, une définition plus étroite du système bancaire parallèle, laissant de côté les activités financières non bancaires qui ne relèvent pas directement de l'intermédiation financière (par exemple, les transactions des fonds d'investissement qui ne génèrent aucun endettement) ou qui sont prudemment consolidées dans des groupes bancaires (par exemple, les produits titrisés détenus

par des banques et les actifs résultant des activités de courtier-négociant des banques universelles).

Le FMI a proposé de mesurer la taille du système bancaire parallèle à partir du passif autre que le passif de base des établissements financiers aussi bien bancaires que non bancaires (FMI, 2014). Cet autre passif est constitué de toutes les sources

Encadré 4.1 (suite)

Les opérations de pension ont ceci d'intéressant que les titres cédés en garantie par un client à son courtier peuvent être réutilisés par ce dernier à ses propres fins dans une transaction avec un tiers. Les mêmes titres peuvent donc servir de garantie dans de multiples transactions. En fait, les courtiers peuvent réaffecter les actifs reçus en garantie, par exemple d'un fonds spéculatif, pour avoir accès à l'argent prêté au client. Le client qui a emprunté cet argent (en l'occurrence, le fonds spéculatif) peut utiliser ces actifs additionnels pour effectuer une nouvelle opération de pension. L'opérateur utilise la sûreté pour lever plus de fonds, et ainsi de suite, *ad infinitum* (Singh and Aitken, 2010). Cette utilisation illimitée du levier d'endettement a toutefois ses limites dans la pratique. Les intervenants sur les marchés ont tendance à appliquer une marge de sécurité (un pourcentage de décote) dans le calcul du prix d'achat des titres cédés en garantie. L'application d'une décote équivaut à un « surnantissement ». Cette marge de sécurité a pour but de couvrir les pertes inattendues que pourrait subir l'une des parties à l'opération de pension si elle devait acheter (ou vendre) les titres, en cas de faillite de l'autre partie. Les décotes limitent la capacité de refinancement. Par exemple, un fonds spéculatif qui finance sa position d'actifs par une opération de pension (et en utilisant l'actif acheté comme garantie) devra acheter une partie de sa position en utilisant ses propres ressources. En outre, les opérations de pension ne pourraient se multiplier à l'infini, puisqu'elles finiront par se heurter aux limites de crédit imposées par les établissements financiers à leurs contreparties et, le cas échéant, aux limites de la réglementation.

Selon la International Capital Market Association (ICMA), les marchés des opérations de pension sont très développés en Europe, aux États-Unis, en Amérique latine et au Japon et se développent rapidement (mais restent relativement limités) en Chine et dans un certain nombre de pays africains. D'après certaines estimations, l'encours des opérations de pensions sur le marché européen totalisait 5 500 milliards d'euros en décembre 2014, mais ce chiffre n'est que partiel puisqu'il n'inclut que les protagonistes les plus actifs sur ce marché (ICMA, 2015). La Federal Reserve Bank of New York rapporte que les activités des opérateurs sur le marché primaire des opérations de pension (qui représenteraient rien moins que 90 % du marché américain) se chiffraient à près de 5 000 milliards de dollars en 2014. Le Centre de la ICMA à l'Université de Reading a indiqué que, bien que le marché mondial des opérations de pension ait reculé en 2007, il est possible qu'il ait atteint 15 000 milliards d'euros en 2012. D'après Gorton and Metrick (2009), ce montant serait trois fois plus élevé dans le cas des États-Unis.

- ^a S'il s'agit de banques, les règles relatives au ratio de levier pourraient s'appliquer, selon les règlements comptables en vigueur dans les juridictions dans lesquelles elles opèrent.
- ^b Les entreprises utilisent souvent à leur avantage les failles des principes comptables généralement acceptés en vigueur aux États-Unis. Pour faire en sorte que les bilans indiquent clairement quels actifs ont été mis en pension, les normes internationales d'information financière (International Financial Reporting Standards, IFRS) exigent que les titres servant de garantie dans un contrat de mise en pension soient comptabilisés à l'actif non pas comme « investissement » mais comme « garantie » et au passif comme « emprunt garanti ».
- ^c Selon Morrison et al. (2014), les données disponibles montrent que la non-application des dispositions normales du Code des faillites aux opérations de pension fausse les décisions des sociétés financières concernant leur structure financière, car cette exemption revient à subventionner le financement à court terme au détriment d'autres sources de financement, notamment à long terme. Lorsque les sociétés financières préfèrent le court terme, plus volatile, au long terme, plus stable, elles (et plus généralement les marchés) sont plus sujettes aux retraits massifs et soudains de capitaux en cas de choc de marché, tels que la chute des prix de l'immobilier pendant la crise financière mondiale.

de financement des sociétés financières qui ne s'apparentent pas à des dépôts bancaires. D'après cette définition, qui englobe toutes les formes non traditionnelles d'intermédiation financière, la titrisation fait également partie du système bancaire parallèle, qu'elle soit effectuée par une banque directement sur son bilan ou indirectement en passant

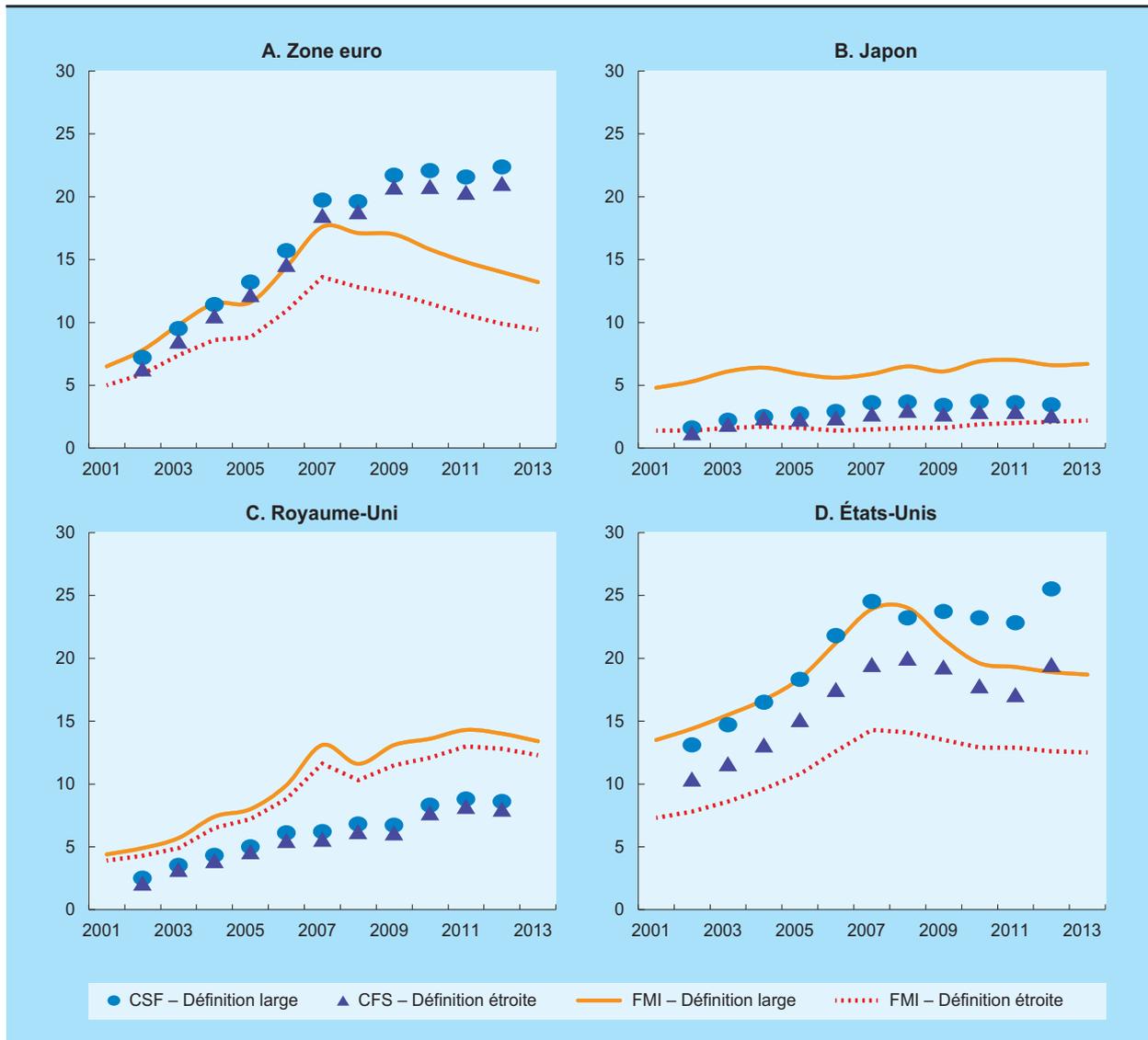
par une entité ad hoc. Le FMI a également suggéré une définition plus étroite du système bancaire parallèle, excluant les obligations interbancaires.

Si l'on s'en tient à la définition large du CSF, le système bancaire parallèle a connu une expansion considérable depuis 2002, en particulier dans les pays

Graphique 4.2

TAILLE DU SYSTÈME BANCAIRE PARALLÈLE SELON DIFFÉRENTS CRITÈRES DE MESURE, 2001-2013

(En milliers de milliards de dollars)



Source : Harutyunyan *et al.*, 2015; et CSF, 2014c.

développés, et fait remarquable, cette expansion s’est poursuivie après la crise financière. Sa taille globale en termes d’actifs a été estimée à 75 200 milliards de dollars, soit le quart environ de toute l’activité d’intermédiation financière mondiale à la fin de 2013, ce qui représente une forte hausse par rapport aux 67 000 milliards de 2011 et aux 71 000 milliards de 2012. Les plus grands systèmes bancaires parallèles se trouvent aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni (graphique 4.2), mais l’intermédiation

parallèle se développe également dans quelques pays en développement, comme la Chine (voir l’encadré 4.2).

D’autres formes d’activités bancaires parallèles ont affiché une tendance similaire à la hausse jusqu’à 2007, mais après la crise, elles ont stagné ou ont reculé, si l’on se fonde sur les critères de mesures du FMI²⁰. La principale raison, tant aux États-Unis que dans la zone euro, a été le ralentissement de

LE SYSTÈME BANCAIRE PARALLÈLE EN CHINE

En Chine, l'expansion du système bancaire parallèle est assez récente, puisque les banques dominaient complètement le système de crédit depuis les réformes de marché de la fin des années 1970. Même aussi récemment que la fin de 2008, les prêts bancaires représentaient près de 90 % de l'encours de crédit en Chine (Elliott *et al.*, 2015 ; Elliott and Yan, 2013). Les réformes des secteurs financier et banquier du pays pendant les années 1990 et 2000 (Okazaki, 2007 ; Kruger, 2013), ont rendu les instruments financiers plus complexes et permettent de se dérober plus facilement aux contrôles réglementaires.

Dans le système bancaire parallèle en Chine, les prêts s'effectuent par l'intermédiaire d'entités très diverses et proviennent de cinq sources principales de financement : les produits financiers proposés par les gestionnaires de patrimoine, les banques mandataires, les comptes de fiducie, les sociétés de financement et les prêteurs informels. De nombreuses activités du système bancaire parallèle sont conçues spécifiquement pour contourner les réglementations bancaires et peuvent donc être vues comme étant des formes d'arbitrage réglementaire interne (Chandrasekhar and Ghosh, 2015). Par exemple, malgré le plafonnement du volume des prêts bancaires et la limitation des prêts octroyés à des emprunteurs potentiellement à risque (tels que les véhicules de financement des administrations locales, les promoteurs immobiliers, le secteur des mines et la construction navale), ces prêts n'ont cessé d'augmenter, du fait qu'ils ont été acheminés par l'intermédiaire du système de crédit parallèle.

Les produits proposés par les gestionnaires de patrimoine offrent un rendement basé sur la performance des actifs sous-jacents (un prêt unique ou des prêts regroupés) et généralement supérieur à celui des dépôts bancaires dont les taux sont plafonnés par les autorités monétaires ; il se produit ainsi une libéralisation « subreptice » des taux d'intérêt (Kruger, 2013). Ces produits sont promus comme étant des instruments à faible risque et un grand nombre d'entre eux offrent un rendement garanti (FMI, 2014). Les prêts par l'intermédiaire de banques mandataires sont des prêts interbancaires dans lesquels une société sert de prêteur final et inscrit l'actif dans son bilan et d'autres banques servent d'intermédiaires et perçoivent des commissions. Ces prêts servent généralement à financer des actifs tels que des biens immobiliers ou des actions et ils constituent un risque potentiel pour la stabilité financière dans la mesure où ils donnent lieu à des opérations successives de crédit et augmentent l'endettement. L'offre de crédit entre entités non financières peut être acheminée par d'autres voies, par exemple en vendant sur le marché de l'escompte des titres d'acceptation bancaire, qui peuvent également servir à actionner le levier d'endettement (Elliott *et al.*, 2015).

Les sociétés de cautionnement, créées à l'origine pour faciliter l'accès des PME aux prêts bancaires, perçoivent une commission moyennant laquelle elles servent aux emprunteurs potentiels de garants auprès des banques, en s'engageant à prendre à leur charge toute perte résultant d'un défaut de paiement. En fait, la banque achète une assurance de la société de cautionnement pour couvrir les prêts à risque, mais c'est l'emprunteur qui paie la prime d'assurance. Comme tout système d'assurance, ce dispositif n'est pas sans danger lorsque les risques sont corrélés entre emprunteurs. Enfin, l'intermédiation de crédit peut aussi prendre la forme de prêts informels aux ménages et aux petites entreprises par des prêteurs à titre individuel (prêteurs à gage et autres prêteurs informels).

Les estimations indépendantes de la taille du système bancaire parallèle en Chine en pourcentage du PIB sont extrêmement variables, allant de 8 %-22 %, pour les plus basses, à 70 %, pour les plus élevées, en 2013 (Chandrasekhar and Ghosh, 2015). Selon le FMI (2014), le « financement social » (c'est-à-dire provenant de sources non étatiques) passant par le système bancaire parallèle avait augmenté de 35 % au début de 2014 et progresse deux fois plus rapidement que les crédits bancaires. La valeur du total des actifs des gestionnaires de patrimoine représentait 25 % du PIB, après avoir augmenté de 50 % depuis le début de 2013 et avoir triplé depuis le début de 2011. D'après les définitions les plus larges du système bancaire parallèle, ce dernier reste relativement moins développé en Chine en proportion du PIB qu'aux États-Unis (150 %), au Royaume-Uni (378 %) et dans de nombreux pays de la zone euro.

Dans le cadre de leurs efforts pour contenir les risques associés au secteur financier parallèle, les autorités chinoises ont adopté, en avril 2015, un régime d'assurance couvrant les dépôts bancaires, tant des particuliers que des entreprises, jusqu'à 500 000 yuans par déposant et par banque. Cette mesure devrait permettre de faire plus clairement la distinction entre les dépôts bancaires et les produits offerts par les gestionnaires de patrimoine, mais il faut s'attendre à ce que de fortes pressions politiques soient exercées en faveur d'une opération de sauvetage des investisseurs non protégés si ce dispositif venait à faillir (EIU, 2015). Les autorités ont fréquemment déclaré que le gouvernement n'interviendrait pas pour soutenir les transactions des banques en passant par le secteur financier parallèle, mais il s'agit d'une question complexe, puisque le gouvernement est lui-même actionnaire des banques.

l'activité parmi les émetteurs de titres adossés à des actifs et un repli des émissions d'obligations par les banques commerciales. Le recul des parts dans les fonds communs de placement monétaires a également contribué à la chute du total des passifs autres que les passifs de base. Par contre, d'après les estimations du CSF, l'activité du système bancaire parallèle a repris après un léger fléchissement en 2008, ce qui reflète l'accroissement des volumes investis par l'intermédiaire des fonds de placement et les effets de valorisation positifs après la remontée des prix des actifs des faibles niveaux enregistrés en 2008-2009.

Toutefois, la taille du système bancaire parallèle tend à être largement sous-estimée, car la plupart des critères de mesure excluent les entités du système qui sont domiciliées dans de nombreux centres financiers offshore ou paradis fiscaux. Le CSF a reconnu que l'incorporation des données concernant ces centres offshore, qui ne relèvent pas de la juridiction de ses membres, aiderait à combler les lacunes actuelles de la surveillance mondiale. Ces lacunes pourraient être importantes, car les entités financières déplacent des portions importantes de leurs activités parallèles vers ces centres offshore, afin d'échapper aux réglementations de leur pays d'origine.

3. Les risques associés au système bancaire parallèle

La spécialisation de chacun des établissements financiers participant à la chaîne d'intermédiation du système bancaire parallèle évite aux emprunteurs et aux prêteurs les écarts de crédit et les frais perçus par les banques traditionnelles. Vu sous cet angle, le système bancaire parallèle génère des gains d'efficacité induits par la spécialisation, avec des coûts plus bas pour les clients et une saine concurrence entre les banques. On a fait valoir que la titrisation permet de mobiliser des actifs non liquides, donnant ainsi accès à un plus grand nombre de prêteurs potentiels, et que les techniques de financement structuré peuvent être utilisées pour assurer le

Il est possible que le système bancaire parallèle génère des gains d'efficacité, avec des coûts plus bas pour les clients et une saine concurrence entre les banques, mais plusieurs de ses caractéristiques sont hautement problématiques pour la stabilité financière.

partage des risques et un rendement répondant au plus près aux besoins de l'investisseur final (FMI, 2014). Toutefois, les activités s'apparentant aux services bancaires, en particulier la collecte de dépôts, créent des risques financiers spécifiques. À la différence des banques, qui sont soumises par les autorités à des exigences de fonds propres et à d'autres règles, les entités du système parallèle ne sont pas réglementées, ne bénéficient pas de garanties de crédit de la part du secteur public et n'ont pas accès aux liquidités d'appoint d'une banque centrale. Par conséquent, tout problème dans la chaîne d'intermédiation peut déclencher une crise financière systémique.

Depuis la crise de 2008, il est apparu clairement que plusieurs caractéristiques du système bancaire parallèle sont hautement problématiques pour la stabilité financière. La qualité de certains des produits financiers négociés dans ce système inquiète beaucoup. Les conditions dans lesquelles certains prêts ont été convertis en titres pour être vendus sur le marché (c'est-à-dire certains actifs adossés à des titres) ont beaucoup laissé à désirer, les entités émettrices de ces titres ayant sorti les risques de leurs bilans et les ayant transférés aux acheteurs (Coval *et al.*, 2008)²¹. Comme l'a montré la crise de 2008, le modèle bancaire selon lequel les banques émettent des titres dans le but de les vendre plutôt que de les garder dans leur bilan jusqu'à échéance (« originate and distribute model ») comporte un aléa moral. Les banques sont généralement plus prudentes lorsqu'elles évaluent le risque lié aux prêts qu'elles souhaitent conserver dans leur bilan, mais avec la titrisation il y a eu un relâchement des normes en matière de prêts et une détérioration de la qualité du crédit. La complexité de certains produits structurés issus d'opérations de titrisation (les titres de dette adossés, par exemple ou CDO pour « collateralized debt obligations ») est particulièrement inquiétante, car les risques sont très difficiles à évaluer.

La forte procyclicité du système bancaire parallèle est un deuxième motif de préoccupation directement lié à la stabilité macroéconomique. Lorsque les prix des actifs sont élevés, la valeur des actifs donnés en garantie dans les contrats de mise en pension augmente, ce qui

permet de recourir davantage au levier d'endettement. Le système bancaire parallèle contribue donc à la formation de bulles des prix des actifs (Pozsar *et al.*, 2013) et à un resserrement du crédit quand un cycle financier s'achève brusquement. Certains types d'actifs donnés en garantie dans des transactions peuvent même devenir inacceptables en période de fortes turbulences.

En effet, un troisième motif de préoccupation est que le système bancaire parallèle est particulièrement sujet aux retraits massifs et soudains par les clients de fonds provenant de transactions sur les marchés financiers, plutôt que de dépôts bancaires. Comme de fait, la panique de 2007-2008 a commencé par une course sur des titres bancaires titrisés (les contrats de mise en pension) déclenchée par le non renouvellement des accords de rachat (Gorton and Metrick, 2009). La valeur réelle des actifs servant de garantie étant incertaine, on a assisté à un désengagement massif sur le marché des opérations de pension.

Un quatrième motif de préoccupation est l'effet de contagion, qui fait que les difficultés du secteur parallèle sont transmises au reste du système financier. L'un des vecteurs de cette contagion est le prix des actifs. En cas de désengagement massif dans le système bancaire parallèle, la vente massive d'actifs peut avoir des répercussions sur les prix des actifs financiers et réels et affecter directement la juste valeur des titres dans les bilans des banques traditionnelles. Un second mécanisme de contagion est lié au fait que les banques financent également des activités sur le marché de gros ; le manque de liquidité causé par les activités du système bancaire parallèle peut pousser les banques à se désendetter rapidement. Il pourrait en résulter une nouvelle chute des prix des actifs, créant ainsi des réactions négatives en chaîne. La contagion se produit également au niveau international. Enfin, étant donné que les banques et les sociétés d'assurance fournissent aux entités du système bancaire parallèle des liquidités d'appoint et aux sociétés de titrisation ad hoc des garanties implicites, toute secousse dans le système bancaire parallèle peut être ressentie directement par les intermédiaires traditionnels (Greene and Broomfield, 2014).

4. Des réformes insuffisantes

Il est étonnant qu'à ce jour la réforme de la réglementation ait accordé une attention relativement limitée aux nombreuses entités et activités du système bancaire parallèle. En fait, cette focalisation sur le secteur financier réglementé pourrait bien susciter une importante migration des activités de ce secteur vers le système bancaire parallèle, comme il a été indiqué précédemment (voir aussi FMI, 2014).

Au sommet de Séoul en novembre 2010, les dirigeants du G20 ont invité le CSF à formuler des recommandations visant à renforcer la supervision et la réglementation des activités bancaires parallèles²². Répondant à cette demande, le CSF a élaboré un cadre de suivi annuel, dont le but est d'inventorier les entités et les activités d'intermédiation de crédit du système bancaire parallèle et d'évaluer les tendances mondiales et les risques de ce système²³. Les autorités nationales étudient actuellement les recommandations faites par le CSF pour améliorer les infrastructures des marchés et la résilience des établissements financiers. Plusieurs questions préoccupantes y sont abordées, notamment le recours excessif de certains intermédiaires aux financements de gros à court terme, le relâchement des normes de crédit suite à l'introduction de certains actifs titrisés et de produits structurés et le manque général de transparence qui masque le gonflement de l'endettement et l'asymétrie des échéances et empêche de déterminer qui sont les porteurs ultimes des risques associés.

Les réformes proposées portent sur quatre domaines (décrits ci-après), et certains pays ont déjà adopté de nouvelles réglementations.

- i) Pour atténuer les risques inhérents à l'interaction entre les banques et les entités du système bancaire parallèle, il a été recommandé d'intégrer le risque à la détermination des exigences de fonds propres pour les placements bancaires dans les fonds de capital-investissement ; un cadre de supervision a été proposé pour mesurer et contrôler les fortes expositions des banques, notamment aux activités bancaires parallèles. Les pays membres du Comité de Bâle sont

convenus de mettre en œuvre ce cadre dans son intégralité d'ici 2019.

- ii) Pour limiter les désengagements massifs et brutaux, les mesures suivantes sont proposées : limiter l'utilisation de la valeur liquidative constante des actifs de façon à permettre aux cours des actions de cette catégorie de fonds (fonds CNAV) de fluctuer selon la valeur de leurs actifs sur les marchés ; exiger la constitution de suppléments de fonds propres ; imposer des restrictions aux désengagements ; établir des prescriptions en matière de liquidités et d'échéances pour les portefeuilles ; et exiger des tests de résistance²⁴.
- iii) Pour améliorer la transparence des opérations de titrisation, il a été recommandé d'exiger que les entités qui sponsorisent les titres concernés assument les risques et que les banques et autres entités qui sponsorisent des transactions de titrisation gardent une partie des prêts dans leurs bilans. Cette dernière réforme a été adoptée aux États-Unis en 2014.
- iv) En ce qui a trait aux opérations de pensions livrées (*repos*), en octobre 2014, le CSF a publié un cadre réglementaire pour les cessions temporaires de titres afin de prévenir l'usage excessif de l'effet de levier ainsi que les expositions aux asymétries des échéances et des liquidités. Il s'agit de normes qualitatives minimales à appliquer par les intervenants dans les cessions temporaires de titres sur les marchés afin de calculer les décotes sur les sûretés reçues en garanties et les décotes minimales des opérations de financement sur titres non compensées de manière centralisée lorsque le financement est accordé à des entités autres que des banques et des courtiers-négociants contre des sûretés autres que des titres d'État.

Le CSF a entrepris d'autres travaux sur les entités bancaires du système parallèle afin de dresser la liste des entités qui devraient être visées, de faire l'inventaire des régimes de réglementation et de supervision en vigueur, de détecter les failles de ces régimes et de suggérer, si besoin est, des mesures prudentielles additionnelles pour ces entités.

Le but de ces propositions de réforme réglementaire est de transformer les activités bancaires parallèles en un système de financement résilient et fondé sur le marché. Toutefois, s'il est vrai que les mesures proposées s'attaquent à certains risques, elles semblent insuffisantes pour venir à bout des risques systémiques inhérents au système. La réforme de la réglementation du système bancaire parallèle est confrontée à un défi majeur : il s'agit d'assurer une surveillance appropriée et de réduire autant que possible les risques pour la stabilité financière, tout en se gardant de bloquer les conduits de financement qui ne posent pas de risques importants, en particulier lorsque le système bancaire parallèle répond à un besoin non encore satisfait.

Dans le cas de la titrisation, la mesure exigeant que moins de 5 % du capital soient gardés dans le bilan semble arbitraire et insuffisante ; elle n'empêchera pas les investisseurs de confondre les fonds communs de placement monétaires avec des dépôts bancaires et céder à la panique. En ce qui concerne les opérations de pension, les décotes proposées ne concernent que les transactions bilatérales et laissent le champ libre aux réaffectations massives de titres (et au recours excessif à l'effet de levier) dans le cas des contrats faisant l'objet d'une compensation centrale. Le CSF a même renoncé à imposer des décotes minimales dans le cas des opérations de pension sur obligations d'État, alors qu'il avait envisagé cette mesure pour augmenter le coût de l'endettement adossé à des opérations de pension (CSF, 2012). De plus, la surveillance exercée par le CSF ne couvre pas tout le système, puisque les données des centres financiers offshore manquent.

Des mesures telles que l'application d'une taxe sur les transactions financières visant les opérations de pension auraient considérablement réduit l'usage de l'effet de levier dans le système bancaire parallèle, mais elles ne figurent pas dans le programme de réforme du CSF et ont été farouchement combattues par la plupart des acteurs du marché (y compris par les banques centrales)²⁵. D'autres réformes ambitieuses, plus axées sur le marché, ont été suggérées, mais elles n'ont pas reçu toute l'attention qu'il fallait. Ainsi, Gorton and Metrick (2009) ont proposé des principes pour la réglementation des entités du système bancaire parallèle, partant du postulat que toute activité bancaire, quelle qu'en soit la nature, devrait être réglementée. Par conséquent, les régulateurs devraient formuler des directives strictes

sur les sûretés qui peuvent être données en garantie dans les opérations de pension et sur les décotes minimales (pour limiter l'effet de levier et réduire la réaffectation des actifs). Les opérations de pension qui ne se soumettraient pas à cette réglementation pourraient être autorisées, à la condition que les autorités fassent comprendre clairement à l'acquéreur des titres qu'il ne bénéficierait d'aucune protection spéciale en cas de faillite.

En bref, malgré quelques tentatives visant à durcir les règles régissant des activités spécifiques, le système bancaire parallèle échappe largement à la réglementation, probablement en raison des pressions visant à éviter les incidences sur le prix des services financiers ou sur la rentabilité des établissements financiers. Il en ressort que les risques systémiques inhérents aux activités bancaires parallèles pourraient continuer de mettre en danger la stabilité financière mondiale.

D. Autres aspects importants de la réglementation financière

La crise financière mondiale a suscité une inquiétude sans précédent au sujet des établissements financiers et du manque de transparence de l'information sur les places financières. Les distorsions des incitations qui sont à l'origine de la crise actuelle sont très nombreuses, mais en tête de liste figurent le rôle attribué aux agences de notation de crédit dans les réglementations relatives à l'évaluation des risques (voir ci-après) et, facteur particulièrement important pour les pays en développement, l'absence de réglementations macroprudentielles internationales capables de maîtriser les flux de capitaux internationaux spéculatifs. Dans ce contexte, les banques étrangères ayant des succursales et des filiales dans les pays en développement sont d'importants vecteurs de transmission des difficultés financières mondiales à ces pays et posent, par conséquent, un défi spécifique en matière de réglementation.

1. Les agences de notation de crédit : un simple code de bonne conduite ne suffit pas

Les agences de notation sont une institution incontournable des marchés financiers d'aujourd'hui²⁶. En attribuant des notes aux sociétés qui font de

gros emprunts, aux obligations souveraines, aux obligations municipales, aux titres de dette adossés et à d'autres instruments financiers, ces agences éclairent les investisseurs potentiels sur la solvabilité des emprunteurs. La notation a pour but de fournir aux investisseurs des informations et des avis indiquant si tel ou tel émetteur d'obligations pourrait faillir à ces engagements. Les services des agences de notation s'adressent aussi bien aux détenteurs d'obligations non spécialisés (le grand public et les petites sociétés financières, par exemple) qu'aux spécialistes (les intermédiaires financiers, comme les banques, les sociétés d'assurance et les fonds de pensions). Elles aident les premiers en leur fournissant les informations dont ils ont besoin pour évaluer la solvabilité des emprunteurs et elles peuvent éventuellement aider les seconds à obtenir des renseignements sur des marchés obligataires encore mal connus ou sur de nouvelles activités de crédit.

Les activités des agences de notation, qui se traduisent par la publication de notes, influent sur l'allocation des actifs, dans la mesure où les notes attribuées sont prises en considération dans la détermination du taux d'intérêt (ou prix) que l'emprunteur doit payer pour obtenir un financement. Le recours aux systèmes de notation est devenu de plus en plus répandu, non seulement en raison du développement des marchés financiers, mais aussi parce qu'il y est fréquemment fait référence dans les réglementations, les normes et les

conseils d'investissement, au niveau tant national qu'international. La notation est une composante clé du calcul du risque réglementaire et peut être utilisée dans la détermination des exigences de fonds propres pour les établissements bancaires. Elle est également prise en compte pour décider si les actifs notés peuvent être donnés en garantie et est une référence pour les stratégies des gestionnaires d'actifs. Le cadre de Bâle II pour l'adéquation des fonds propres autorise les banques à tenir compte des évaluations externes de la solvabilité de l'emprunteur – ou des titres spécifiques émis par celui-ci – pour déterminer la pondération des risques applicable à leur exposition. Autre exemple, beaucoup de banques centrales prennent en compte les notes attribuées aux instruments financiers qu'elles acceptent dans le cadre de leurs opérations de marché, tant comme garanties que dans les cadres d'achats purs et simples.

Toutefois, 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.

La crise financière mondiale de 2008-2009 est venue rappeler certains des graves problèmes qui existent dans le secteur de la notation. Il est apparu clairement que les notes attribuées avaient souvent été exagérément positives, par exemple dans le cas des titres adossés à des créances hypothécaires extrêmement risquées (subprimes) et à d'autres titres, notamment à certaines obligations d'État. C'est une conséquence du modèle économique adopté par les agences de notation et des sérieux conflits d'intérêt qui le caractérisent, le plus grave étant que ces agences sont rémunérées par ceux même qui émettent les titres qu'elles évaluent²⁷. Lorsqu'une note trop élevée est attribuée à des titres de créance et que le risque de défaillance est sous-estimé, l'émetteur des titres attire davantage d'investisseurs. Il est possible que les gros investisseurs institutionnels aient de bonnes raisons d'accepter la surévaluation des titres, car ils disposent ainsi d'une plus grande flexibilité dans leurs décisions d'investissement et ont besoin de garder moins de fonds propres pour couvrir leurs placements. C'est aussi ce qui explique pourquoi les

établissements sont disposés à acheter des titres à des prix excessifs (Calomiris, 2009).

La très forte dépendance à l'égard des agences de notation et de leur évaluation des produits financiers structurés a joué un très grand rôle dans la crise des subprimes en 2008-2009, comme le confirme par exemple le FMI (2010). Toutefois, le débat remonte à bien plus loin que la crise mondiale de 2008-2009 et à l'erreur grossière d'évaluation des risques des subprimes par les agences de notation de crédit. Ces agences avaient déjà été durement critiquées lors de la crise financière asiatique en 1997 et de l'éclatement de la bulle Internet en 2001, pour n'avoir pas su voir venir ces crises et pour avoir ensuite brutalement dégradé la note des débiteurs.

Dans l'évaluation de la viabilité de la dette souveraine, les agences de notation sont guidées par un parti-pris idéologique plutôt que par les fondamentaux de l'économie.

La dégradation des notations a déclenché des ventes massives de titres en cascade (c'est ce que l'on a appelé l'« effet de falaise » ou « cliff effect » en anglais), du fait que les acteurs du marché ont dû procéder à des ajustements pour se conformer aux réglementations en vigueur et adapter leurs politiques d'investissement. La grande volatilité du marché de la dette

souveraine européenne en 2011, suite à plusieurs révisions à la baisse des cotes de crédit, illustre bien le lien qui existe entre la dégradation des notes et les prix des instruments de dette. Inversement, le relèvement des cotes de crédit peut conduire à des achats systématiques d'actifs en « période faste », ce qui peut alimenter des bulles financières. Un autre motif de préoccupation est que la procédure d'évaluation utilisée par les agences de notation comporte certaines failles. Autre fait inquiétant, leurs évaluations de la viabilité des dettes souveraines, qui sont fondées sur des critères subjectifs plutôt que sur des fondamentaux économiques, exercent une forte influence sur les marchés, les émetteurs de titres et les décideurs (voir également l'encadré 4.3).

La dépendance excessive à l'égard des notations est donc devenue un motif de préoccupation pour les autorités internationales de réglementation. En 2010, le CSF a publié ses *Principes pour réduire la dépendance des autorités et des institutions financières à l'égard des notations de crédit*, qui ont été avalisés par le G20. Ces principes ont pour but

Encadré 4.3

FACTEURS QUI FAUSSENT LES ÉVALUATIONS DES DETTES SOUVERAINES PAR LES AGENCES DE NOTATION DE CRÉDIT

La cote de crédit attribuée à un débiteur souverain dépend de l'appréciation de certains facteurs spécifiques au pays, notamment ses perspectives économiques, le risque politique et les caractéristiques structurelles de son économie. Les agences de notation donnent peu d'indications sur la manière dont elles déterminent la pondération relative de chaque facteur, mais elles publient des informations sur les variables qu'elles prennent en compte dans la notation des dettes souveraines. Généralement parlant, les variables économiques servent à mesurer la solvabilité d'une économie, en évaluant la position extérieure du pays et sa capacité à honorer ses engagements extérieurs, ainsi que les effets de l'évolution du contexte extérieur.

Les évaluations émises par les agences de notation semblent être fondées sur un certain parti-pris contre quasiment toute intervention du gouvernement. En outre, elles associent souvent la présence de « rigidités » sur le marché du travail à une production inefficace. Elles considèrent aussi qu'un haut degré d'indépendance de la banque centrale a des effets positifs sur la viabilité de la dette (Krugman, 2013).

Il existe une forte corrélation entre les notes attribuées par les trois principales agences de notation (voir le tableau), ce qui est peut-être un signe que le marché de la notation est peu concurrentiel. Ces notes

sont également corrélées de manière significative à certains indicateurs de la mesure dans laquelle l'environnement économique est favorable à l'activité commerciale, indépendamment des effets éventuels sur la dynamique de la dette.

CORRÉLATION ENTRE LES NOTES ATTRIBUÉES PAR LES « TROIS GRANDES » AUX DÉBITEURS SOUVERAINS JANVIER 1990 À MARS 2015			
	Fitch	Moody's	Standard and Poor's
Fitch	1	0,955	0,970
Moody's		1	0,956
Standard and Poor's			1

Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED à partir de données de *Thomson Reuters Eikon*.

Note : Composition de l'échantillon : 129 émetteurs de titres. Nombre d'observations : Fitch – Moody's : 17 908 ; Fitch – Standard and Poor's : 18 317 ; et Moody's – Standard and Poor's : 23 258.

Un modèle économétrique utilisant un échantillon combiné de la valeur moyenne des notes attribuées par les « Trois grandes » aux débiteurs souverains de 51 pays en développement pendant la période 2005-2015, montre qu'il existe une étroite corrélation linéaire ($R^2 = 44\%$) entre ces notes et les variables suivantes estimées par la Heritage Foundation : « liberté du travail », « liberté fiscale », « liberté d'entreprise » et « liberté financière » (graphique 4 B.1A). Cependant, ces variables ont peu à voir avec les fondamentaux des pays, alors que ce sont ces fondamentaux qui déterminent leur capacité à assurer le service de leur dette souveraine.

Par exemple, la « liberté financière » est supposée mesurer l'indépendance du secteur financier par rapport au contrôle et à l'« ingérence » du gouvernement. Par conséquent, dans l'environnement bancaire et financier idéal, le gouvernement interviendrait le moins possible, le crédit serait alloué suivant les conditions du marché et le gouvernement ne posséderait pas d'établissement financier. De même, dans pareil environnement, les banques seraient libres d'accorder des crédits, d'accepter des dépôts et de mener des opérations en devises, et les établissements financiers étrangers pourraient fonctionner en toute liberté et bénéficieraient du même traitement que les établissements nationaux. L'indice « liberté du travail » est un indicateur quantitatif qui prend en compte divers aspects du cadre juridique et réglementaire du marché du travail d'un pays, notamment les réglementations relatives au salaire minimum, à la perte d'emploi, aux modalités de licenciement et aux restrictions réglementaires mesurables touchant l'embauche et les heures de travail. La « liberté fiscale » mesure la charge fiscale imposée par le gouvernement, sur la base des taux d'imposition marginaux les plus élevés appliqués aux revenus des particuliers et des entreprises et de la charge fiscale totale en pourcentage du PIB. Enfin, la « liberté d'entreprise » se réfère à la capacité de créer, d'exploiter et de fermer une entreprise (Heritage Foundation, 2015).

Par contre, les estimations économétriques révèlent une corrélation beaucoup plus faible ($R^2 = 16\%$), lorsque l'on effectue une régression des notes attribuées par les agences de notation sur les quatre variables les plus pertinentes utilisées dans la littérature macroéconomique courante pour évaluer la dynamique de la dette (graphique 4B.1B). Ces variables sont : le niveau de l'excédent budgétaire primaire, le ratio dette publique/PIB, la croissance économique et le solde courant.

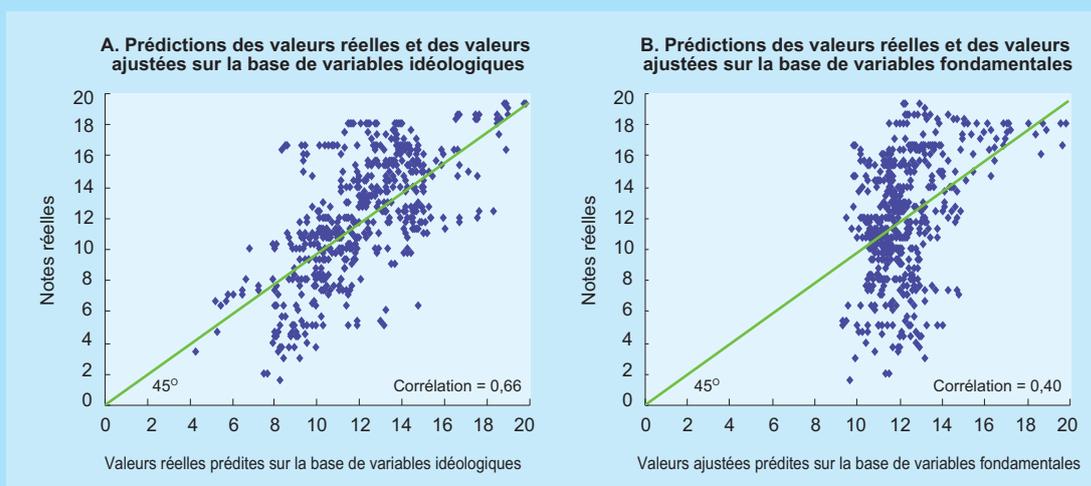
Ces estimations montrent que les notes attribuées par les agences de notation aux débiteurs souverains reposent sur des évaluations subjectives et des idées préconçues (par exemple, la croyance que toute intervention du gouvernement limite la croissance et l'efficacité), plutôt que sur des variables « fondamentales » liées à la viabilité de la dette.

Il y a fort à craindre que d'autres méthodes d'évaluation du crédit ne souffrent des mêmes failles que les modèles de base des agences de notation de crédit. Comme de fait, d'autres organismes de notation, dont la firme chinoise, Dagong, ont publié des évaluations similaires à celles des « Trois grandes » - Moody's, Standard and Poor's et Fitch (graphique 4B.2). On pourrait en conclure soit que les autres participants fondent leurs évaluations sur des modèles similaires, soit que les « Trois grandes » jouent le rôle de « teneurs de marchés » dans le monde de la notation. Dans ce cas, on peut également craindre des failles similaires dans l'évaluation interne du risque de crédit par les départements de gestion des risques des organismes de placement.

Graphique 4B.1

NOTATIONS DES EMPRUNTEURS SOUVERAINS: PAYS EN DÉVELOPPEMENT VALEURS RÉELLES ET VALEURS AJUSTÉES, 2005-2015

(Moyenne des notes attribuées par les « Trois grandes »)



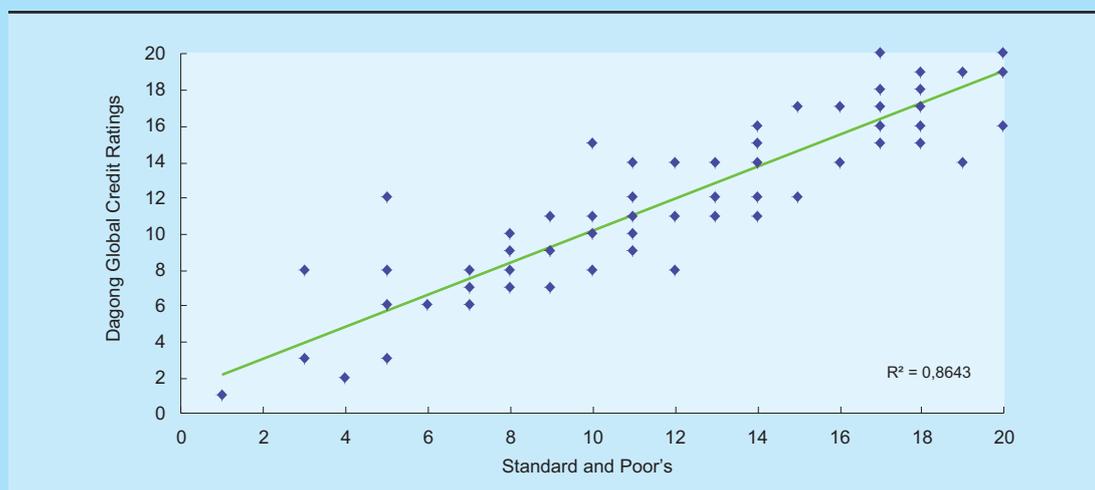
Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED à partir de bases de données de la *Bloomberg and Heritage Foundation* ; et FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, 2015.

Note : Les pays inclus sont ceux pour lesquels des données sont disponibles auprès de toutes les agences de notation de crédit sélectionnées. Les notes des pays ont été converties pour se conformer à un ordre numérique, allant de 0 (défaut) à 20 (note la plus élevée). Dans le graphique A, les valeurs ajustées correspondent à la meilleure prédiction possible de la note moyenne sur la base d'une régression linéaire sur quatre des variables de l'indice de liberté économique de la Heritage Foundation : « liberté du travail », « liberté fiscale », « liberté d'entreprise » et « liberté financière ». Dans le graphique B, les valeurs ajustées correspondent à la meilleure prédiction possible de la note moyenne sur la base d'une régression linéaire sur quatre variables macroéconomiques : niveau de l'excédent budgétaire primaire, ratio dette publique/PIB, solde courant et taux de croissance du PIB.

Encadré 4.3 (suite)

Graphique 4B.2

CORRÉLATION DES NOTES ATTRIBUÉES AUX PAYS PAR CERTAINES AGENCES DE NOTATION DE CRÉDIT



Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED à partir de données de Standard and Poor's ; et Dagong.

Note : Les pays inclus sont ceux pour lesquels des données sont disponibles auprès de toutes les agences de notations sélectionnées. Les notes des pays ont été converties pour se conformer à un ordre numérique, allant de 0 (défaut) à 20 (note la plus élevée). Données au mois de juillet 2015.

de diminuer le recours aux agences de notation de crédit et d'encourager le renforcement des capacités en matière d'évaluation indépendante du risque de crédit et de diligence raisonnable. Les juridictions membres du CSF se sont engagées à présenter un calendrier et des mesures spécifiques pour la modification de leurs réglementations. En outre, le CSF préconise la suppression des références à ces notations dans la législation et la réglementation ou leur remplacement par d'autres mesures de la qualité du crédit, lorsqu'il en existe et qu'elles peuvent être mises en œuvre sans danger.

Dans l'effort de réglementation, on a voulu également établir un code de bonne conduite à l'intention des agences de notation de crédit. Un rapport de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO, 2015) met l'accent sur la qualité et l'intégrité du processus de notation, la prévention des conflits d'intérêt, la transparence, le

choix du moment où les notations sont publiées et la confidentialité. Les régulateurs régionaux et nationaux ont la faculté d'appliquer une réglementation plus stricte aux agences de notation. Aux États-Unis, par exemple, la Loi Dodd-Frank tente de résoudre les problèmes causés par les notes attribuées par ces agences en faisant obligation aux banques de ne plus utiliser ces notes pour évaluer le risque de crédit aux fins de la détermination des exigences de fonds propres. Des réglementations récentes de l'Union européenne comportent l'obligation pour les agences de notation de communiquer plus d'informations sur les instruments financiers structurés et les commissions facturées à leurs clients (CE, 2013 et 2014). Toutefois, la réforme des réglementations progresse lentement.

Les agences de notation de crédit n'ont pas perdu de leur importance dans le secteur financier, malgré leur évaluation désastreuse du crédit à la veille de

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 et que, par conséquent, il est nécessaire de limiter leur pouvoir, plusieurs changements notables ont été suggérés. L'OCDE a souligné la nécessité de lutter contre les conflits d'intérêts, problème qui pourrait être résolu par les agences de notation, si elles passaient du modèle économique « émetteur-payeur » au modèle « investisseur-payeur » (OCDE, 2009). 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 ont été suggérées consistant notamment à supprimer complètement le recours aux notations à des fins de réglementation (Portes, 2008) ou à transformer les agences de notation en établissements publics, puisque celles-ci produisent un bien public (Aglietta and Rigot, 2009). 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 (Schumpeter, 1939 ; Brender, 1980).

Il faudrait sensibiliser les décideurs aux failles actuelles des méthodes utilisées pour construire des indicateurs de risque, et un cadre conceptuel devrait être élaboré pour trouver une autre approche. Les mécanismes d'évaluation du crédit autres que les grandes agences de notation ne devraient pas répéter les erreurs qui ont conduit ces agences à sous-estimer les risques.

2. Les effets négatifs des flux internationaux de capitaux spéculatifs

Un autre motif de préoccupation majeure est l'absence quasi totale dans les nouvelles réformes financières de réglementations internationales

concrètes visant à maîtriser les flux internationaux à court terme de capitaux spéculatifs. Au cours des dernières décennies, de nombreux pays ont connu une forte volatilité macroéconomique et financière induite par l'afflux de capitaux déstabilisateurs, qui ont rompu le lien entre les taux de change et les fondamentaux, et sont prompts à se replier au gré de l'évolution de la conjoncture monétaire internationale (*Rapport sur le commerce et le développement*, éditions de 2009 et 2011). Des propositions ont été faites pour remédier à cette situation. Ainsi, un accord international relatif à une taxe sur les transactions monétaires internationales a été discuté à un haut niveau, mais a reçu peu de soutien des pays développés.

Les réformes financières ne comprennent aucune réglementation internationale concrète visant à maîtriser les flux internationaux de capitaux spéculatifs.

Les risques associés aux flux internationaux de capitaux ne sont pas un problème uniquement pour les pays développés et les grands pays en développement considérés comme des marchés émergents. De nombreux pays à faible revenu et à revenu intermédiaire qui sont considérés comme des marchés pré-émergents (ou marchés frontières) peuvent aussi être confrontés au problème de la

volatilité des flux de capitaux. Ils sont vulnérables aux revirements soudains des flux de capitaux étrangers, car avec les faibles taux d'intérêt internationaux et le regain d'appétit des investisseurs pour le risque, ils se sont de plus en plus tournés vers les marchés internationaux de capitaux pour obtenir des financements. Ce sont ces reflux de capitaux qui ont déclenché plusieurs crises financières dans de grands pays en développement à la fin des années 1990.

La gestion du compte de capital comme moyen de réglementer le montant et la composition des flux de capitaux étrangers peut aider à atténuer ces risques. Le Brésil, l'Indonésie et la République de Corée font partie des pays qui ont adopté des mesures pour réduire l'afflux excessif de capitaux et y ont plutôt bien réussi. En outre, tous les pays en développement n'ont pas recherché une intégration rapide au système financier international. Si certains de ces pays ont voulu renforcer cette intégration, favoriser l'implantation de banques étrangères et commencer à émettre de la dette commerciale extérieure, d'autres ont préféré attendre. L'Éthiopie, par exemple, n'a pas eu recours aux capitaux étrangers, pourtant aisément disponibles, et a imposé des restrictions au compte de capital de sa balance des paiements. Les banques étrangères ne sont pas autorisées à opérer dans le pays. Cette politique n'empêche pas un système financier intérieur de se

développer pour répondre aux besoins de l'économie réelle, grâce à une stratégie d'octroi de crédit sur le long terme par la banque de développement du pays et aux financements considérables accordés par les banques privées intérieures (Alemu, 2014). Ainsi, le système financier éthiopien est en mesure d'acheminer des financements vers les secteurs prioritaires, notamment l'industrie manufacturière et les infrastructures.

3. La présence des banques étrangères dans les pays en développement

Une question liée aux précédentes est la présence commerciale de plus en plus importante de banques étrangères dans les pays en développement. Cette tendance est apparue dans les années 1990 et s'est imposée pendant le nouveau millénaire jusqu'à la crise financière mondiale. Au début, dans les années 1990, la privatisation des banques publiques a beaucoup contribué à l'augmentation de la présence de banques étrangères dans les pays en développement. Par la suite, les co-entreprises avec des banques locales privées et les filiales en propriété exclusive ont pris plus d'importance.

Selon une estimation récente, la part actuelle des banques étrangères dans le nombre total de banques est en moyenne de 24 % dans les pays de l'OCDE et d'environ 40 % dans les pays en développement (Claessens and van Horen, 2014). Entre 1995 et 2009, ce pourcentage a doublé dans ces derniers pays et il s'agit en grande majorité de banques de pays développés (Buch *et al.*, 2014). En outre, ce pourcentage est habituellement plus élevé dans les petits pays pauvres, où il peut atteindre 100 %. Dans les grands pays en développement, la présence de banques étrangères varie considérablement. C'est en République de Corée, où il n'y avait pas de banques étrangères jusqu'à l'entrée du pays dans l'OCDE en 1996, que la présence de ces banques s'est le plus rapidement développée au cours des vingt dernières années, bien que leur part dans le nombre total de banques dans le pays reste inférieure à la moyenne observée dans d'autres grands pays en développement. La présence des banques étrangères en Chine, en Inde et en Afrique du Sud est également plus faible que dans d'autres pays en développement quant à leur nombre et à leurs parts du total des actifs bancaires.

Outre la création de co-entreprises avec des partenaires locaux, les banques étrangères se sont établies en créant des succursales ou des filiales

détenues à 100 %, les premières étant plutôt caractéristiques des pays d'Asie et d'Afrique et les dernières de l'Amérique latine. Les succursales de banques étrangères prennent la forme d'entreprises individuelles non constituées en sociétés ou d'agences bancaires. Elles font partie intégrante de la société mère, et ne sont pas des entités à part entière ayant une personnalité juridique indépendante, des comptes séparés et leur propre capital de base. Elles ne peuvent détenir des actifs ou assumer des engagements en nom propre ; leurs passifs engagent directement leur banque mère. Les crédits qu'elles accordent localement sont financés au niveau mondial. En revanche, les filiales de banques étrangères sont des entités juridiques autonomes, créées conformément au droit du pays d'accueil. Elles ont des comptes et un capital de base distincts de ceux de la banque mère et sont indépendantes sur le plan financier. Elles doivent se soumettre aux réglementations et à la supervision du pays d'accueil et sont couvertes par le régime d'assurance des dépôts de ce dernier.

On a beaucoup écrit sur les avantages et les inconvénients de la présence des banques étrangères dans les pays en développement. Selon un courant de pensée, leur présence est une source de gains d'efficacité, renforce la concurrence, réduit les coûts d'intermédiation et a des retombées positives sur les banques locales des pays en développement, qu'elles rendent notamment plus résilientes aux chocs financiers extérieurs.

Toutefois, la présence des banques étrangères dans les pays en développement peut également être problématique. Par exemple, il n'est pas rare que les banques étrangères sélectionnent à leur guise les meilleurs créanciers et déposants, ne laissant aux banques locales que les clients plus petits et marginaux, tels que les PME. En outre, les banques étrangères ont tendance à se focaliser sur les activités lucratives pour lesquelles elles jouissent d'un avantage concurrentiel, en particulier le financement du commerce, domaine dans lequel leurs coûts sont moins élevés que ceux des banques locales, car elles ont la possibilité de faire confirmer les lettres de crédit par la société mère. De plus, leur intermédiation financière est internationale et non locale, ce qui leur permet d'attirer les meilleurs clients à la recherche de ce genre de services. Elles sont également mieux positionnées pour tirer profit de l'arbitrage réglementaire, car elles peuvent déplacer leurs opérations du pays d'origine au pays d'accueil et vice versa. Elles peuvent facilement éviter le coût de la couverture obligatoire, en utilisant des comptes offshore pour le dépôt de montants importants, ce qui leur permet aussi d'offrir des taux d'intérêt plus élevés. Les banques locales ne pouvant éviter ces

coûts, elles pourraient se trouver dans une situation de concurrence défavorable.

En outre, les banques étrangères remplissent plus facilement que les banques locales leur fonction d'intermédiation entre les marchés financiers internationaux et les emprunteurs locaux, en finançant le crédit local à partir de sources extérieures, notamment en passant par leurs banques mères. Durant l'expansion récente des afflux de capitaux dans les pays en développement, les banques étrangères ont réalisé de vastes opérations d'intermédiation s'apparentant à des opérations spéculatives sur écart de rendement (*carry trade*), tirant profit des marges généreuses d'arbitrage sur taux d'intérêt entre les pays émetteurs de réserves et les pays en développement, ainsi que de l'appréciation monétaire dans ces derniers, comme on l'a vu dans les chapitres II et III.

Depuis la crise financière mondiale, il est de plus en plus admis que la forte présence des banques étrangères dans les pays en développement pourrait être une cause de volatilité financière (Fiechter *et al.*, 2011). En effet, parce qu'elles sont étroitement liées au système international, les banques étrangères opérant dans les pays en développement, transmettent à l'économie locale les impulsions d'expansion et de contraction résultant des cycles financiers mondiaux, d'autant plus que les flux financiers internationaux ont été de plus en plus libéralisés. Ainsi, quand les liquidités mondiales et l'appétit pour le risque s'y prêtent, les banques étrangères peuvent contribuer à l'accumulation excessive du crédit, mais en cas de resserrement financier mondial, les effets déstabilisateurs et déflationnistes de ces banques sur les pays d'accueil s'intensifient, car loin d'isoler les marchés locaux du crédit des chocs financiers internationaux, ces banques transmettent à leur pays d'accueil la pénurie de crédit ressentie dans leur pays d'origine. Le fait que les banques internationales soient passées du crédit international au crédit local signifie qu'en période de tensions dans les pays d'origine, le désendettement des banques mères peut entraîner une contraction du crédit dans les pays d'accueil.

Les banques étrangères dans les pays en développement transmettent à l'économie locale les impulsions d'expansion et de contraction résultant des cycles financiers mondiaux.

On l'a bien vu en Asie pendant la crise de la zone euro ; les prêts accordés par les filiales et les succursales locales représentaient une part substantielle de l'ensemble des engagements des banques européennes (Aiyar and Jain-Chandra, 2012 ; He and McCauley, 2013). Plusieurs autres études sont également arrivées

à la conclusion que les filiales des banques étrangères ont réduit leurs prêts plus que ne l'ont fait les banques locales durant la crise mondiale (Claessens and van Horen, 2014 ; Chen and Wu, 2014), tout particulièrement lorsqu'un pourcentage important de ces prêts était financé à partir de l'étranger plutôt que par les dépôts locaux (Cetorelli and Goldberg, 2011). Au plus fort de la crise en 2008, au Brésil et en Chine, la croissance du crédit a été plus lente dans le cas des banques étrangères que dans celui des banques locales et « dans un [pays émergent], les banques étrangères se sont retirées du marché interbancaire avant les banques locales » (BRI, 2010b). Aussi bien pendant la crise asiatique en 1997 que pendant la crise dans les pays développés en 2008, les banques étrangères ont été plus lentes à adapter leurs prêts aux changements intervenus dans les politiques monétaires de leurs pays d'accueil, ce qui a compromis l'efficacité de ces politiques (Jeon and Wu, 2013 et 2014).

L'expérience récente porte à penser que les filiales locales de banques internationales à capitaux étrangers ne jouent peut-être pas un rôle stabilisateur face aux chocs de taux d'intérêt sur les marchés obligataires locaux des pays en développement. Lors de l'effondrement des marchés obligataires en 2008, ces banques, au lieu d'augmenter leur exposition pour compenser les incidences du repli des investisseurs étrangers, ont emboîté le pas à ces derniers, réduisant les obligations d'État qu'elles détenaient dans le pays d'accueil et leurs opérations de contrepartie (Turner, 2012).

La présence de banques étrangères pose d'autres défis liés à la structure du système bancaire. Ces banques peuvent avoir 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. Cette situation est particulièrement grave lorsque les autorités de supervision des pays d'accueil sont appelées à régler des problèmes liés à la résolution de faillites bancaires à portée internationale. Face à ces défis, une solution a été de faire en sorte que les banques étrangères soient régies par la réglementation et les autorités de supervision des

pays d'accueil. Une autre solution consiste pour les pays d'accueil à exiger que les succursales de banques étrangères aient des fonds propres, et c'est ce qu'ont fait certains pays. D'autres pays (le Mexique, par exemple) imposent des exigences de fonds propres plus élevées aux banques étrangères ou limitent les revenus qu'une banque est autorisée à transférer à la société mère ainsi que les actifs qu'elle peut lui acheter (CSF, 2014b).

E. Comment réparer la finance : pour un projet plus positif

Les mesures visant à réformer le système financier international ne vont certainement pas assez loin pour permettre au système de prévenir les chocs et de devenir plus résilient. Les pratiques réglementaires actuelles et les propositions de réforme semblent avoir été conçues pour préserver le système actuel – moyennant quelques réglages minutieux – plutôt que pour le transformer. Les nouvelles règles de Bâle, qui sont supposées rendre les banques plus sûres, continuent d'utiliser la pondération des risques pour calculer les fonds propres et, ce qui est encore plus regrettable, reposent peut-être sur la croyance persistante que les établissements privés peuvent établir eux-mêmes – ou en se fondant sur les évaluations des agences de notation de crédit – de manière satisfaisante le niveau de fonds propres nécessaires pour résister aux pertes inattendues. En outre, ces règles n'apportent pas une réponse satisfaisante au problème de l'aléa moral, qui est devenu très important dans le cas des établissements d'importance systémique. Il faudra continuer à venir à la rescousse de ces établissements pour éviter d'éventuels effets de contagion, ce qui

La lenteur de la réforme est due, en partie, à l'opposition systématique de puissants intérêts liés au secteur des finances et, en partie, à l'augmentation et au durcissement des réglementations.

signifie que cette « discipline du marché » sur laquelle reposent les normes de Bâle a peu de chances de s'exercer. Dans le même temps, le système bancaire parallèle n'est toujours pas réglementé. S'agissant des initiatives prises dans certaines juridictions pour cloisonner les activités des banques, les nouvelles règles n'ont pas encore été adoptées dans leur intégralité et pourraient de toute façon s'avérer inefficaces, car les restrictions préconisées ont été diluées dans une multitude d'exemptions, comme celles dont fait l'objet la règle Volker interdisant les opérations pour compte propre aux États-Unis.

Si les progrès de la réforme sont lents c'est en partie parce que de puissants intérêts liés au secteur de la finance se sont opposés systématiquement à l'augmentation et au durcissement des réglementations, mais aussi parce qu'elle se heurte à des obstacles d'ordre idéologiques.

La croyance qu'un secteur privé opérant en toute liberté saura trouver la manière optimale d'allouer les ressources financières est profondément ancrée dans certains milieux politiques nationaux et internationaux.

Les différentes tentatives récentes visant à rétablir la réglementation de la finance n'ayant produit aucun changement fondamental dans le système financier, les facteurs qui ont contribué aux crises financières restent une menace constante pour la stabilité et la croissance. Le système repose toujours sur l'interaction d'établissements financiers « trop grands pour faire faillite » et de marchés de capitaux très instables, reste très largement endetté et nécessiterait à nouveau de vastes programmes publics de sauvetage en cas de crise.

Les Accords de Bâle ne suffisent ni à assurer la stabilité financière ni à garantir que les établissements financiers poursuivront des objectifs sociaux et des objectifs de développement. Par conséquent, la mise en œuvre des règles de Bâle ne devrait être ni l'axe central ni la priorité des efforts visant à améliorer le système financier dans l'intérêt des pays en développement. L'un des principaux inconvénients des structures d'incitation résultant des pratiques réglementaires et de la dérégulation du secteur financier a été l'homogénéisation des établissements financiers et la prolifération des « banques universelles », qui ont à la fois des activités de détail et des opérations de marché. Lorsque toutes les banques, indépendamment de leur finalité et de la structure de leur capital social, sont régies par un seul et même cadre réglementaire, tel que les règles de Bâle conçues à l'origine pour des banques d'envergure internationale, ces établissements ont tendance à adopter des comportements similaires.

Au cours des dix dernières années, en particulier, les banques se sont adonnées collectivement à des opérations à haut risque, potentiellement plus rentables et comprenant des activités de courtiers négociants et de placements, qui rappellent celles que réalisent des fonds spéculatifs à de nombreux pupitres de négociation (Haldane, 2009). Le résultat est que de nombreuses banques coopératives de développement et même des banques publiques ont fini par se comporter comme des banques commerciales, alors que leur raison d'être n'est pas la rentabilité, mais plutôt la fourniture de certains types de financement dans des contextes particuliers.

Un programme de réforme plus ambitieux est nécessaire si l'on veut que le système financier soit moins fragile et réponde mieux aux besoins de l'économie réelle et de la société.

Cette tendance à l'homogénéisation a fait que les portefeuilles et les expositions des établissements financiers sont similaires. En Europe, de nombreuses banques se sont lancées dans des activités à risques qui n'avaient rien à voir avec leur fonction première et ont encouru de lourdes pertes sur les marchés financiers durant la crise de 2008-2009 (Ayadi, 2010). Toutefois, certains établissements, tels que les banques coopératives et les caisses d'épargne en Allemagne, qui n'avaient pas suivi le modèle de la banque universelle, ont résisté à la crise et n'ont pas eu besoin de plans publics de sauvetage (CEPS, 2010). La grande banque coopérative française, le Crédit mutuel, est l'établissement national qui a obtenu les meilleurs résultats dans le test de résistance coordonné par l'Autorité bancaire européenne en 2014²⁸.

Les questions soulevées par l'homogénéisation du secteur bancaire sont pertinentes pour tous les pays, bien qu'il y ait des questions additionnelles dans le cas des pays en développement. Le manque de diversité signifie que les établissements financiers ne sont pas assez différenciés pour répondre à des besoins différents, en particulier aux besoins et aux intérêts des petits producteurs et de ceux qui n'ont accès à aucun autre mécanisme formel de financement (Ghosh, 2012). Il s'ensuit que le régime réglementaire devrait reconnaître l'importance des différences existantes et réglementer les établissements selon leurs fonctions. Ainsi les règles ne devraient pas être les mêmes pour les banques commerciales ou d'investissement que pour les banques de développement, les caisses d'épargne et les banques coopératives.

Il est clair qu'un programme de réforme plus ambitieux est nécessaire si l'on veut que le secteur financier soit moins fragile et moins volatile 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 ; il est également nécessaire d'entreprendre des réformes structurelles qui mettent l'accent tant sur la stabilité financière, que sur les objectifs sociaux et les objectifs de développement. Ces réformes devraient exiger, notamment, une séparation stricte des activités financières, entre banques de détail et banques d'investissement. Ce cloisonnement des activités bancaires ne signifie pas que les établissements financiers ne pourront plus décider quelles activités

entreprendre, mais plutôt qu'ils devront répartir leurs différentes activités entre des entités juridiques distinctes, régies par une réglementation distincte.

Les réformes structurelles devraient également faire entrer le système bancaire parallèle dans le champ d'application du régime réglementaire, sans lui enlever ses fonctions d'intermédiation. Les fonds communs de placement monétaires (ou leur équivalent) pourraient devenir des caisses d'épargne selon le concept de « banques de financement étroites » suggéré par Gorton and Metrick (2010). Par conséquent, les entités souhaitant offrir des services bancaires, tels que des comptes de transactions, des dépôts à vue avec retraits au pair, et des assurances de maintien de la valeur d'un compte, devraient être reconnues comme étant des banques spécialisées et faire l'objet d'une réglementation et d'une supervision prudentielles appropriées. En échange, ces entités devraient avoir accès aux facilités de prêteur en dernier ressort de la banque centrale. Une autre possibilité serait qu'elles puissent offrir des comptes porteurs de taux d'intérêt plus élevés que les dépôts, mais qui fluctueraient selon la valeur de marché du portefeuille d'actifs, sans bénéficiaire, bien sûr, de garanties publiques. En ce qui a trait à la titrisation, seules des entités spécifiques (ce que Gorton et Metrick ont appelé les « banques de financement étroites ») ayant une charte et des exigences de fonds propres et faisant l'objet d'une surveillance stricte devraient être autorisées à acheter des titres adossés à des actifs, et il serait interdit à tout autre type d'établissement de le faire. Les investisseurs ultimes achèteraient alors des éléments du passif de ces « banques étroites » plutôt que des actifs titrisés. Le régulateur devrait également définir des critères pour les portefeuilles de ces « banques de financement étroites » et déterminer le niveau minimal des fonds propres dont elles auraient besoin pour fonctionner.

Toutefois, le cloisonnement des activités bancaires ne suffira pas à lui seul 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, divers instruments devraient être employés par l'État pour aider à concevoir un système plus diversifié, aussi bien sur le plan des institutions que sur celui des fonctions.

Comme on le verra plus en détail dans le chapitre VI, l'affectation de ressources financières à la réalisation d'objectifs sociaux exige un certain degré d'intervention de l'État, notamment par le biais de mesures d'incitation publiques, lorsque la rentabilité ne suffit pas à attirer spontanément le secteur privé. Cela suppose également que les banques centrales jouent un rôle plus large (*Rapport sur le commerce et le développement 2011*). Au lieu de se consacrer seulement à la lutte contre l'inflation, elles devraient aussi pouvoir intervenir dans l'offre et l'encadrement du crédit, comme elles l'ont fait pendant des décennies dans de nombreux pays ayant réussi leur industrialisation en Europe, mais aussi en Asie de l'Est, et comme elles le font encore aujourd'hui dans un certain nombre de pays en développement (*Rapport sur le commerce et le développement 2013*). À tout le moins, la réglementation ne devrait pas décourager le financement des investissements à long

terme, de l'innovation et des PME simplement parce que ces activités semblent plus risquées d'un point de vue strictement prudentiel. Le financement de ces activités est essentiel pour la croissance et le développement d'un pays et contribue en même temps à l'amélioration de la qualité globale des actifs des banques, tant il est vrai que sans croissance on assiste à une accumulation d'actifs

Les activités des entités du système bancaire parallèle, à l'instar de toutes les autres activités bancaires, devraient être incluses dans le champ d'application du régime réglementaire.

improductifs.

Par conséquent, tout cadre réglementaire devrait avoir des objectifs plus ambitieux ne se résumant pas à assurer une stabilité basée sur des normes prudentielles rigides ; la réglementation devrait encourager la diversification des produits et des établissements financiers afin de répondre aux différents besoins de l'économie réelle (Kregel and Tonveronachi, 2014).

Pour conclure, un programme de réforme plus positif est nécessaire pour resserrer les liens entre les systèmes financiers et l'économie réelle. C'est indispensable si l'on veut assurer une croissance économique durable et contribuer à la concrétisation des aspirations formulées au niveau mondial dans le programme de développement pour l'après-2015 et des objectifs de développement durable qui y figurent. ■

Notes

- 1 Le CBSB a été créé pour servir d'instance de coopération régulière sur les questions de supervision bancaire, mais à sa création, les banques centrales de 13 pays membres seulement y étaient représentées : Allemagne, Belgique, Canada, Espagne, États-Unis, France, Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. Donnant suite à une proposition du G20, en novembre 2008, des représentants des banques centrales des pays suivants sont devenus membres à part entière du Comité : Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Brésil, Chine, Fédération de Russie, Hong Kong (Chine), Inde, Indonésie, Mexique, République de Corée, Singapour et Turquie.
- 2 Parmi les autres initiatives importantes coordonnées par le Conseil de stabilité financière figurent la formulation de principes à suivre pour une bonne gestion des rémunérations des dirigeants ; la réforme des marchés dérivés de gré à gré dont le but est de réglementer ces transactions pour plus de transparence ; et la mise en œuvre du *Global Legal Entity Identifier System*, qui sert à identifier les entités juridiques participant à des transactions financières.
- 3 Il y a lieu de souligner que les Accords de Bâle I et de Bâle II cherchaient à créer des conditions de concurrence égales pour les banques d'envergure internationale, alors que Bâle III vise à promouvoir la résilience des établissements bancaires au lendemain de la crise mondiale.
- 4 Par exemple, avant la crise des subprimes, les banques ont été encouragées à accumuler les tranches notées AAA des titres structurés adossés à des créances hypothécaires parce que les exigences de fonds propres établies dans la réglementation ont été calculées sur la base des actifs pondérés des risques.
- 5 Le cadre de Bâle offre plusieurs options pour le calcul des exigences minimales de fonds propres dans le cas du risque de crédit : i) l'approche standard, qui consiste à changer les coefficients de pondération en se fondant sur les évaluations émises périodiquement par les agences de notation ; ii) l'approche standard simplifiée, qui est très similaire à celle de Bâle I et consiste également à attribuer des coefficients fixes ; iii) l'approche basée sur les notations internes (approche IRB pour « Internal-Ratings- Based »), qui consiste pour une banque à calculer ses exigences de fonds propres à partir de son propre modèle interne d'évaluation des risques ; et iv) l'approche IRB avancée, qui est également fondée sur les modèles internes des banques, mais qui, à la différence de l'approche IRB simple, utilise la perte en cas de défaut comme variable plutôt que la probabilité de défaut.
- 6 Ces disparités sont confirmées par des études menées par le CBSB (2013).
- 7 Selon la pensée économique traditionnelle moins les fonds propres exigés sont élevés, plus les coûts des services financiers sont bas, ce qui signifie que les banques sont capables de gérer sans danger leurs activités à partir d'une base étroite de fonds propres.
- 8 Alessandri and Haldane (2009) proposent que les fonds propres des banques représentent au moins 20 % à 30 % du total de leurs actifs non pondérés.
- 9 En octobre 2012, le Comité de Bâle, reconnaissant que les problèmes associés aux banques « trop grandes pour faire faillite » ne concernaient pas seulement les grandes banques mondiales, a publié un ensemble de principes sur la méthodologie d'évaluation et les exigences de capacité additionnelle d'absorption des pertes pour les banques d'importance systémique nationale.
- 10 L'adoption de ces règles est prévue pour 2019.
- 11 En ce qui a trait aux exigences de liquidité, l'Afrique du Sud, la Chine, l'Inde et la Turquie devraient instituer des règles finales à compter de janvier 2015, alors que l'Argentine, le Brésil l'Indonésie et le Mexique ont publié des projets de réglementation.
- 12 Une étude de la BRI (2014) montre que seuls quelques pays tels que le Bélarus, la Colombie, le Kenya, le Libéria, le Pakistan, le Pérou, le Qatar, l'ex-République yougoslave de Macédoine et le Zimbabwe transposent partiellement les nouvelles directives dans leurs cadres réglementaires.
- 13 Les évaluations de la stabilité financière dans le cadre du PESF sont effectuées conjointement par le FMI et la Banque mondiale pour les pays en développement ou en transition et par le FMI seulement pour les pays développés.
- 14 La Banque mondiale, qui évalue avec le CSF les effets des réformes, rapporte que le ratio de fonds propres et le ratio de levier des banques dans certains pays en développement sont plus élevés que ceux qui sont exigés dans le cadre de Bâle III (Banque mondiale, 2013).

- 15 Les opérations dites « pour compte propre » sont des opérations consistant pour une banque à acheter ou à vendre des actions, des obligations et d'autres instruments financiers pour son propre compte (financés par ses propres ressources) plutôt qu'au nom de ses clients, dans le but de réaliser des bénéfices pour elle-même.
- 16 Les activités cloisonnées doivent être juridiquement, financièrement et opérationnellement indépendantes du reste du groupe financier (CSF, 2014a : 7).
- 17 Une entité ad hoc, ou véhicule spécial, (*special purpose vehicle, SPV*), est une entité juridique constituée dans un but spécifique ou limité par une autre entité – l'entreprise qui la sponsorise, généralement une banque. Les entités ad hoc ont ceci de particulier qu'elles sont « à l'abri de la faillite » (Gorton and Souleles, 2005). Elles établissent souvent leur domicile dans des centres financiers offshore afin de bénéficier de régimes fiscaux avantageux pour leurs activités financières. Les établissements financiers ont également recours à des entités ad hoc pour tirer parti des réglementations moins strictes régissant les activités de ces entités. Les banques, en particulier, les utilisent pour lever des fonds propres de niveau I dans les juridictions à basse fiscalité des centres financiers offshore. Les établissements non bancaires créent également des entités ad hoc pour bénéficier de règles sur la compensation interbancaire (*netting*) plus généreuses que celles de leur pays, ce qui leur permet de réduire leurs exigences de fonds propres (CSF, 2000).
- 18 Les parts dans un fonds commun de placement monétaire sont remboursables au pair et sont donc généralement considérées (parfois à tort) comme étant aussi sûres que les dépôts bancaires.
- 19 Un courtier-négociant qui ne détient pas directement les actifs de haute qualité dont il a besoin pour financer une opération de pension, peut effectuer un emprunt de titres (c'est-à-dire un swap entre deux titres). Dans cette transaction de prêt de titres, une tierce partie (généralement un investisseur institutionnel, tel qu'une compagnie d'assurance ou un fonds de pension) prête des titres de haute qualité au courtier-négociant, afin d'améliorer le rendement du portefeuille, et reçoit en garantie des titres de haute qualité. Étant donné que ces transactions sont simultanées, le courtier-négociant reçoit le financement nécessaire pour acquérir l'actif à risque. Si l'actif de haute qualité a un rendement suffisamment élevé, il sera en mesure de verser les intérêts sur la mise en pension et sur le prêt de titres, tout en faisant un bénéfice. Pour une analyse des prêts de titres voir Pozsar and Singh, 2011 ; et Adrian *et al.*, 2013.
- 20 Voir Harutyunyan *et al.* (2015).
- 21 La crise financière mondiale de 2008 a précisément été déclenchée par une succession de défaillances au sein des portefeuilles de titres de dette adossés (CDO), un instrument structuré d'un type particulier regroupant des prêts hypothécaires à haut risque (subprimes). Dans le cas de ces produits structurés, même les tranches « du haut » (les tranches *senior*), supposées être les moins risquées du fait qu'elles devaient être les premières à être renflouées par les emprunteurs ultimes et étaient notées AAA par les principales agences de notation, n'ont pu être récupérées par les investisseurs (voir *Rapport sur le commerce et le développement*, éditions 2009 et 2011).
- 22 Avant que le G20 ne confère ce mandat au CSF, la loi Dodd-Frank de juillet 2010 aux États-Unis avait porté sur des questions liées au système bancaire parallèle. La CE avait mis en place un processus parallèle, avec la publication d'un livre vert en 2012 et de son propre plan d'action en 2013 (CE, 2012).
- 23 Voir CSF, 2012 et 2014c.
- 24 Par exemple, en janvier 2014, la Securities and Exchange Commission des États-Unis a adopté des modifications aux règles régissant les fonds communs de placement monétaires, avec effet à partir de 2016. Ces règles exigent le flottement de la valeur liquidative des actifs pour les fonds ayant des investisseurs institutionnels (« prime funds »). Dans le cas de fonds destinés uniquement aux petits investisseurs pour compte propre, les nouvelles règles prévoient la possibilité pour les fonds d'imposer des frais de liquidités et de limiter les remboursements en périodes de tensions, améliorent la diversification, établissent des prescriptions relatives à la divulgation de renseignements et aux tests de résistance ainsi qu'à la communication de rapports réguliers.
- 25 Le projet de directive relative à l'application d'une taxe sur les transactions financières publiée par la CE en 2011 a suscité un tollé parmi les acteurs des marchés et a fini par être retiré en 2013. Les établissements financiers ont déclaré que cette initiative nuirait à la compétitivité du système bancaire européen, aggraverait l'instabilité financière en rendant la gestion des risques plus coûteuse et réduirait les investissements dans les entreprises à croissance rapide (Gabor, 2014).
- 26 Bien que les agences de notation soient légion dans le monde (il y en a plus de 70 d'après le FMI (2010), le marché mondial est dominé par les « Trois grandes » : Standard & Poor's et Moody's, dont on estime qu'elles détiennent chacune 40 % du marché, et Fitch dont la part de marché est estimée à 15 % (Schroeter, 2011).
- 27 À l'exclusion des débiteurs souverains.
- 28 Le test de résistance de 2014 a été effectué en coopération avec le Comité européen du risque systémique, la CE et la Banque centrale européenne, ainsi qu'avec les autorités compétentes de toutes les juridictions nationales concernées dans toute l'Union européenne, plus la Norvège (ABE, 2014).

Bibliographie

- Admati A and Hellwig M (2013). *The Bankers' New Clothes : What's Wrong with Banking and What to do about It*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Adrian T, Begalle B, Copeland A and Martin A (2013). Repo and securities lending. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 529, New York.
- Aglietta M et Rigot S (2009). *Crise et Rénovation de la Finance*. Paris, Odile Jacob.
- Aiyar S and Jain-Chandra S (2012). The domestic credit supply response to international bank deleveraging : Is Asia different ? Working Paper No. 12/258, FMI, Washington, DC.
- Alemu G (2014). Financial inclusion, regulation and inclusive growth in Ethiopia. Working paper 408, Overseas Development Institute, London.
- Alessandri P and Haldane AG (2009). Banking on the State. Présentation à la 12ème Conférence annuelle sur le système bancaire de la Federal Reserve Bank of Chicago, 25 septembre.
- Ayadi R (2010). Diversity in European banking : Why does it matter ?, CEPS Commentary, 18 octobre. Disponible en ligne : <http://www.ceps.eu/ceps/dld/3815/pdf>.
- Barth J, Caprio G and Levine R (2006). *Rethinking Bank Regulation : Till Angels Govern*. Cambridge, Cambridge University Press.
- CBSB (2011). Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires. Bâle, Banque des règlements internationaux (BRI).
- CBSB (2013). Programme d'évaluation de la concordance des réglementations avec Bâle III : Analyse des actifs pondérés des risques dans le portefeuille bancaire. Bâle, Banque des règlements internationaux (BRI).
- CBSB (2014a). Bâle III : Comité de Bâle - Ratio structurel de liquidité à long terme (Net Stable Funding Ratio - NSFR). Bâle, Banque des règlements internationaux (BRI).
- CBSB (2014b). Guidance for supervisors on market-based indicators of liquidity. Bâle, Banque des règlements internationaux (BRI).
- BRI (2010a). Long-term issues in international banking. Rapport présenté par un groupe d'étude établi par le Comité sur le système financier mondial (CSFM). CGFS Papers No. 41, Bâle.
- BRI (2010b). The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. BRI Paper No. 54, Bâle.
- BRI (2014). Financial Stability Institute : FSI Survey, Bâle II, 2.5 and III Implementation. Disponible en ligne : <http://www.bis.org/fsi/fsiop2014.pdf>.
- BRI (2015). Rapport intérimaire sur l'adoption du cadre réglementaire de Bâle. Bâle.
- Brender A (1980). Analyse cybernétique de l'intermédiation financière. *Cahiers de l'ISMEA*, CM n° 7, Paris.
- Buch CM, Neugebauer K and Schröder C (2014). Changing forces of gravity : How the crisis affected international banking. ZEW Discussion Paper No. 14-006, Centre for European Economic Research, Mannheim. Disponible en ligne : <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp14006.pdf>.
- Calomiris CW (2009). The debasement of ratings : What's wrong and how we can fix it. New York, NY, Columbia University. Disponible en ligne : <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/ccalomiris/RatingAgenciesE21.pdf>.
- CEPS (2010). *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe : Key Developments, Performance and Role of Cooperative Banks*. Brussels, Centre for European Policy Studies.
- Cetorelli N and Goldberg L (2011). Global banks and international shock transmission : Evidence from the crisis. *IMF Economic Review*, 59(1) : 41-76.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2015). Who's afraid of China's shadow banking ? *Business Line*. Disponible en ligne : <http://www.thehindubusinessline.com/opinion/columns/c-p-chandrasekhar/whos-afraid-of-chinas-shadow-banking/article7244825.ece>.
- Chen G and Wu Y (2014). Bank ownership and credit growth in emerging markets during and

- after the 2008–09 financial crisis : A cross-regional comparison. Working Paper 14/171, IMF, Washington, DC.
- Claessens S and van Horen N (2014). Foreign banks : trends and impact. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46 (1) : 295–326. February.
- Coval JD, Jurek JW and Stafford E (2008). The economics of structured finance. Finance Working Paper No. 09-060, Harvard Business School, Cambridge, MA. Disponible en ligne : <http://ssrn.com/abstract=1287363> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1287363>.
- Drehmann M and Tsatsaronis K (2014). The credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers : Questions and answers. *BIS Quarterly Review*, March. Bâle, Banque des règlements internationaux.
- ABE (2014). Results of 2014 EU-wide stress test. London, European Banking Authority. Disponible en ligne : <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2014/results>.
- CE (2012). Livre vert : Le système bancaire parallèle. Brussels. Disponible en ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_fr.pdf.
- CE (2013). Stricter rules for credit rating agencies to enter into force. Communiqué de presse, 18 juin, Bruxelles.
- CE (2014). EU moves to strengthen regulatory control of credit rating agencies. Bruxelles, 3 octobre. Disponible en ligne : <http://www.out-law.com/en/articles/2014/october/eu-moves-to-strengthen-regulatory-control-of-credit-rating-agencies/>.
- EIU (2015). Financial Services Report China 2nd Quarter 2015. Economist Intelligency Unit, 8 mai.
- Elliott D, Kroeber A and Qiao Y (2015). Shadow banking in China : A primer. The Brookings Institution, Washington, DC.
- Elliott, D and Yan K (2013). The Chinese financial system : An introduction and overview. Monograph Series No. 6, John L. Thornton China Center at the Brookings Institution, Washington, DC.
- Fiechter J, Ötoker-Robe İ, Ilyina A, Hsu M, Santos A and Surti J (2011). Subsidiaries or branches : Does one size fit all ? Discussion Note SDN 11/4, IMF Washington, DC.
- Fitch (2015). Mexico's smaller banks to be more challenged meeting LCR. Fitch Ratings, New York/Monterrey.
- FSB (2010). Principles for reducing reliance on CRA ratings. Disponible en ligne : http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1.
- CSF (2012). Global Shadow Banking Monitoring Report. Bâle, 18 November.
- CSF (2014a). Overview of progress in the implementation of the G20 recommendations for strengthening financial stability. Rapport du Conseil de stabilité financière aux dirigeants G20. Bâle.
- CSF (2014b). Structural banking reforms : Cross-border consistencies and global financial stability implications. Rapport du Conseil de stabilité financière aux dirigeants G20 en prévision du sommet de novembre 2014. Bâle.
- CSF (2014c). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*. Disponible en ligne : <http://www.financialstabilityboard.org/2014/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2014/>.
- CSF (2000). Report of the Working Group on Offshore Financial Centres. Disponible en ligne : http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0004b.pdf?page_moved=1
- Gabor D (2014). A step too far ? The European financial transactions tax and shadow banking. Bristol, University of the West of England.
- Ghosh J (2012). Appreciating diversity : Regulatory reform and banking practices in the developed and developing worlds. *PSL Quarterly Review*, 65(263) : 429–436
- Ghosh S, Gonzalez del Mazo I and Ötoker-Robe İ (2012). Chasing the shadows : How significant is shadow banking in emerging markets ? Economic Premise Number 88, World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network, Washington, DC.
- Gorton G and Souleles N (2005). Special purpose vehicles and securitization. Working Paper Series 11190, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gorton G and Metrick A (2009). Haircuts. Working Paper Series No. 15273, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gorton G and Metrick A (2010). Regulating the shadow banking system. Brookings Papers on Economic Activity No. 2, Brookings Institution, Washington, DC.
- Greene E and Broomfield EL (2014). Dividing (and conquering ?) shadows : FSB and US approaches to shadow banking at the dawn of 2014. *Butterworth Journal of International Banking and Financial Law*, 29(2) : 111–115.
- Haldane AG (2009). Rethinking the financial network. Speech at the Financial Student Association, Amsterdam, 28 April. Disponible en ligne : <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2009/speech386.pdf>.
- Haldane AG (2014). Managing global finance as a system. Allocution prononcée à la Maxwell Fry Annual Global Finance Lecture, Université de Birmingham. Disponible en ligne : <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech772.pdf>.
- Haldane AG and Madouros V (2012). The dog and the frisbee. Allocution prononcée au 366ème symposium

- sur la politique économique organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City's sur le thème « The Changing Policy Landscape », Jackson Hole, Wyoming, 31 août. Disponible en ligne : <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/ah.pdf>.
- Harutyunyan A, Massara A, Ugazio G, Amidzic G and Walton R (2015). Shedding light on shadow banking. FMI Working Paper WP/15/1. Washington, DC.
- He D and McCauley RN (2013). Transmitting global liquidity to East Asia : Policy rates, bond yields, currencies and dollar credit. Working Paper 431, BRI, Bâle.
- Heritage Foundation (2015). Index of Economic Freedom. Washington, DC. Disponible en ligne : <http://www.heritage.org/index/about>.
- ICMA (2015). Frequently asked questions on repo. Zurich, International Capital Market Association. Disponible en ligne : <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/frequently-asked-questions-on-repo/>.
- FMI (2010). *Global Financial Stability Report : Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*. Washington, DC. Disponible en ligne : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/chap3.pdf>.
- FMI (2014). Rapport sur la stabilité financière dans le monde : prise de risques, liquidité et banque parallèle – Maîtriser les excès et promouvoir la croissance Washington, DC.
- FMI (2015). *Global Financial Stability Report. Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*. Washington, DC. Disponible en ligne : <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/index.htm>.
- Ingves S (2014). Implementing the regulatory reform agenda : The pitfall of myopia. Allocution prononcée à la Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, 6 novembre. Disponible en ligne : <http://www.bis.org/speeches/sp141118.htm>.
- OICV (2015) (Organisation internationale des commissions de valeurs). *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* (Code de bonne conduite pour les agences de notation). Rapport final du Conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, FRO/2015, London.
- Jeon BM and Wu J (2013). Foreign banks, monetary policy, and crises : Evidence from bank-level panel data in Asia. Paru dans : Jeon BM and Olivero MP, eds. *Global Banking, Financial Markets and Crises. International Finance Review*, 14. Bingley, Emerald Group Publishing Limited : 91–113.
- Jeon BM and Wu J (2014). The role of foreign banks in monetary policy transmission : Evidence from Asia during the crisis of 2008-9. Working Paper 01/2014, Hong Kong Institute for Monetary Research, Hong Kong. Disponible en ligne : http://www.hkimr.org/uploads/publication/372/wp-no-01_2014-final-.pdf.
- Kregel J and Tonveronachi M (2014). Fundamental principles of financial regulation and supervision. Working Paper Series No. 29, Financialisation, economy, society and sustainable development (FESSUD), University of Leeds, Leeds.
- Kruger M (2013). Reform and risk in the Chinese financial system. China Institute Occasional Paper Series Issue No. 2. Disponible en ligne : <http://www.china.ualberta.ca/Research%20and%20Publications/~media/China%20Institute/Documents/Publication/Occasional%20Paper/ChinaInstituteOccasionalPaper2-MarKruger.pdf>.
- Krugman P (2013). Ideological ratings. *New York Times*, 8 November 2013. Disponible en ligne : http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/08/ideological-ratings/?_r=0.
- McKinsey (2015). Debt and (Not Much) deleveraging. McKinsey Global Institute.
- Moody's (2014). Indian public-sector banks will require more capital for Bâle III compliance. *Global Credit Research*, 22 September.
- Moosa I and Burns K (2013). The Bâle III controversy : A critical assessment of the views of Australian regulators. *JASSA The Finsia Journal of Applied Finance*, 2 : 26–29.
- Morrison ER, Roe MJ, Sontchi HCS (2014). Rolling back the repo safe harbors. *The Business Lawyer*, 69(4) : 1015–1048.
- OCDE (2009). *La crise financière : Réforme et stratégies de sortie*. Paris.
- Okazaki K (2007). Banking system reform in China : The challenges of moving toward a market-oriented economy. Occasional paper, Rand Corporation. Disponible en ligne : http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/occasional_papers/2007/RAND_OP194.pdf.
- Portes R (2008). Rating agency reform. Working paper, London Business School and CEPR, Londres. Disponible en ligne : <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/887>.
- Powell A (2004). Bâle II and developing countries : Sailing through the sea of standards, Policy Research Working Paper Series 3387, Banque mondiale, Washington, DC.
- Pozsar Z and Singh M (2011). The nonbank-bank nexus and the shadow banking system. Working Paper 11/289, FMI, Washington, DC.
- Pozsar Z, Adrian T, Ashcraft A and Boesky H (2013). Shadow banking. *Economic Policy Review*, 19(2). Federal Reserve Bank of New York, NY.
- Schroeter UG (2011). Credit ratings and credit rating agencies. Paru dans : Caprio G, ed, *Encyclopedia of Financial Globalization*, Elsevier.
- Schumpeter JA (1939). *Business Cycles : A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York, Toronto and London, McGraw-Hill.

- Singh M and Aitken J (2010). The (sizable) role of rehypothecation in the shadow banking system. Working Paper 10/172, FMI, Washington, DC.
- Slovik P (2012). Systemically important banks and capital regulation challenges. OECD Economics Department Working Paper no. 916, OECD Publishing, Paris.
- Turner P (2012). Weathering financial crisis : Domestic bond markets in EMEs. BIS Papers 63, BIS, Bâle.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2009 : Face à la crise mondiale – Atténuation des changements climatiques et développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente E.09.II.D.16, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2011 : L'économie mondiale après la crise*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente E.11.II.D.3, New York et Genève.
- CNUCED (TDR 2013). *Rapport sur le commerce et le développement, 2013. S'adapter à la nouvelle dynamique de l'économie mondiale*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente E.13.II.D.3, New York and Genève.
- Nations Unies (2009). Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. New York.
- Vināls J, Pazarbasioglu C, Surti J, Narain A, Erbenova M and Chow J (2013). Creating a safer financial system : Will the Volcker, Vickers, and Liikanen structural measures help ? Staff Discussion Notes No. 13/4, FMI, Washington, DC.
- Walter AW (2008). *Governing Finance : East Asia's Adoption of International Standards*. Ithaca, NY, Cornell University Press.
- Walter AW (2015). Emerging countries and Bâle III : Why is engagement still low ? *New Thinking and the New G20 Series*, Paper No. 4, Centre for International Governance Innovation, Waterloo, Ontario.
- Wolf M (2014). *The Shifts and the Shocks : What We've Learned – and Have Still to Learn – from the Financial Crisis*. London, Penguin Press.
- Banque mondiale (2013). Implementing post-crisis financial regulatory reforms : What does it mean for emerging market and developing economies and how the World Bank Group can help. Washington, DC, Disponible en ligne : http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/EMDEs_note.pdf.

LA DETTE EXTÉRIEURE ET LES CRISES DE LA DETTE : VULNÉRABILITÉS CROISSANTES ET NOUVEAUX DÉFIS

A. Introduction

Les chapitres précédents ont proposé une analyse des principales faiblesses qui limitent la capacité de l'actuel système monétaire et financier international à promouvoir et à maintenir la stabilité économique mondiale. Ces faiblesses entravent l'action menée par les décideurs des pays tant développés qu'en développement pour assurer des trajectoires de croissance plus équitables et durables. Au niveau macroéconomique, le système actuel n'a pas réussi à réduire la volatilité sur les marchés financiers et à corriger des déséquilibres mondiaux persistants. En plus des coûts sociaux et économiques souvent élevés qui en résultent pour les différents pays, cette situation a également conduit à une accumulation continue de dettes extérieures substantielles. Au niveau microéconomique, comme on l'a vu dans le chapitre précédent, la réglementation n'est pas parvenue à contenir les fortes prises de risques et les comportements procycliques de divers établissements financiers, à l'origine de la crise financière mondiale de 2008-2009. Ainsi le risque de crises financières et de crises de la dette est toujours présent.

Le présent chapitre s'intéresse à une défaillance chronique du système monétaire et financier international, à savoir l'absence d'un mécanisme permettant de mieux gérer les crises de la dette extérieure. Il porte une attention particulière à la question de la dette souveraine car, même lorsque les crises financières trouvent leur origine dans le secteur privé, comme cela est souvent le cas, elles

débouchent généralement sur un surendettement du secteur public et une longue période de marasme économique et social¹.

Pendant la période qui a précédé immédiatement les huit dernières grandes crises qui ont frappé des pays émergents (d'abord, le Mexique en 1994, puis la Thaïlande, l'Indonésie, la République de Corée, la Fédération de Russie, le Brésil, la Turquie et, enfin, l'Argentine, en 2001), la dette souveraine n'a été un problème que pour quatre pays – l'Argentine, le Brésil, le Mexique et la Fédération de Russie. Toutefois, dans presque tous les cas cités, la dette souveraine a augmenté avec la crise, pour plusieurs raisons. Dans la plupart de ces pays, une grande partie des dettes privées, intérieures et extérieures a été nationalisées dans le cadre d'opérations de sauvetage lancées par les pouvoirs publics. Des fonds publics ont également été utilisés pour recapitaliser les banques insolubles et couvrir les coûts des dévaluations qui seraient autrement retombés sur les secteurs financiers et non financiers privés. De surcroît, après ces crises, les recettes publiques ont diminué et les taux d'intérêt sur la dette ont augmenté. Cette situation s'est répétée quasiment à l'identique en Irlande et en Espagne, pendant la crise récente dans la zone euro.

La section suivante du présent chapitre présente un bref aperçu des défis posés par la dette extérieure souveraine. Les tendances globales et régionales des

volumes et de la composition de la dette extérieure des pays en développement sont ensuite passées en revue (section C). La section D contient un résumé des caractéristiques fondamentales des crises financières et des crises de la dette que traversent actuellement les pays en développement, en général,

et un examen des approches adoptées au fil des années pour résoudre le problème de la dette souveraine, en particulier. La section E analyse les propositions visant actuellement à réformer le système morcelé utilisé aujourd'hui pour résoudre ce problème.

B. La viabilité de la dette extérieure : les grands enjeux

L'endettement extérieur n'est en soi pas un problème. De fait, les titres de dette sont une composante importante de toute stratégie de financement. Toutefois, il peut facilement en devenir un lorsque les emprunts extérieurs ne servent pas à des investissements productifs ou lorsque les variables macroéconomiques clés d'un pays débiteur net subissent un grave choc extérieur. Dans ces conditions, ce pays peut très vite se trouver dans l'incapacité de dégager des ressources suffisantes pour s'acquitter de sa dette. Si les sommes dues ne sont pas compensées par de nouvelles entrées de capitaux (ou par les intérêts perçus sur les investissements à l'étranger), le service de la dette extérieure revient à transférer des ressources au reste du monde ce qui, lorsque ces ressources sont considérables, pèse sur les dépenses intérieures et la croissance du pays débiteur et limite encore plus sa capacité à effectuer ses versements à échéance.

Un endettement extérieur élevé a des causes diverses et des effets différents selon les groupes de pays considérés. Dans la plupart des pays à faible revenu, il est dû à un déficit chronique du compte courant, résultant principalement de capacités d'exportation limitées et d'une grande dépendance à l'égard des importations, à la fois à des fins de consommation et d'investissement. Les entrées de capitaux qui ont directement contribué à l'endettement de ces pays provenaient essentiellement de sources publiques. En revanche, dans les pays à revenu intermédiaire, une part substantielle de la dette

extérieure vient de créanciers privés depuis le milieu des années 1970, ce qui s'explique par le fait que ces pays sont bien plus intégrés dans le système financier international et ont donc plus facilement accès aux marchés internationaux des capitaux.

La viabilité de la dette extérieure dépend de la relation entre la croissance du revenu intérieur

et des recettes d'exportation, d'une part, et le taux d'intérêt moyen sur le stock de la dette et l'échéancier de remboursement, de l'autre. Ainsi, dans la mesure où les capitaux étrangers sont affectés au développement des capacités productives (directement ou indirectement par l'amélioration

des infrastructures, en particulier dans le secteur du commerce), ils contribuent à la hausse du revenu intérieur et des recettes d'exportation, ce qui permet au pays débiteur d'assurer le service de sa dette. Cependant, l'endettement extérieur a été de plus en plus induit par l'afflux de capitaux privés sans grand rapport avec le financement du commerce et de l'investissement. Ces flux de capitaux ayant pris une ampleur disproportionnée par rapport à la taille de l'économie des pays, ils ont entraîné un gonflement des prix des actifs, une surévaluation de la monnaie, des importations excessives et une instabilité macroéconomique, qui ont augmenté le risque de défaut. Ils exposent également les économies de ces pays aux aléas des marchés internationaux de capitaux, car, durant la phase d'expansion du cycle financier, ils facilitent, voire encouragent, une augmentation excessive de l'endettement extérieur,

Les instruments de la dette extérieure sont une composante importante de toute stratégie de financement...

mais ils peuvent aussi s'arrêter ou s'inverser brusquement, déclenchant facilement une crise de la dette.

Outre ces facteurs macroéconomiques de base, la viabilité de la dette extérieure dépend aussi de la structure et de la composition de la dette elle-même. La définition la plus utilisée (y compris dans le présent chapitre) de la dette extérieure brute est fondée sur le critère de résidence et englobe tous les titres de créances détenus par des entités non-résidentes sur les ressources du pays débiteur.

Concrètement, selon cette définition, la dette extérieure brute correspond à l'encours des créances détenues par les non-résidents d'un pays sur les résidents de celui-ci, « obligeant les débiteurs à effectuer en faveur des créanciers un paiement ou des paiements de principal et/ou d'intérêts à une date ou à des dates futures » (TFFS, 2013 : 5). Il est aussi possible de définir une dette comme étant « intérieure » ou « extérieure » selon la monnaie dans laquelle elle est libellée (monnaie locale ou monnaie étrangère), selon le droit sous lequel elle est émise et selon la juridiction dont relève le règlement des différends en cas de défaut de paiement.

Lorsque la dette extérieure se composait principalement de prêts, plutôt que d'obligations, les critères relatifs à la résidence, à la monnaie de libellé et au droit applicable étaient le plus souvent concordants (le prêt était accordé par un non-résident, libellé en monnaie étrangère et émis selon un droit étranger). Mais, depuis le début des années 1990, la situation a beaucoup évolué. Ces vingt dernières années, l'augmentation de l'encours de la dette s'est accompagnée d'un processus de désintermédiation financière, c'est-à-dire d'un abandon des prêts bancaires syndiqués pour des titres obligataires, plus liquides. Étant donné que des obligations émises en monnaie locale et selon le droit interne peuvent être détenues par des investisseurs étrangers et, inversement, que des titres de dette souveraine, libellés en monnaie étrangère, peuvent être détenus par des résidents, une partie importante de la dette pourrait être considérée comme « extérieure » selon certains critères et comme « intérieure » selon d'autres.

... mais la dette extérieure peut devenir un problème, lorsque les emprunts extérieurs ne servent pas à des investissements productifs.

La viabilité de la dette pourrait également beaucoup dépendre de la valeur des titres de dette émis en monnaie étrangère. En effet, pour assurer le service de la dette, le pays débiteur doit non seulement générer des revenus suffisants, mais aussi obtenir les devises nécessaires. La situation de sa balance des paiements est donc primordiale. Toutefois, il y a peut-être un arbitrage à faire entre les conditions nécessaires pour dégager des excédents commerciaux, d'une part, et celles qui déterminent les bénéfices des débiteurs (ou les excédents primaires, dans le cas des

gouvernements), de l'autre. Par exemple, le pays débiteur devra peut-être dévaluer sa monnaie et adopter des politiques macroéconomiques restrictives pour améliorer ses résultats à l'exportation et réduire ses importations, mais ces mesures entraîneront également une hausse de la valeur réelle de ses titres de dette libellés en

monnaie étrangère et une baisse de ses revenus.

Les pays en développement, en particulier ceux à revenu supérieur, libellent depuis peu le montant de leur dette extérieure en monnaie locale, et non plus en monnaie étrangère. L'envolée des liquidités mondiales et l'afflux massif de capitaux dans ces pays – preuve que les prêteurs veulent bien s'exposer au risque de change – sont pour beaucoup dans cette évolution. Le critère de résidence n'en demeure pas moins pertinent pour juger de la viabilité de la dette, étant donné que les investissements de non-résidents dans des obligations et des valeurs mobilières locales fluidifient les marchés nationaux de la dette. De plus, la présence de plus en plus marquée de non-résidents sur ces marchés remet en cause la stabilité des avoirs des investisseurs institutionnels résidents qui sont généralement tenus par la loi de détenir un certain pourcentage de titres de dette locaux dans leur portefeuille d'actifs. En revanche, lorsque des créanciers non-résidents décident de liquider leurs titres de dette libellés en monnaie locale, ils ont tendance à convertir cet argent en monnaie étrangère et à rapatrier leurs gains.

Enfin, le droit applicable influe sur la viabilité de la dette en ce qu'il encadre le règlement des différends entre créanciers et débiteurs et, par exemple, détermine dans quelle mesure il sera possible à des créanciers récalcitrants d'empêcher

la conclusion d'accords de résolution de la dette entre un État débiteur et une majorité de ses créanciers privés. Plus généralement, si un pays en développement a émis la plupart de ses titres de dette selon un droit étranger, afin d'apporter une garantie supplémentaire à des investisseurs qui se méfient de son système judiciaire, sa situation pourrait être plus compliquée en cas de crise puisqu'il se trouvera sans doute en présence de plusieurs juridictions et de droits différents. De plus, les pays qui ont conclu des accords d'investissement internationaux, notamment des accords contenant des dispositions relatives au règlement des différends entre les investisseurs et l'État, peuvent être poursuivis devant des tribunaux d'arbitrage, comme le Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements (CIRDI) ou la Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDCI). Ces arbitrages ont tendance à s'effectuer au cas par cas et à prendre parti pour l'investisseur requérant. En outre, ils obéissent généralement à une logique commerciale propre au secteur privé, et ne prennent pas en compte les conséquences sociales et économiques à long terme pour l'ensemble de l'économie du pays débiteur (Van Harten, 2007 ; voir aussi le *Rapport sur le commerce et le développement 2014*).

La question de la dette souveraine mérite une attention particulière, pour plusieurs raisons. Il arrive que des gouvernements peinent à assurer le service de la dette extérieure qu'ils ont encourue pour financer leurs dépenses publiques. Lorsque l'accès au crédit est facile et peu coûteux, ils sous-estiment parfois les risques associés à leur exposition à la volatilité du système financier international et aux chocs financiers résultant des changements de politiques monétaires dans d'autres pays. Il est toutefois beaucoup plus fréquent que la crise de la dette souveraine soit d'abord due à l'imprudence tant des débiteurs que des créanciers privés. En principe, le défaut de remboursement de dettes extérieures privées relève de la loi régissant l'insolvabilité dans le pays dans lequel la dette a été contractée. Ce cadre juridique prévoit généralement un certain degré de protection du débiteur et une restructuration de la dette (avec ou sans annulation partielle) ou une mise en faillite du débiteur et la liquidation de ses actifs. Cependant, lorsqu'une vague de défauts de paiement

dans le secteur privé risque de causer l'effondrement du système financier, le secteur public prend souvent à sa charge ces dettes privées, en particulier celles des grandes banques, et devient surendetté à son tour (voir le chapitre II du présent *Rapport*).

Cependant, les problèmes de dette souveraine ne sont pas régis par les mêmes lois que les défauts de paiement dans le secteur privé. Ils nécessitent donc un traitement particulier, ne serait-ce que parce que les gouvernements et les administrations publiques ont le devoir de fournir des biens publics par le biais de politiques macroéconomiques et microéconomiques conçues pour assurer la réalisation des objectifs de développement à long terme. Par conséquent, si ces devoirs ne peuvent être accomplis à cause de l'encours de la dette ou des conditionnalités associés à sa restructuration, les conséquences sociales, économiques et politiques pourraient être substantielles. D'où l'intérêt de réfléchir à la meilleure manière d'aborder la restructuration de la dette souveraine dans une économie de plus en plus mondialisée.

Les préoccupations que suscite l'absence de mécanisme de règlement de la dette extérieure souveraine ne sont pas nouvelles². Depuis le début des années 1980, plusieurs éditions du *Rapport sur le commerce et le développement* de la CNUCED soulignent que les mécanismes d'aménagement de la dette en vigueur sont arbitraires, morcelés et aux

maines des créanciers et doivent être remplacés (tant pour la dette publique que pour la dette commerciale) par un mécanisme juridictionnel qui permette une évaluation impartiale de la situation de la dette des pays et facilite une répartition équitable de la charge et le rétablissement de la viabilité de la dette. Dans

le *Rapport sur le commerce et le développement 1986*, il est dit que : « En l'absence d'un système impartial et bien charpenté pour résoudre les problèmes internationaux d'endettement, les débiteurs internationaux courent le danger ... d'être doublement pénalisés : non seulement ils risquent d'être marqués ... des « stigmates » économiques et financiers d'une faillite de fait, ... mais encore ils ne peuvent guère bénéficier des allègements financiers et des possibilités de redressement qu'offrirait un règlement judiciaire du type prévu par le chapitre 11

Les crises de la dette souveraine sont souvent dues à l'imprudence tant des débiteurs que des créanciers privés.

du Code des faillites des États-Unis ». Comme pour d'autres réformes du système monétaire et financier international, il faut peut-être faire un choix entre ce qui est souhaitable et ce qui est faisable, du moins

sur le court terme. Par conséquent, plusieurs options doivent être étudiées pour faire face aux problèmes de la dette souveraine.

C. L'évolution du volume et de la composition de la dette extérieure

1. *Évolution de la dette extérieure des pays en développement et des pays en transition*

Mesurée en valeur nominale (et selon le critère de résidence expliqué plus haut), la dette extérieure des pays en développement et des pays en transition a affiché une tendance ascendante sur le long terme. À l'exception de l'Afrique, dont le marché a continué d'attirer moins d'investisseurs privés et qui a beaucoup bénéficié de programmes d'allègement de la dette, toutes les régions étaient plus endettées en 2013 que dans les années 1990 (graphique 5.1). Cette tendance n'a toutefois pas été homogène. L'Amérique latine et l'Asie du Sud-Est, les deux régions en développement les plus intégrées au système financier international, ont enregistré des niveaux d'endettement extérieur relativement plus stables entre 1997-1998 et 2006-2007. Il faut dire que, après les crises de la dette qu'elles avaient connues pendant la seconde moitié des années 1990, ces régions avaient été temporairement privées d'accès à de nouveaux crédits extérieurs privés. Par la suite, elles s'étaient en outre efforcées d'être moins tributaires des entrées de capitaux, en évitant des déficits courants répétés, voire en dégagant de solides excédents. À cet égard, elles ont bénéficié de la dévaluation en termes réels de leurs monnaies durant les crises et, dans certains cas, de gains liés à l'évolution de leurs termes de l'échange après 2003. Toutefois, depuis la crise financière mondiale de 2008, le stock de leur dette extérieure augmente de nouveau, dans certains cas de manière spectaculaire, en raison de la détérioration des comptes de transactions courantes, mais aussi à cause de la

reprise des afflux de capitaux étrangers sous l'effet des politiques monétaires expansionnistes des pays développés.

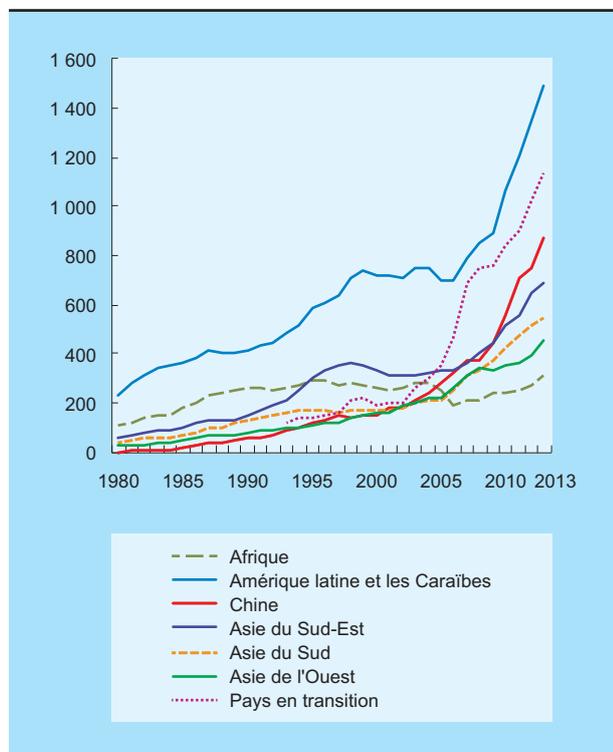
La part de la dette extérieure dans le RNB a diminué dans toutes les régions en développement à des degrés divers entre la fin des années 1990 et la crise de 2008 (graphique 5.2), à la faveur de conditions macroéconomiques propices et d'une croissance économique robuste. La part de la dette extérieure dans le RNB a surtout reculé en Afrique, où elle est passée de plus de 100 % en moyenne en 1994, à moins de 20 % en 2013. Outre une accélération de la croissance dans les années 2000, cette région a bénéficié plus que toute autre de programmes d'allègement de la dette. Toutefois, après 2008, cette tendance a pris fin brusquement et le ratio stock de la dette/RNB a augmenté légèrement à nouveau. Dans les pays en transition, le stock de la dette extérieure a augmenté progressivement à partir du faible niveau du début des années 1990 et a atteint environ 60 % du RNB en 2013, si on exclut la Fédération de Russie, et à peine 15 % si on l'inclut.

Cette réduction globale de l'ampleur relative des dettes extérieures, conjuguée à la chute générale des taux d'intérêt sur la dette extérieure depuis la fin des années 1990, explique largement pourquoi les charges d'intérêt représentent une part de plus en plus faible des exportations de toutes les régions en développement. En Afrique, cette part, qui était de 13 % en moyenne pendant les années 1980, a chuté à 1 % en 2012-2013 ; en Asie du Sud-Est et en Asie du Sud elle est passée de 11 % à moins de 2 %, en Asie de l'Ouest de 18 % à 6 % et en Amérique latine de 28 % à 6 %, pendant la même période (graphique 5.3).

Graphique 5.1

DETTE EXTÉRIÈRE DE DIFFÉRENTS GROUPES DE PAYS ET DE LA CHINE, 1980-2013

(En milliards de dollars courants)



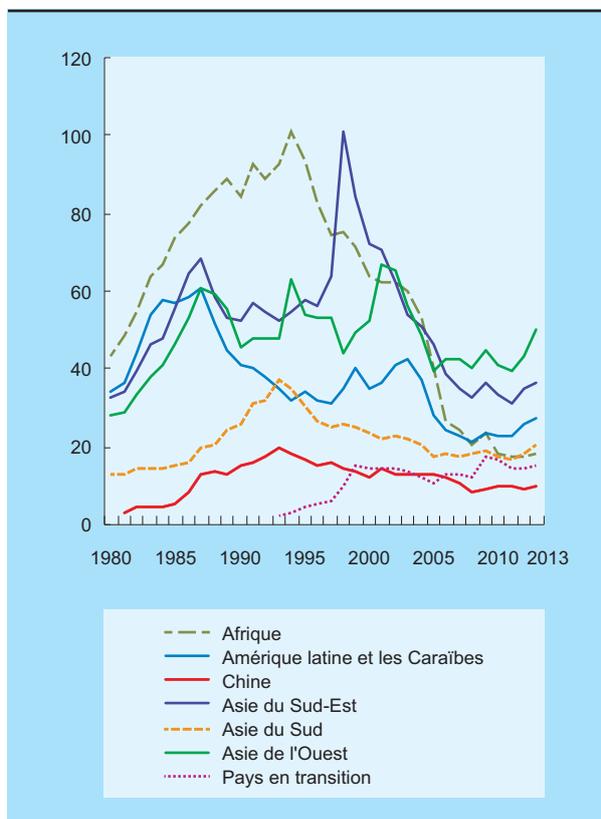
Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, à partir de la base de données de la Banque mondiale sur les *Indicateurs du développement dans le monde* et de sources nationales.

Note : Les agrégats sont calculés à partir des séries complètes de données disponibles remontant jusqu'en 1980, sauf pour les pays en transition, pour lesquels des données ne sont disponibles qu'à partir de 1993. Afrique : Algérie, Bénin, Botswana, Burkina Faso, Burundi, Cameroun, République centrafricaine, Tchad, Comores, Congo, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Djibouti, Égypte, Éthiopie, Gabon, Gambie, Ghana, Guinée, Guinée-Bissau, Kenya, Lesotho, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritanie, Maurice, Maroc, Niger, Nigéria, Rwanda, Sao Tomé-et-Principe, Sénégal, Seychelles, Sierra Leone, Somalie, Soudan, Swaziland, Togo, Tunisie, Ouganda, République-Unie de Tanzanie, Zambie et Zimbabwe. Amérique latine et les Caraïbes : Argentine, Belize, Bolivie (État plurinational de), Brésil, Colombie, Costa Rica, République dominicaine, Équateur, El Salvador, Grenade, Guatemala, Guyana, Haïti, Honduras, Jamaïque, Mexique, Nicaragua, Panama, Pérou, Saint-Vincent-et-les Grenadines et Venezuela (République bolivarienne du). Asie du Sud-Est : Indonésie, République démocratique populaire lao, Malaisie, Myanmar, Philippines et Thaïlande. Asie du Sud : Bangladesh, Inde, Iran (République islamique d'), Maldives, Népal, Pakistan et Sri Lanka. Asie de l'Ouest : Jordanie, Liban, République arabe syrienne, Turquie et Yémen. Pays en transition : Albanie, Arménie, Azerbaïdjan, Bélarus, Géorgie, Kazakhstan, Kirghizistan, République de Moldova, Fédération de Russie, Serbie, Tadjikistan, ex-République yougoslave de Macédoine, Turkménistan, Ukraine et Ouzbékistan.

Graphique 5.2

STOCK DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DE DIFFÉRENTS PAYS ET DE LA CHINE, EN POURCENTAGE DU RNB, 1980-2013

(En pourcentage)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, à partir de données de UNCTADstat, de la base de données de la Banque mondiale sur les *Indicateurs du développement dans le monde* et de sources nationales.

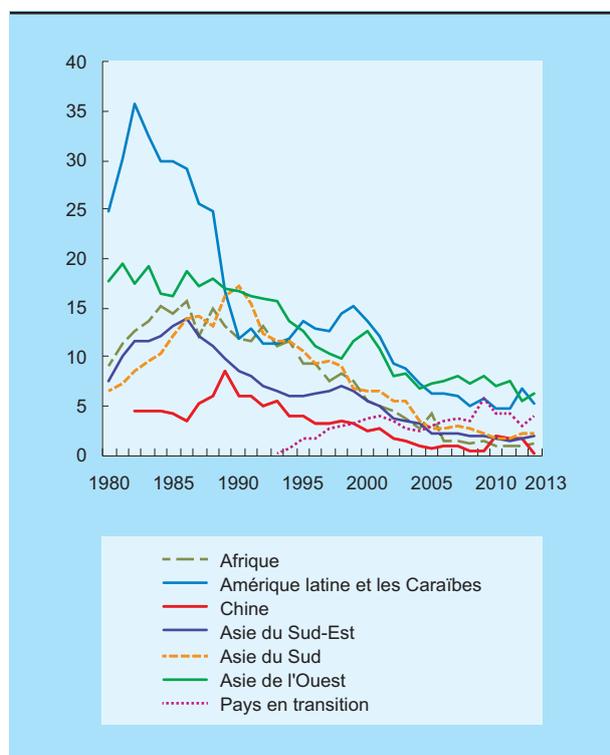
Note : Voir le graphique 5.1. Les agrégats par région concernent les mêmes pays que dans le graphique 5.1, à l'exception de l'Éthiopie et du Yémen pour lesquels on ne disposait pas de données sur le RNB.

En conséquence, lorsque la crise financière mondiale a éclaté, les bilans des secteurs publics des pays en développement, notamment des pays émergents, étaient relativement solides et leur dette extérieure était à un niveau historiquement bas, si bien que, dans un premier temps, ils se sont bien remis du choc. Ils sont également devenus des destinations attrayantes pour les investisseurs à la recherche de rendements plus intéressants que ceux qui étaient offerts dans les pays développés. Cette vigueur et cette stabilité macroéconomiques remarquables ont toutefois été de courte durée : les récents épisodes d'instabilité sur les marchés internationaux de capitaux, déclenchés par la

Graphique 5.3

INTÉRÊTS VERSÉS SUR LA DETTE EXTÉRIÈRE EN POURCENTAGE DES EXPORTATIONS, POUR DIFFÉRENTS PAYS ET POUR LA CHINE, 1980-2013

(En pourcentage)



Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED à partir de la base de données de la Banque mondiale sur les *Indicateurs du développement dans le monde* et de sources nationales.

Note : Les agrégats par région concernent les mêmes pays que dans le graphique 5.1, à l'exception des pays suivants pour lesquels on ne disposait pas de données : Djibouti, Éthiopie, Guinée, Guinée-Bissau, Guyana, Haïti, Iran (République islamique d'), République démocratique populaire lao, Liban, Paraguay, Fédération de Russie, Sao Tomé-et-Principe, Somalie, République arabe syrienne, Thaïlande, République-Unie de Tanzanie et Yémen.

perspective de l'abandon progressif de la politique d'assouplissement quantitatif et de la normalisation des taux d'intérêt aux États-Unis, ont eu des répercussions sur les pays émergents (CNUCED, 2014). D'une manière plus générale, les liquidités excessives récemment injectées sur les marchés financiers internationaux et qui servent toujours très peu à financer le développement à long terme, ainsi que l'essor des dettes privées libellées en monnaies étrangères ont rendu les pays en développement encore plus vulnérables à l'instabilité des marchés financiers internationaux.

2. Débiteurs et créanciers du secteur public et du secteur privé

La répartition de la dette extérieure entre débiteurs publics et débiteurs privés influe beaucoup sur la viabilité de la dette³. Autrefois, la dette extérieure des pays en développement était essentiellement une dette publique. En 2000, par exemple, la dette extérieure publique a représenté 72 % de la dette extérieure à long terme de l'ensemble des pays en développement. Toutefois, en 2013, cette proportion a été ramenée à un peu moins de la moitié de l'encours total de la dette (graphique 5.4).

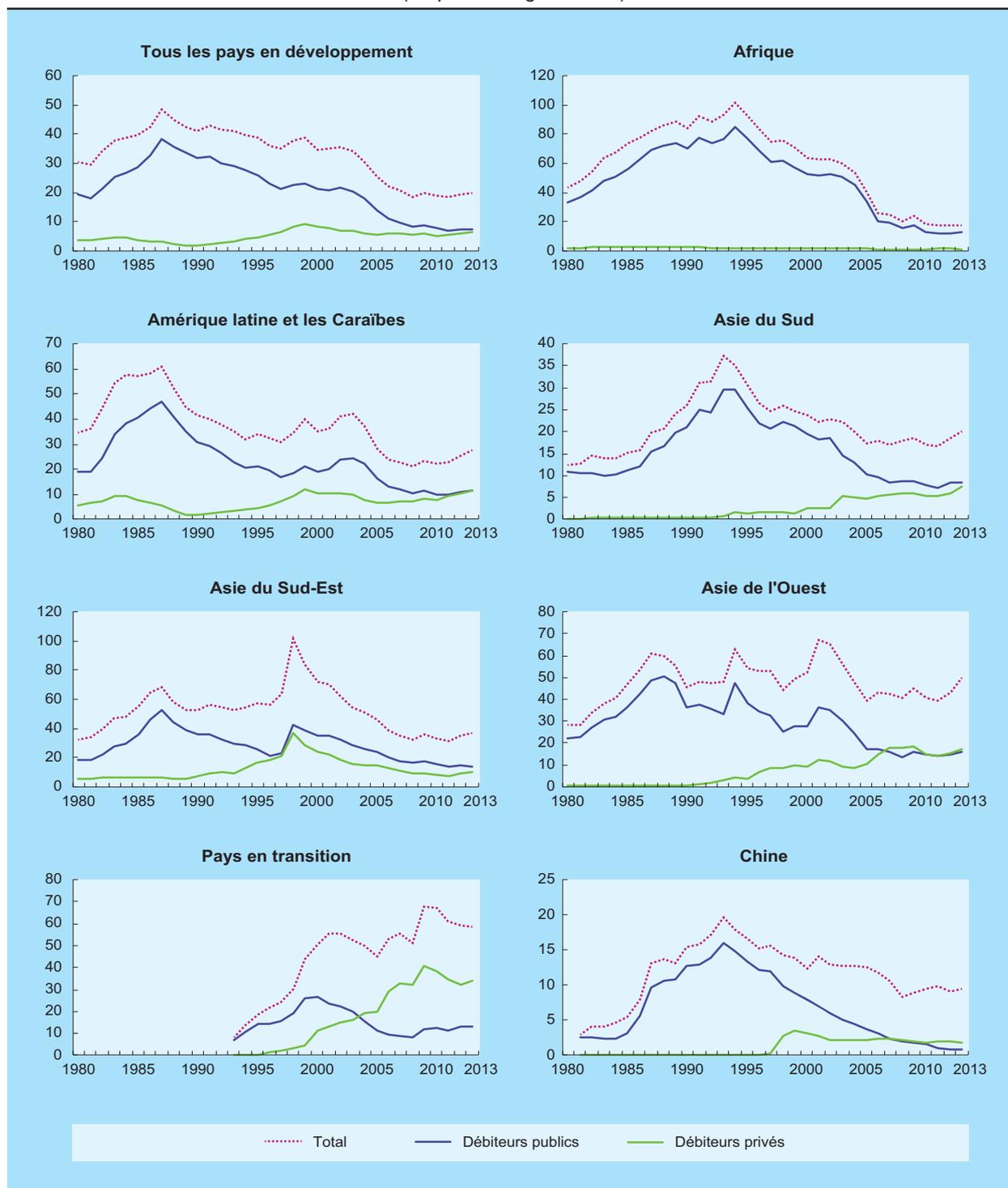
En comparaison, la dette extérieure privée a toujours été très faible, si bien qu'elle n'a guère retenu l'attention des autorités de surveillance. De plus, ces autorités ont souvent été sensibles aux arguments des partisans du libéralisme économique, qui refusaient que l'État s'intéresse de trop près aux dettes extérieures toujours plus importantes du secteur privé car elles étaient, selon eux, le résultat de décisions rationnelles en matière d'épargne et d'investissement et n'entraîneraient donc pas de difficultés financières. Les faits ont pourtant prouvé le contraire, en particulier au lendemain de la crise financière mondiale, lorsque l'endettement extérieur du secteur privé, de par son niveau élevé, est devenu l'une des principales causes des crises de la dette publique⁴.

Les décideurs ne devraient donc pas se montrer trop optimistes devant l'abaissement global du niveau d'endettement du secteur public dans de nombreux pays en développement. Ils devraient plutôt s'inquiéter des risques élevés d'instabilité financière associés à la tendance à la hausse des ratios dette extérieure privée/RNB (graphique 5.4). Ces dernières années, les sociétés non financières ont souscrit de plus en plus d'emprunts extérieurs privés, principalement en vue d'opérations financières, sous la forme de titres de dette émis sur les places offshore (Avdjiev *et al.*, 2014). À cela s'ajoutent des risques de change et la menace d'inversions brutales des flux de capitaux, par exemple, à la suite d'une normalisation des taux d'intérêt aux États-Unis et/ou de variations des prix des produits de base. Par conséquent, une expansion rapide de la dette extérieure privée peut être suivie d'une crise de la dette et d'une rapide augmentation des dettes publiques extérieures. C'est ainsi qu'après la crise de la dette en Amérique

Graphique 5.4

DETTE EXTÉRIÈRE DE DIFFÉRENTS GROUPES DE PAYS ET DE LA CHINE PAR CATÉGORIE DE DÉBITEURS, 1980-2013

(En pourcentage du RNB)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après des données de *UNCTADstat* et de la base de données de la Banque mondiale sur les *Indicateurs du développement dans le monde*.

Note : Les agrégats par région concernent les mêmes pays que dans le graphique 5.1, à l'exception de l'Éthiopie, de la Fédération de Russie et du Yémen pour lesquels on ne disposait pas de données. Dans le graphique, la dette extérieure totale est plus élevée que la somme des dettes publiques et privées, parce que les données désagrégées de la dette extérieure ne séparent pas toujours les débiteurs publics des débiteurs privés.

latine dans les années 1980, la dette extérieure du secteur privé a été dans une large mesure transférée au secteur public. Dans la phase de formation de la crise financière asiatique de 1997, la dette asiatique se composait dans une large mesure d'emprunts bancaires privés, qui ont été nationalisés de fait, après l'éclatement de la crise.

La structure de la dette extérieure a aussi beaucoup évolué du côté des créanciers. Jusqu'aux années 1970 et, parfois, pendant les décennies qui suivirent, la dette extérieure à long terme de la plupart des pays en développement était en grande partie détenue par des créanciers publics, essentiellement bilatéraux. C'était le cas, en particulier des pays en développement, qui avaient conservé des liens étroits avec leur ancienne métropole, ainsi que des pays moins avancés, à qui les banques commerciales étaient réticentes à accorder des prêts. Au début des années 1970, dans toutes les régions en développement, à l'exception de l'Amérique latine, les créanciers publics l'emportaient sur les créanciers privés. Pendant la période 1970-1972, 67 % de la dette extérieure africaine était détenue par des créanciers publics bilatéraux ou multilatéraux ; ce pourcentage était de 92 % en Asie de l'Ouest et de 93 % en Asie du Sud. Par contre, 70 % de la dette de l'Amérique latine et près de la moitié de celle de l'Asie du Sud-Est étaient détenues par des créanciers privés (graphique 5.5). Ces dernières années, la part de la dette détenue par les créanciers publics est demeurée inférieure à 20 % de la dette extérieure totale dans les pays en développement et les pays émergents.

Tout au long des années 1970, la dette extérieure des pays en développement n'a cessé d'augmenter (surtout en raison des emprunts de l'Amérique latine). En pourcentage de leur RNB collectif, leur dette extérieure à long terme est passée d'environ 13 % en 1970 à 21 % en 1980, essentiellement à cause de l'envolée de leur dette privée, qui est passée de 6 % à 13 % de leur RNB. La libéralisation des comptes de capitaux et le « recyclage » des pétrodollars par les banques commerciales ont été pour beaucoup dans cette évolution, qui a été en outre facilitée par les législations adoptées dans les pays développés pour clarifier et renforcer les droits des créanciers en cas de défaillance d'emprunteurs souverains étrangers (la Foreign Sovereign Immunities Act de 1976 aux États-Unis et la State Immunity Act de 1978 au Royaume-Uni, par exemple) (Bulow and Rogoff, 1990).

Le choc causé par la politique des taux d'intérêt de la Réserve fédérale des États-Unis et les crises de la dette qui ont suivi dans les pays en développement ont quasiment mis fin à tout nouvel afflux de capitaux privés dans ces pays, mais la dette privée en pourcentage du RNB n'a cessé d'augmenter jusqu'à 1987 en raison de la croissance limitée (ou négative) de la production et des fortes dévaluations survenues dans les pays très endettés. La dette publique – tant bilatérale que multilatérale – a également augmenté rapidement en pourcentage du RNB, surtout à la suite des interventions des créanciers publics pour éviter des défaillances massives. En conséquence, la dette extérieure des pays en développement envers des créanciers publics bilatéraux et multilatéraux, en pourcentage du RNB, est passée de 8 % en 1979 à 19 % en 1987.

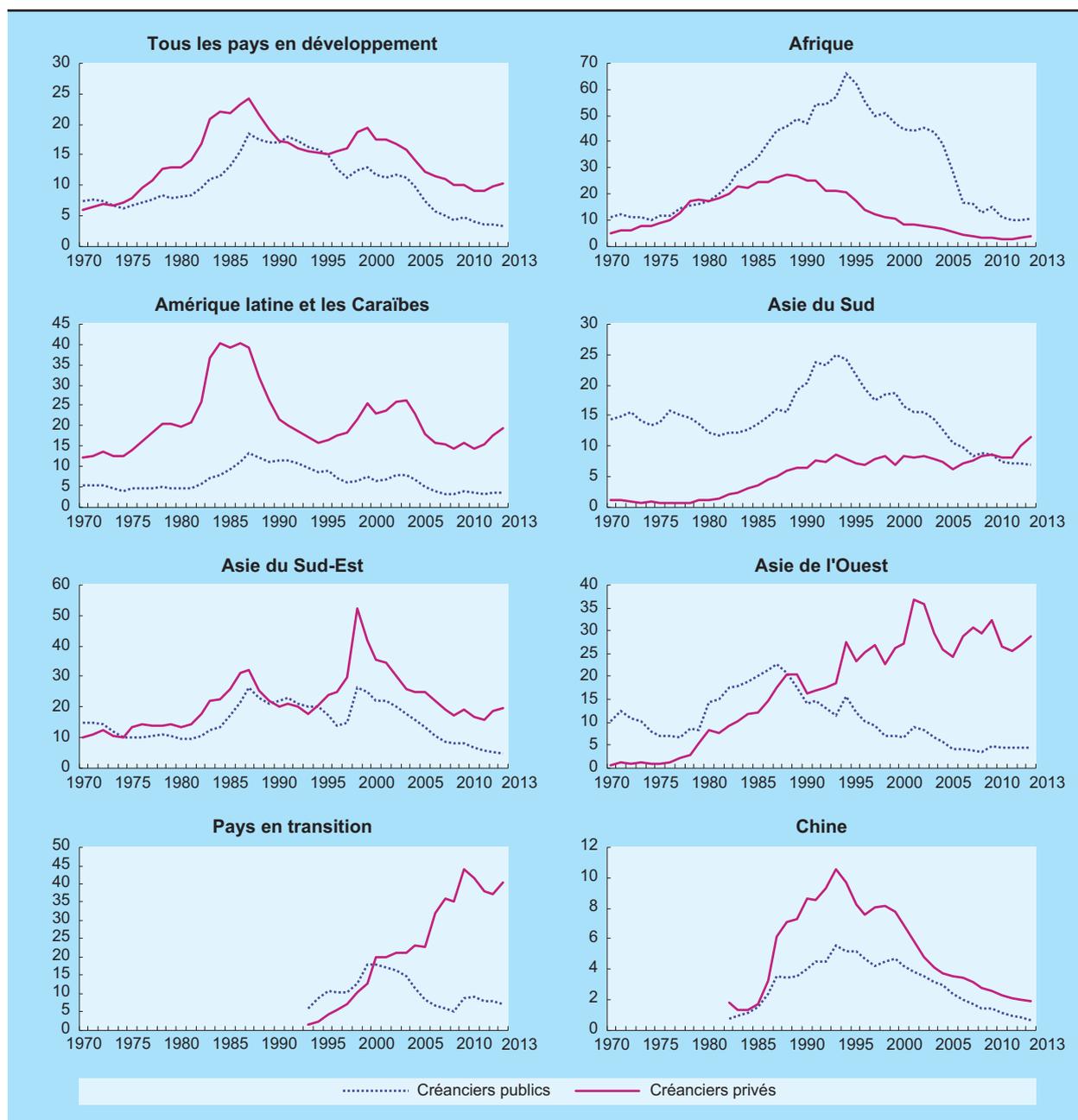
Après 1987, le stock de la dette extérieure des pays en développement emprunteurs détenue par des créanciers privés a considérablement baissé par rapport au pic de 24 % du RNB atteint en 1987, pour s'établir à 9 % du RNB en 2011. Cette tendance générale a été entrecoupée de courtes périodes d'alternance de hausses et de baisses dans plusieurs grands pays en développement, provoquant de nouvelles crises financières et se traduisant par une forte augmentation de la dette extérieure privée (jusqu'à atteindre 19 % du RNB des pays en développement à la fin des années 1990). Le recul de la dette extérieure envers des créanciers publics a été moins variable, en partie parce que les pays les plus pauvres ont bénéficié d'un allègement de leur dette et, en partie parce que les pays à revenu intermédiaire se sont employés à limiter leur recours aux financements multilatéraux.

Les arriérés accumulés sur le service de la dette étaient largement tolérés (le FMI avait adopté une politique de prêt aux pays en situation d'arriérés) et les grandes banques privées des places financières étaient devenues assez solides pour se permettre de vendre leurs portefeuilles de prêts à bas prix, ce qui poussa le gouvernement des États-Unis à adopter le plan Brady en 1989. Cette initiative revenait à reconnaître implicitement que les débiteurs en difficulté ne pouvaient à la fois assurer pleinement le service de leur dette et rétablir la croissance ; elle a ainsi permis de lancer entre les banques créancières et les pays endettés des négociations axées principalement sur l'allègement de la dette plutôt que sur son rééchelonnement. Dans la plupart

Graphique 5.5

DETTE EXTÉRIÈRE À LONG TERME DE DIFFÉRENTS GROUPES DE PAYS ET DE LA CHINE, PAR CATÉGORIE DE CRÉANCIERS, 1970-2013

(En pourcentage du RNB)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après des données de *UNCTADstat* et de la base de données de la Banque mondiale, *Statistiques de la dette internationale*.

Note : Les agrégats sont calculés à partir de séries complètes de données remontant jusqu'en 1980, sauf pour les pays en transition, pour lesquels des données ne sont disponibles qu'à partir de 1993. Afrique : Algérie, Bénin, Botswana, Burkina Faso, Burundi, Cameroun, République centrafricaine, Tchad, Comores, Congo, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Djibouti, Égypte, Gabon, Gambie, Ghana, Guinée, Guinée-Bissau, Kenya, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mauritanie, Maurice, Maroc, Niger, Nigéria, Rwanda, Sénégal, Seychelles, Sierra Leone, Soudan, Togo, Tunisie, Ouganda, Zambie et Zimbabwe. Amérique latine et les Caraïbes : Argentine, Belize, Bolivie (État plurinational de), Brésil, Colombie, Costa Rica, République dominicaine, Équateur, El Salvador, Guatemala, Guyana, Honduras, Jamaïque, Mexique, Nicaragua, Panama, Pérou, Saint-Vincent-et-les Grenadines et Venezuela (République bolivarienne du). Asie du Sud-Est : Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande. Asie du Sud : Bangladesh, Inde, Népal, Pakistan et Sri Lanka. Asie de l'Ouest : Jordanie, Liban, et Turquie. Pays en transition : Albanie, Arménie, Azerbaïdjan, Bélarus, Géorgie, Kazakhstan, Kirghizistan, République de Moldova, Tadjikistan, ex-République yougoslave de Macédoine, Turkménistan, Ukraine et Ouzbékistan. Les données englobent l'encours total de la dette en fin d'exercice.

des cas, le plan Brady de restructuration de la dette a supposé l'échange de prêts bancaires contre des obligations d'une valeur nominale identique (mais assorties d'un taux d'intérêt fixe et inférieur au taux du marché) ou inférieure. Il a ainsi engagé un processus de désintermédiation financière, dans lequel les emprunts aux banques commerciales étaient remplacés par des emprunts directs sur les marchés financiers, au moyen d'obligations. Ce processus s'est depuis poursuivi sur un rythme toujours plus rapide (graphique 5.6). S'il est vrai que ces nouveaux instruments de financement ont rendu la dette des pays en développement plus liquide, ils ont aussi augmenté la complexité des renégociations de la dette avec une myriade de porteurs d'obligations, sans compter qu'ils ont aggravé la vulnérabilité des pays en développement face à une dette extérieure à plus haut risque.

3. La monnaie de libellé

La monnaie de libellé influe beaucoup sur la viabilité de la dette extérieure. Le risque est plus grand lorsque la dette est en monnaie étrangère que lorsqu'elle est en monnaie locale, car en cas de dévaluation, la valeur du fardeau de la dette exprimée en monnaie locale augmente d'un coup, parfois très fortement. D'une manière plus générale, même si la monnaie n'est pas dévaluée, les débiteurs ne peuvent rembourser leur dette extérieure que s'ils ont suffisamment de revenus (ou, dans le cas de gouvernements, s'ils réalisent un excédent budgétaire primaire suffisant) et si l'ensemble de l'économie dégage un excédent commercial. Cependant, il peut s'avérer difficile de réunir ces deux conditions en même temps. Pour que les revenus privés et publics augmentent, encore faut-il que la production augmente, ce qui se traduit généralement, par une augmentation des importations, rendant un excédent commercial plus difficile. Inversement, le recours aux ajustements déflationnistes et à la baisse des importations comme moyen de réaliser rapidement un excédent commercial, limite beaucoup la capacité à dégager un excédent budgétaire primaire et pourrait se solder par l'insolvabilité des débiteurs privés. Il y a là un arbitrage entre le solde commercial et le solde budgétaire, et c'est l'une des raisons pour lesquelles la dette souveraine a tendance à être moins viable

lorsqu'elle est libellée en monnaie étrangère que lorsqu'elle est libellée en monnaie locale.

Fait important, les débiteurs rencontrant des problèmes de solvabilité ou de liquidités les empêchant d'honorer leurs engagements en monnaie étrangère ne peuvent compter sur une intervention du prêteur national de dernier ressort (la banque centrale, par exemple), et même les débiteurs solvables peuvent se voir contraints de suspendre les versements en remboursement de leur dette, s'ils n'arrivent pas à obtenir suffisamment de devises à cause de restrictions liées à la balance des paiements et indépendantes de leur volonté. En revanche, lorsque la dette est exprimée en monnaie locale, le risque résultant d'un déséquilibre entre sa monnaie de libellé et celle des actifs et des revenus est moins grand ; le risque de change est supporté par les créanciers. En outre, avec ce genre de dettes, la banque centrale du pays peut intervenir en cas d'urgence.

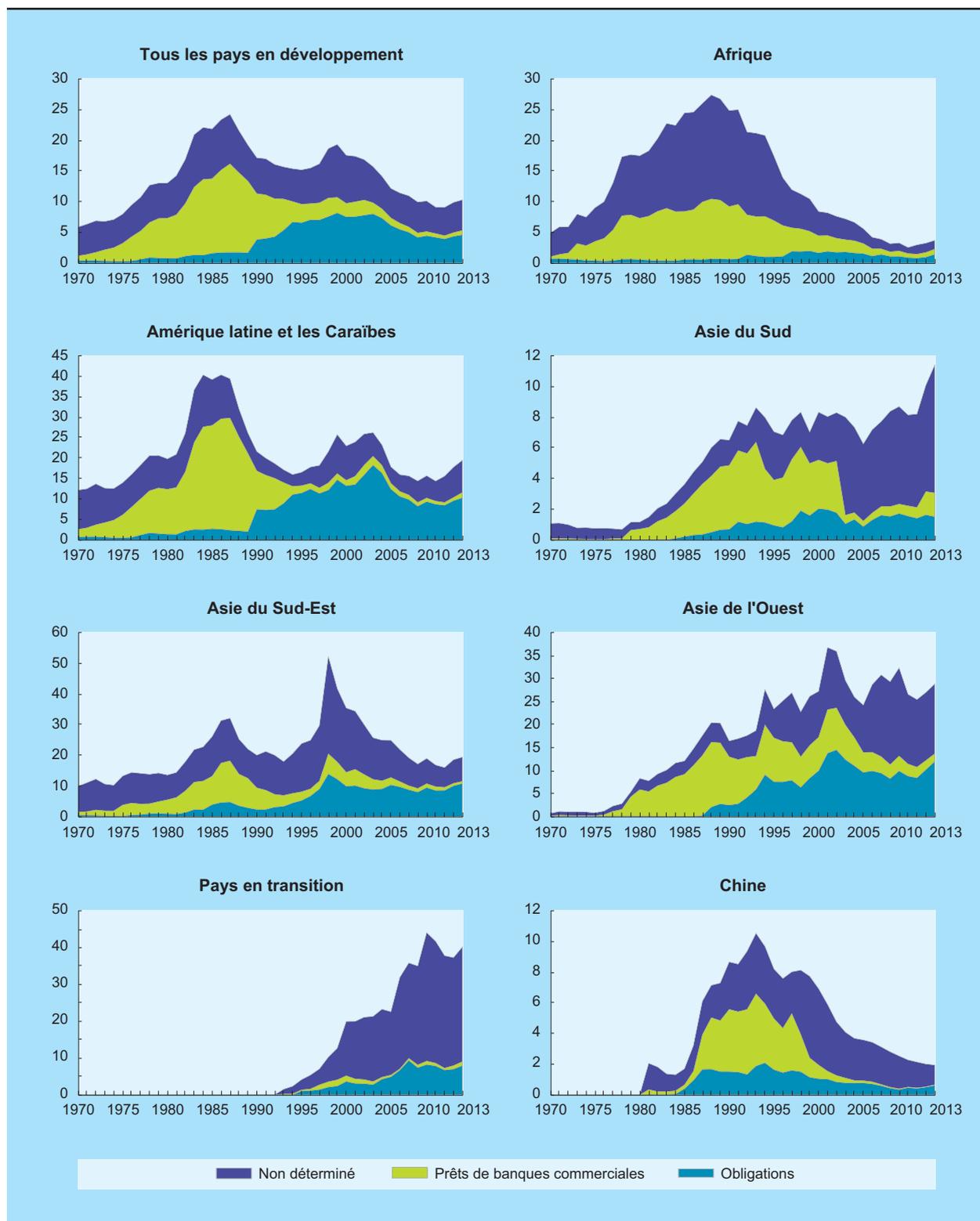
De ce fait, les pays en développement sont de plus en plus nombreux à libeller leur dette en monnaie locale. Néanmoins, les problèmes associés au libellé en monnaie étrangère se posent toujours, puisque leur dette extérieure brute reste en grande partie composée d'emprunts bancaires et d'emprunts publics libellés en monnaie étrangère. Ces problèmes concernent plus particulièrement les pays en développement les plus pauvres, qui se caractérisent par des marchés de la dette embryonnaires, une forte dépendance à l'égard des prêts publics et une mauvaise notation financière, ainsi que, dans une moindre mesure, certains pays en développement à revenu intermédiaire et pays en transition. En 2013, par exemple, la part de la dette extérieure libellée en monnaie étrangère était de 95 % en Argentine, de 93 % en Turquie, de 80 % en Inde, de 74 % dans la Fédération de Russie, de 70 % en République de Corée et de 64 % au Mexique⁵ Parmi les pays en développement et les pays émergents qui sont membres du G20 (et pour lesquels des données sont disponibles), seule l'Afrique du Sud avait une dette extérieure principalement libellée en monnaie locale (55 % de son endettement extérieur brut). Bien que ces chiffres soient faibles en pourcentage du RNB, il n'en demeure pas moins que la dette extérieure risque de s'accroître considérablement si la monnaie locale se déprécie.

Étant donné qu'il est beaucoup plus avantageux pour un pays de s'endetter en monnaie locale, les pays développés dont la monnaie est acceptée dans

Graphique 5.6

DETTE EXTÉRIÈRE DE DIFFÉRENTS GROUPES DE PAYS ET DE LA CHINE DÉTENUE PAR DES CRÉANCIERS PRIVÉS, PAR CATÉGORIE DE DETTE, 1970-2013

(En pourcentage du RNB)



Source : Voir le graphique 5.5.

Note : Voir le graphique 5.5.

les paiements internationaux et pour la constitution de réserves internationales, et qui ont la possibilité d'émettre des obligations et des instruments de prêts dans leur propre monnaie, ont tendance à avoir une dette extérieure plus élevée, même en périodes difficiles. Par exemple, entre 2003 et 2013, la dette extérieure brute des États-Unis en pourcentage du RNB est passée de 60 % à près de 100 %. Entre 2001-2003 et 2013, ce ratio est passé de 31 % à 55 % au Japon, de 113 % à 144 % en Allemagne et de 114 % à 194 % en France. Enfin, fait tout aussi important, au Royaume-Uni ce ratio, qui était de 198 % en 1999, s'est établi à 354 % en 2013⁶. Faisant pendant à cette forte augmentation de la dette extérieure des pays développés, les réserves de change détenues par de nombreux pays en développement ont fortement augmenté à la fin des années 1990. Certains de ces pays, en particulier ceux qui ont un compte courant déficitaire, y ont vu un moyen de s'endetter de plus en plus et à moindre coût.

4. La juridiction d'émission des titres de dette

Le droit sous lequel les titres de dette sont émis à son importance en cas de défaut de paiement, car il détermine quels tribunaux seront compétents et quelle législation s'appliquera en cas de restructuration de la dette. Schumacher *et al.* (2014) ont montré que, ces dernières années, près de 50 % des cas de défaillance d'un emprunteur souverain ont donné lieu à des actions en justice à l'étranger, contre 5 % à peine dans les années 1980, et que 75 % de ces procédures ont

concerné des fonds constitués de créances sinistrées également appelés « fonds vautours ».

Autrefois, il existait un lien étroit entre le lieu d'émission, le droit applicable, la résidence du débiteur final et, dans une moindre mesure, la monnaie de libellé. Toutefois, depuis quelques temps, certaines données portent à penser que les investisseurs internationaux sont de plus en plus nombreux sur les marchés de la dette des pays en développement et que les investisseurs de ces pays détiennent souvent des obligations émises sur les marchés internationaux (Panizza, 2008). Ces données, qui sont indispensables pour déterminer s'il s'agit d'une dette extérieure selon le critère de résidence, sont parfois difficiles à obtenir.

Des données récentes concernant la totalité de l'encours des obligations publiques (indépendamment du lieu de résidence des créanciers et des monnaies de libellé), montrent que la majorité de ces obligations ont été émises sur des marchés intérieurs. Dans certaines sous-régions en développement, telles que l'Asie de l'Est et l'Asie du Sud, le pourcentage d'émissions intérieures d'obligations publiques a été aussi élevé que la moyenne observée dans les pays développés. Dans les pays en transition, en Amérique latine et dans les Caraïbes et en Asie de l'Ouest, le pourcentage de l'encours des obligations publiques émises sur des marchés étrangers (et relevant généralement de juridictions étrangères) était, respectivement, de 28 %, 28 % et 32 %, au début de mai 2015⁷. Autant de possibilités pour les fonds vautours d'intenter des actions en justice auprès de juridictions étrangères, lors de futurs processus de restructuration de la dette.

D. Les mécanismes de règlement de la dette

Parce qu'ils sont confrontés à de fréquentes crises de la dette et à une économie mondialisée et financiarisée de plus en plus sujette à ces crises, les décideurs nationaux et internationaux devraient disposer d'instruments appropriés pour les régler et en ramener le coût à un minimum. En principe, les mécanismes de règlement de la dette devraient contribuer à prévenir les crises financières ou les

crises de la dette qui guettent les pays ayant des difficultés à honorer leurs obligations extérieures. Ils devraient empêcher la perte soudaine de confiance des marchés dont les conséquences sont potentiellement désastreuses pour les pays endettés à long terme. Ces mécanismes devraient aussi avoir pour objectif la répartition équitable de la charge de la restructuration de la dette entre débiteurs et créanciers lorsqu'une

crise survient. Enfin, ils devraient respecter la souveraineté nationale et protéger la marge d'action intérieure des pays débiteurs pour qu'ils puissent renouer avec la croissance, améliorer la viabilité de leur dette et élaborer et mettre en œuvre leurs propres stratégies de développement. La présente section contient un résumé des principales caractéristiques de la dette extérieure suivi d'une analyse de l'évolution historique des problèmes de la dette souveraine et propose différentes approches pour résoudre ces problèmes.

1. Les crises de la dette extérieure, un problème récurrent

Bien qu'elles aient des causes structurelles différentes, les crises de la dette récemment traversées par les pays en développement sont étroitement corrélées à la libéralisation rapide des marchés de capitaux, à l'instabilité intrinsèque de ces marchés et aux cycles financiers mondiaux que ceux-ci ont enclenchés (CNUCED, 2014). En règle générale, les crises de la dette se produisent à des stades bien précis des cycles financiers. Elles surviennent lorsqu'un grand nombre de débiteurs (ou un petit nombre de grands débiteurs) ne peuvent plus assurer le service de la dette accumulée pendant une phase d'expansion. La perception du risque change et l'excès de confiance cède la place à une vive inquiétude, qui entraîne une pénurie de liquidités, un effondrement des prix des actifs et un ralentissement de l'activité économique. Les liquidations d'actifs qui s'ensuivent font baisser encore plus les prix des actifs, notamment de ceux sur lesquels on avait le plus spéculé pendant la période d'expansion et qui ont servi à garantir la dette. Ce ne sont pas seulement les agents les plus endettés qui sont touchés par les mises en faillite, mais aussi les agents plus prudents qui, en temps normal, seraient solvables. Une fois qu'une crise de la dette s'est déclarée, un processus d'assainissement financier, parfois long, est indispensable avant qu'une reprise économique puisse être amorcée, que de nouveaux emprunts puissent être contractés et que la fin de la crise puisse être confirmée.

Les récentes crises de la dette sont étroitement corrélées à la libéralisation rapide des marchés de capitaux et aux cycles financiers mondiaux que ceux-ci ont

Les particularités de la dette extérieure, analysées dans les sections précédentes du présent chapitre, tendent à amplifier les vulnérabilités associées aux cycles financiers. Aujourd'hui, c'est avant tout parce qu'ils sont plus ouverts aux marchés internationaux de capitaux peu réglementés que bon nombre de pays en développement voient leur dette extérieure augmenter et, partant, s'exposent à des risques élevés d'instabilité macroéconomique. En théorie, l'ouverture aux flux de capitaux peut avoir un effet anticyclique, en permettant aux pays en développement d'emprunter pendant les phases de récession et de rembourser pendant les phases d'expansion. Encore faut-il pour cela que ces flux de capitaux répondent passivement à une demande des pays en développement et qu'ils soient véritablement utilisés à des fins anticycliques. En réalité, ces flux trouvent souvent leur origine dans des « facteurs de répulsion » (« *push factors* ») présents dans les pays développés, tels que les politiques monétaires, la perception du risque et les cycles d'endettement des banques (O'Connell, 2014). De fait, tous les afflux de capitaux dans les pays en développement depuis le milieu des années 1970 ont été la résultante des politiques monétaires expansionnistes menées par les grands pays développés pour atténuer les effets d'une récession économique (Akyüz, 2012). Confrontées à une faible demande de crédit et à des taux d'intérêt

bas sur leurs marchés, les établissements financiers des pays développés ont réorienté une partie de leurs crédits vers des pays en développement ou des pays émergents, dans l'optique d'obtenir de meilleurs rendements (*Rapport sur le commerce et le développement, 2014*). Ces afflux de capitaux ont souvent dépassé les montants que la plupart des pays en développement pouvaient utiliser de manière productive (Haldane, 2011).

Les entrées massives de capitaux dans des économies relativement petites sont donc généralement suivies d'une expansion du crédit intérieur, d'une envolée des prix des actifs et d'appréciations de la monnaie. Elles facilitent également des importations importantes de biens de consommation et de services, qui conduisent à des déficits courants et au surendettement, en particulier du secteur privé. Lorsque le contexte économique et la perception du

risque changent dans les pays développés ou que les pays en développement endettés connaissent des difficultés de remboursement, les mouvements de capitaux peuvent s'inverser brusquement et causer des crises de la dette extérieure. Sous l'effet des fortes dépréciations, la valeur de la dette extérieure libellée en monnaie locale augmente et les agents dont les revenus sont principalement libellés dans cette monnaie et dont le passif extérieur n'est pas compensé par l'actif extérieur deviennent insolvable. Les multiples faillites tant dans le secteur réel que dans le secteur financier poussent généralement les banques centrales à intervenir pour essayer de contenir la crise, notamment par le biais de plans de sauvetage, de programmes de financement d'urgence et de mesures anticycliques. Par voie de conséquence, les crises de la dette extérieure sont souvent aussi des crises budgétaires. Même lorsque les gouvernements n'ont pas eux-mêmes contracté de gros emprunts à l'étranger pendant la phase d'expansion, ils sont souvent obligés de prendre à leur charge des dettes privées irrécouvrables.

Le défaut de paiement de la dette extérieure privée ne pose pas de problème particulier ; tant que cette dette ne pèse pas de manière systémique sur l'ensemble de l'économie, il suffit d'appliquer le droit commercial du pays dans lequel cette dette a été émise pour gérer les défaillances privées. En revanche, les problèmes de dette souveraine présentent des caractéristiques particulières qui exigent l'adoption de dispositions spécifiques en cas de défaut de paiement. Les problèmes systémiques soulevés par les défauts de paiement de la dette souveraine et les enjeux juridiques et économiques qui en découlent, sont examinés dans les sections suivantes du présent chapitre.

2. Une rétrospective des problèmes associés à la dette souveraine⁸

À certains égards, les débiteurs souverains sont plus vulnérables que les débiteurs privés. À la différence des débiteurs privés, les débiteurs souverains ne peuvent se prévaloir des textes de loi régissant les faillites pour restructurer ou retarder

leurs paiements lorsqu'ils sont dans l'incapacité d'assurer le service de leur dette à échéance. À d'autres égards, ils sont moins vulnérables que les débiteurs privés, puisque, en cas de défaut de paiement, la plupart des actifs publics non commerciaux ne peuvent être saisis par les créanciers. En fait, l'essentiel de ces actifs relève de la juridiction souveraine et sont protégés par la législation intérieure. Les actifs qui se trouvent à l'étranger bénéficient des clauses d'immunité de juridiction des États étrangers, qui limitent les types d'actifs

qu'un tribunal étranger est habilité à confisquer. Seuls les actifs liés à des activités commerciales peuvent être saisis, mais pas ceux qui sont liés au rôle intrinsèque d'un État, et c'est le cas des réserves internationales. C'est pourquoi, historiquement, les problèmes de la dette souveraine ont été traités principalement par la voie de renégociations entre les gouvernements débiteurs et leurs créanciers, essentiellement suivant le paradigme du droit privé.

Ainsi, tout au long du dix-neuvième siècle, la restructuration de la dette a été une affaire bilatérale, mettant exclusivement en présence le débiteur et le créancier. La résolution des crises n'était pas toujours rapide ou harmonieuse, mais les parties finissaient par se mettre d'accord dans leur intérêt mutuel. En général, la dévaluation de la monnaie locale n'était pas une option envisageable, puisque les instruments de la dette étaient assortis de clauses-or, qui obligeaient l'État débiteur à effectuer les paiements en or ou l'équivalent. Les créanciers quant à eux se trouvaient en position de faiblesse dans les négociations, car, à l'époque, le principe d'immunité juridictionnelle avait plus de poids qu'aujourd'hui, ce qui privait les

Même lorsque les gouvernements n'ont pas eux-mêmes contracté de gros emprunts à l'étranger pendant la phase d'expansion, ils sont souvent obligés de prendre à leur charge des dettes privées irrécouvrables. Ainsi, les crises de la dette extérieure sont souvent aussi des crises budgétaires

créanciers d'un moyen efficace de coordonner leurs revendications. Même après la création d'entités de protection des créanciers, telles que la Corporation of Foreign Bondholders (au Royaume-Uni) et le Foreign Bondholders' Protective Council, ceux-ci pouvaient rarement compter sur l'appui de leur gouvernement (Eichengreen and Portes, 1986 ; Feldmann, 1991 ; Adamson, 2002). En outre, il leur était quasiment impossible de faire appliquer les décisions judiciaires, puisque les immunités juridictionnelles étaient observées plus strictement qu'aujourd'hui et mettaient en fait les États à l'abri de mesures exécutoires, sinon de poursuites judiciaires. L'arbitrage international était rare, en général, et l'était encore plus pour la dette souveraine, l'intervention militaire et la diplomatie de la canonnière restant l'exception⁹. Le processus de restructuration de la dette suivait donc un paradigme typique du droit privé, caractérisé par des dialogues horizontaux entre des parties relativement égales et ne nécessitant pas l'intervention d'institutions internationales représentant un intérêt public plus large.

La situation changea après la première guerre mondiale, et le débat sur la dette souveraine acquit une nouvelle dynamique, dans un contexte caractérisé par le non-paiement par l'Allemagne de réparations pour dommages de guerre, la propagation des effets de la première guerre mondiale sur l'économie d'autres pays et, d'une manière plus générale, les incidences négatives d'un système monétaire international de plus en plus fragile. Les efforts multilatéraux visant à prévenir les crises de la dette souveraine et à les résoudre là où elles se produisaient ont beaucoup contribué durant toute cette période à faire de la viabilité et de la résolution de la dette une question d'intérêt international et à sensibiliser l'opinion internationale aux enjeux d'intérêt public des négociations sur les dettes souveraines. Les États-Unis jouèrent un rôle pionnier dans l'élaboration de mesures devant permettre le règlement de la dette de l'Allemagne pour réparations des dommages causés pendant la première guerre mondiale, sans risquer l'effondrement économique total et la désintégration politique du pays. Ce furent alors le Plan Dawes de 1924 et son successeur, le Plan Young

de 1929. La Société des Nations s'efforça à son tour de régler le problème des dettes souveraines sur le plan multilatéral. Elle ne disposait pas de fonds pour apporter un soutien financier aux États débiteurs en difficulté, mais pour aider les États endettés à avoir de nouveau accès aux marchés des capitaux, elle suivit de près l'élaboration des dispositions contractuelles concernant les obligations souveraines, conseilla ses États membres sur les réformes économiques et surveilla la mise en œuvre de ses recommandations (Myers, 1945 ; Florez and Decorzant, 2012). Elle créa même un comité chargé des contrats de prêts internationaux, qui étudia méthodiquement les questions relatives aux dettes souveraines entre 1935 et 1939. Dans le même temps, la Cour permanente de justice internationale aida les créanciers français à faire respecter leurs droits contractuels au remboursement en or par le Brésil et la Serbie (Waibel, 2011). Dans l'ensemble, bien que la restructuration des dettes souveraines soit restée un processus consensuel de négociation directe entre les États débiteurs et les comités de créanciers, la nécessité pour les États débiteurs d'avoir de nouveau rapidement accès aux marchés des capitaux semble avoir été largement reconnue, surtout après la Grande dépression et les nombreuses faillites souveraines qu'elle a causées (Lindert and Morton, 1989 ; Feldmann, 1991 ; Reinhart and Rogoff, 2009).

Avec la mise en place du système de Bretton Woods après la deuxième guerre mondiale, on a vu naître un nouvel ordre économique international mieux à même de faire face aux problèmes de la dette souveraine, encore que ceux-ci aient été moins fréquents pendant toute la période où ce système a été en vigueur. Si certains pays, comme le Royaume-Uni et les États-Unis, ont mené une politique de reflation pour faire face à une dette essentiellement intérieure (Grossman 1988)¹⁰, d'autres processus de restructuration ont fait appel au droit international. L'exemple le plus célèbre est l'Accord de Londres de 1953 (voir l'encadré 5.1) relatif à la restructuration de la dette extérieure allemande (tant publique que privée) de l'entre-deux-guerres, qui a fait ressortir l'importance d'un allègement substantiel de la dette, non seulement pour la prospérité économique du pays débiteur et de ses partenaires commerciaux, mais aussi pour la stabilité politique et la paix dans le monde.

Depuis les années 1970, les rapports de force ont changé dans les négociations sur la restructuration de la dette à l'avantage des créanciers.

Encadré 5.1**L'ACCORD DE LONDRES SUR LA DETTE EXTÉRIEURE ALLEMANDE**

L'Accord de Londres entre la République fédérale d'Allemagne (RFA) et ses créanciers d'alors, conclu le 27 février 1953, était un accord d'allègement de dette. Cet accord était indispensable pour la reconstruction de l'économie de la RFA peu après la deuxième guerre mondiale et a été l'un des principaux facteurs de ce qu'il est convenu d'appeler le « miracle économique de l'après-guerre ».

L'accord visait la dette allemande aussi bien d'avant que d'après la deuxième guerre mondiale. Un peu plus de 20 milliards de deutsche mark de cette dette, intérêts compris, étaient des prêts obtenus avant 1939 pour le paiement de réparations après la première guerre mondiale ; le solde, soit un peu plus de 16 milliards de deutsche mark, était constitué de prêts accordés par les États-Unis pour la reconstruction après la deuxième guerre mondiale. Bien que les négociations n'aient été menées qu'avec la RFA, elles portaient sur la totalité de la dette allemande envers les débiteurs occidentaux, dont la RFA avait entièrement hérité après la fin de la deuxième guerre mondiale. En vertu de l'Accord de Londres, la dette de l'Allemagne de l'Ouest a été réduite d'un peu plus de 60 % (intérêts compris) et ramenée à 14,5 milliards de deutsche mark.

L'Accord de Londres doit être vu dans le contexte plus large de la politique générale des États-Unis concernant la reconstruction de l'Europe de l'Ouest après 1945. En octobre 1950 déjà, les alliés occidentaux avaient signé une déclaration sur le problème de la dette allemande, dans laquelle il était dit ceci : « les trois pays sont d'accord que le plan prévoit un règlement adéquat des exigences avec l'Allemagne dont l'effet final ne doit pas déséquilibrer la situation financière de l'économie allemande via des répercussions indésirables ni affecter excessivement les réserves potentielles de devises. Les trois pays sont convaincus que le gouvernement fédéral allemand partage leur position et que la restauration de la solvabilité allemande est assortie d'un règlement adéquat de la dette allemande qui assure à tous les participants une négociation juste en prenant en compte les problèmes économiques de l'Allemagne » (cité dans Toussaint, 2006). Une remise substantielle de la dette de l'Allemagne de l'Ouest figurait en bonne place parmi les priorités des alliés occidentaux désireux d'utiliser la reconstruction d'après-guerre comme moyen d'assurer la stabilité économique et politique future du pays et sa ferme intégration au bloc antisoviétique constitué par les alliés pendant la guerre froide. Au-delà de ces considérations politiques, la logique économique sur laquelle repose cet accord est diamétralement opposée aux conditionnalités d'austérité qui caractérisent aujourd'hui les approches de la restructuration des dettes, comme dans le cas de la Grèce. On le voit clairement dans les mesures et arrangements spécifiques qui figurent dans l'Accord de Londres, en plus de l'annulation d'une partie de la dette :

- *Service de la dette et commerce* : en vertu de l'Accord de Londres, la RFA n'était autorisée à consacrer au service de sa dette que 5 % du total de ses recettes d'exportation par an. C'est beaucoup moins que le pourcentage (8 % à 20 %) de leurs recettes d'exportation que les pays en développement sont autorisés à consacrer au service de leur dette depuis les années 1980. De plus, les paiements au titre du remboursement de la dette étaient liés aux excédents de la balance commerciale ; en d'autres termes, si ce solde était déficitaire, ces paiements pouvaient être reportés et le pays n'avait pas à emprunter de nouveau, ce qui lui évitait d'être pris dans un éventuel cercle vicieux d'endettement. C'était aussi un moyen de faire comprendre aux pays créanciers qu'il était dans leur intérêt d'augmenter leur demande d'exportations allemandes.
- *Taux d'intérêt et monnaies de paiement* : les taux d'intérêt sur la dette allemande se situaient entre 0 % et 3 % et étaient donc beaucoup plus bas que les taux moyens sur la dette actuelle des pays en développement. Fait important, la dette pouvait être remboursée en deutsche mark, plutôt que dans la monnaie des pays des créanciers, si bien que le pays n'avait pas besoin d'utiliser ses recettes d'exportation en devises pour rembourser sa dette.
- *Globalité de la restructuration de la dette* : l'Accord de Londres a réuni à la même table la grande majorité des créanciers de la RFA, publics et privés, ce qui a assuré un traitement égal de tous les créanciers ainsi qu'une prise de décisions rapide débouchant sur un plan de remboursement de la dette, qui était clair, global et axé sur le long terme. Les créanciers privés n'avaient pas la moindre possibilité de refuser de se rallier à l'accord dans l'idée de spéculer sur la dette allemande et d'obliger le pays à s'engager dans un long processus de renégociation et de poursuites judiciaires.

Encadré 5.1 (suite)

- *Option de renégociation* : l'Accord de Londres laissait explicitement à la RFA la faculté de suspendre le service de sa dette et de chercher à en renégocier les conditions et modalités si la situation du pays venait à changer de manière substantielle.

Il est clair que l'Accord de Londres obéissait à une logique économique selon laquelle il était essentiel de préserver et de promouvoir le futur potentiel de croissance de l'économie du pays débiteur pour lui permettre d'assurer le service de sa dette. Des politiques économiques expansionnistes, activement soutenues par les créanciers, étaient indispensables pour assurer le remboursement de la dette. Compte tenu du succès remarquable de la reconstruction de la RFA après la guerre, on est en droit de penser que l'Accord de Londres est un modèle constructif pour les créanciers d'aujourd'hui, tant privés que publics.

Depuis le milieu des années 1950, le Club de Paris permet aux pays en développement ou en transition nécessitant une restructuration de leur dette bilatérale publique de mener des négociations raisonnablement globales (Cosio-Pascal, 2008). Toutefois, au fil de nombreuses années, il est apparu que les restructurations négociées dans le cadre de cette institution semblaient accorder la priorité au remboursement des créanciers plutôt qu'à l'allègement des dettes (Eskridge, 1985).

Ainsi, d'une manière générale, le paradigme du droit privé dominait encore, même si l'intérêt porté à la viabilité de la dette à travers le monde était plus perceptible qu'au début du siècle. À cet égard, on assista à une modification des rapports de force entre les débiteurs et les créanciers en faveur de ces derniers. Des lois, telles que la Foreign Sovereign Immunities Act de 1976 aux États-Unis, la State Immunity Act de 1978 au Royaume-Uni et d'autres lois similaires adoptées par la plupart des pays d'Europe occidentale, mirent fin au principe de l'immunité de juridiction absolue des États étrangers. Ainsi, le gouvernement d'un État dont les activités étaient jugées « commerciales » plutôt que relevant intrinsèquement de la qualité de cet État ne pouvait plus invoquer l'immunité souveraine et pouvait être poursuivi en justice dans des tribunaux étrangers¹¹. Ces changements prirent toute leur importance lorsque les crises de dette souveraine refirent leur apparition au début des années 1980, alors qu'il n'y en avait pas eu pendant près de trente ans (Reinhart and Rogoff, 2009).

3. L'émergence d'un système morcelé de résolution des crises de dettes extérieures souveraines

Le plan Brady adopté en 1989 part de l'idée que pour être viable toute solution au problème de l'encours de la dette des pays en développement doit passer par une restructuration et un allègement de la dette. Pour cela il a engagé un processus de désintermédiation dans lequel les prêts bancaires ont été remplacés par des emprunts directs sur les marchés financiers afin de financer la dette extérieure au moyen d'obligations.

À la fin des années 1980, un regain d'inquiétude pour la viabilité de la dette a poussé le Club de Paris (voir plus loin) à accorder un traitement spécial aux pays pauvres endettés auprès de créanciers publics. En vertu des « termes de Toronto » adoptés en 1988, une réduction de dette représentant 33 % des crédits hors ADP a été accordée pour la première fois aux pays pauvres. Le niveau d'annulation de la dette a été ensuite augmenté dans les « termes de Londres » en 1991 (50 %), les « termes de Naples » en 1994 (67 %) et les « termes de Cologne » en 1999 (90 %)¹². En 2003, dans l'« approche d'Évian », le Club de Paris a élargi la possibilité d'alléger la dette aux pays en développement autres que les pays pauvres très endettés (PPTE) au cas par cas (Club de Paris, 2015).

En outre, en ce qui concerne la dette publique multilatérale des pays pauvres, en 1996, le FMI et la Banque mondiale ont lancé l'Initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), initiative qui fut renforcée en 1999. Cette initiative offrait aux pays

pauvres ayant un fardeau de la dette très important un allègement de leur dette multilatérale et des prêts concessionnels. De plus, le FMI politique a libéralisé progressivement ses pratiques, en adoptant une « politique de prêts aux pays en situation d'arriérés » en faveur des États en retard dans leurs paiements à des créanciers privés, pour autant qu'ils aient engagé des négociations de bonne foi avec ces créanciers. Des instruments spécifiques ont ainsi été adoptés progressivement pour traiter le surendettement des États vis-à-vis des créanciers bilatéraux ou multilatéraux dans le cadre de négociations ponctuelles entre les contreparties officielles.

Le système de restructuration de la dette extérieure souveraine en vigueur est morcelé et s'appuie sur différents dispositifs selon la catégorie de dette concernée.

Par contre, les crises qui se sont succédées dans les pays émergents, à commencer par le Mexique en 1994, ont fait l'objet de réponses classiques de la part de ces mêmes institutions. Leurs nouveaux prêts ont été assortis de conditions exigeant des pays bénéficiaires qu'ils s'engagent à suivre une politique d'austérité, adoptent des politiques macroéconomiques « appropriées » et procèdent à des réformes structurelles. Ces crédits officiels ayant surtout servi à empêcher un défaut de paiement aux créanciers privés, ils n'ont pas remédié au ralentissement économique des pays concernés, pas plus qu'ils n'ont diminué le fardeau de leur dette ; ils semblaient plutôt destinés à venir en aide aux créanciers. Le coût de ces politiques était élevé, car elles freinaient la production et réduisaient de beaucoup la marge d'action des pays, d'où un mécontentement généralisé à l'égard des mécanismes de résolution de la dette souveraine, qui a amené le FMI à proposer la création d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS) contractée auprès d'investisseurs privés. Cette initiative a été rejetée non seulement par les créanciers privés, mais aussi par les gouvernements des États-Unis et de quelques pays émergents et s'est soldée par un échec. Par conséquent, la résolution de la dette extérieure privée a continué de relever de la compétence des tribunaux de commerce et de faire l'objet de négociations directes entre débiteurs et créanciers.

Cette évolution a débouché sur un système de restructuration de la dette extérieure souveraine qui

est morcelé et s'appuie, en cas de difficultés, sur différentes procédures, selon la catégorie de dette concernée (dette bilatérale et multilatérale, prêts bancaires et obligations extérieures) (CNUCED, 2015). Le Club de Paris est la principale enceinte de négociation pour la restructuration de la *dette bilatérale publique* de ses membres. Ce groupe se compose de 19 pays développés, qui sont les principaux créanciers publics des pays en développement. Les négociations, qui portent sur la dette à moyen et long termes, y compris les crédits à l'exportation sur plus d'une année, ont généralement lieu après que le gouvernement débiteur a conclu un accord de prêt avec le FMI et a accepté les conditionnalités

associées, bien qu'il y ait eu quelques exceptions récemment à cet égard. Les négociations font l'objet d'un « procès-verbal agréé » dans lequel sont consignés les conditions et modalités générales de la restructuration de la dette. Des accords bilatéraux sont ensuite conclus avec chacun des gouvernements concernés. Ces accords peuvent présenter certaines différences, pour autant qu'ils soient conformes à l'orientation générale. Le Club de Paris a voulu mettre en place un cadre pour la restructuration de la dette qui repose sur le principe du « traitement comparable », en vertu duquel le gouvernement débiteur s'engage à rechercher un traitement similaire auprès d'autres créanciers publics non membres du Club de Paris et auprès des créanciers étrangers privés¹³. La dette intérieure et la dette multilatérale ne sont pas visées par cette exigence.

Les institutions multilatérales jouent un rôle essentiel dans le règlement des problèmes de dette souveraine, même si les *dettes multilatérales* sont généralement exemptées de restructurations et d'allègements. La contribution du FMI, de la Banque mondiale et des banques multilatérales de développement consiste habituellement à apporter aux pays une aide financière exceptionnelle lorsque le financement privé volontaire est tari ou qu'il s'interrompt. En contrepartie, ces institutions ont bénéficié du statut de créanciers privilégiés. Elles ont souvent subordonné leur financement à l'application de mesures rigoureuses de grande ampleur, qui étaient destinées à l'origine à s'assurer que les pays seraient en mesure de corriger leurs

déséquilibres et de rembourser leurs emprunts¹⁴. C'est pourquoi la conclusion d'un accord de prêt avec ces institutions, en particulier avec le FMI, est généralement une condition préalable aux négociations de restructuration ou d'allègement avec les autres créanciers, car la conditionnalité a été interprétée comme un engagement du pays débiteur à s'attaquer aux causes de ses problèmes de dette.

La principale exception à la règle selon laquelle la dette multilatérale ne peut être ni restructurée ni faire l'objet d'une décote est la dette multilatérale des pays pauvres, principalement dans le cadre de l'Initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), lancée en 1996, renforcée en 1999 et approfondie en 2005 par l'Initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM). Le but initial de l'Initiative en faveur des PPTE était d'éviter aux pays les plus pauvres les rééchelonnements répétés. Elle a été conçue pour coordonner l'action des créanciers en assurant une participation étendue et équitable, surtout des créanciers publics des institutions multilatérales et du Club de Paris, ainsi que des créanciers publics bilatéraux et des prêteurs commerciaux n'appartenant pas au Club de Paris¹⁵. Par la suite, le dispositif d'allègement a été utilisé encore et encore sous différentes formes liées à la performance économique des pays. En outre, une approche plus systématique de l'évaluation de la viabilité de la dette a été mise au point, consistant à comparer les indicateurs d'endettement à des seuils indicatifs établis sur la base de données historiques et incluant un facteur d'ajustement pour les chocs exogènes. Malgré les efforts faits pour affiner cette méthodologie d'évaluation, on lui reproche toujours de manquer de transparence quant aux critères permettant de déterminer ce qui constitue une « bonne » ou une « mauvaise » politique et aux dispositifs institutionnels ; elle est aussi critiquée parce qu'elle ne permet toujours pas de faire vraiment la différence entre l'aspect « liquidités » et l'aspect « solvabilité » des crises d'endettement imminentes (Ocampo *et al.*, 2007).

La restructuration de la dette souscrite auprès de créanciers publics suit donc une procédure préétablie qui laisse peu de place à la négociation, à la différence du traitement

appliqué à la dette souveraine contractée auprès de créanciers privés, qui est composée d'emprunts bancaires et d'emprunts obligataires extérieurs. Les *emprunts bancaires* sont négociés dans le cadre du Club de Londres, un groupe informel de banques commerciales internationales créé en 1976. Lorsqu'un débiteur souverain demande la restructuration de sa dette, un comité consultatif de banquiers, dirigé par une banque chef de file, est créé dans le cadre du processus du Club de Londres avec pour tâche principale de coordonner la position de négociation des créanciers. Ce comité consultatif commence par conclure un accord avec le gouvernement endetté et s'efforce de convaincre tous les créanciers bancaires (même ceux qui ne sont pas membres du comité) d'y souscrire. Comme le Club de Londres n'émet pas de résolutions contraignantes et n'a pas de procédure de vote établie, de longues négociations sont parfois nécessaires pour parvenir à un accord, et le problème des « passagers clandestins » est récurrent. Si cette procédure de négociation autorise une grande flexibilité, typique du droit privé, elle n'est pas sans rappeler à certains égards les négociations des dettes publiques bilatérales et multilatérales. Par exemple, un État qui cherche à restructurer sa dette dans le cadre du Club de Londres doit avoir conclu au préalable un accord de prêt avec le FMI, lequel, en retour, subordonne généralement la conclusion d'un tel accord à l'apurement des arriérés de paiement au titre de la dette privée. S'agissant des accords négociés dans le cadre du Club de Paris, les banques commerciales sont normalement priées d'accorder au débiteur souverain un « traitement comparable » (c'est-à-dire un allègement de la dette) à celui

offert par les créanciers publics. Cette dernière approche a été critiquée à maintes reprises pour son manque de transparence quant à la méthode utilisée pour évaluer la comparabilité de traitement et parce qu'elle n'a pas force exécutoire (CNUCED, 2015).

Le fait que, depuis une vingtaine d'années, les prêts bancaires syndiqués soient dans une grande mesure remplacés par des *obligations extérieures* a sensiblement compliqué les

opérations de restructuration de la dette. Il arrive en effet que des milliers de porteurs d'obligations aux intérêts divers soient soumis à des règlements

Le passage des prêts bancaires syndiqués aux emprunts sur les marchés obligataires internationaux auquel on assiste depuis une vingtaine d'années a sensiblement compliqué les opérations de restructuration de la dette.

divergents, et que les différentes séries d'obligations soient émises dans des juridictions distinctes. En règle générale, des négociations informelles sont menées au sein de comités où sont représentés différents groupes de porteurs d'obligations¹⁶. Dans le cadre de ces négociations, le pays débiteur propose généralement d'échanger les créances contre de nouveaux titres de dette après application d'une décote ; ces nouveaux titres sont habituellement assortis d'une échéance plus longue et/ou de taux d'intérêt plus bas. D'autres caractéristiques essentielles des titres de créances initiaux peuvent aussi être modifiées : les nouvelles obligations peuvent être libellées dans une autre monnaie, relever d'une autre juridiction et comporter de nouvelles clauses, comme une clause d'action collective (CAC). Les porteurs d'obligations votent pour indiquer s'ils acceptent ou non l'échange de titres. Dans le cas où l'obligation initiale contenait une CAC, une décision prise à la majorité qualifiée peut être contraignante pour tous les porteurs d'obligations. Dans le cas contraire ou si la majorité requise n'est pas atteinte, les créanciers qui ont refusé l'échange (créanciers récalcitrants) ont la possibilité de réclamer de meilleures conditions ou même un remboursement au pair de leurs titres de dette en engageant des poursuites judiciaires.

Les débiteurs peuvent essayer de faire accepter leur proposition par un plus grand nombre de participants en proposant un « accord de sortie ». C'est un accord en vertu duquel les porteurs d'obligations qui acceptent l'échange sont invités à voter pour la modification des termes de non remboursement

des anciens titres de créance pour les rendre moins liquides et moins attrayants pour les créanciers récalcitrants. Ils peuvent aussi fixer des seuils minimums de participation, ce qui signifie que leur offre de restructuration ne serait acceptée que si un nombre minimum de porteurs d'obligations l'acceptent. Dans ce cas, les créanciers qui souhaitent la fin du moratoire pour commencer à être remboursés peuvent chercher à convaincre d'autres créanciers d'accepter la transaction. Toutefois, de nombreux porteurs d'obligations peuvent également préférer vendre leurs obligations au rabais sur le marché secondaire plutôt que d'attendre la fin du processus

de négociation. On constate que les porteurs d'obligation traditionnels sont de plus en plus remplacés par des investisseurs spécialisés dont l'intérêt n'est pas d'arriver à un règlement, mais plutôt de se faire rembourser la totalité de leurs créances par voie judiciaire (c'est le cas notamment des « fonds vautours »). Comme on le verra plus loin, c'est devenu le défi le plus difficile pour la restructuration des dettes.

4. Une approche inefficace et asymétrique du règlement du problème de la dette

a) Trop peu, trop tard

Pour assurer une gestion ordonnée du problème de la dette, il est essentiel de poser un diagnostic précoce afin de déterminer, entre autres, si un pays est confronté à une crise de liquidités ou de solvabilité. Le système morcelé actuellement en vigueur s'est avéré inefficace à cet égard et a eu tendance à retarder

les mesures rapides et globales qui s'imposaient d'urgence pour éviter que les crises de la dette ne deviennent incontrôlables.

Il semble qu'aujourd'hui rien dans le système en vigueur n'incite les États débiteurs et les créanciers à reconnaître une situation de surendettement et à y répondre rapidement par des mesures de grande ampleur (Buchheit *et al.*, 2013). Pour les États, l'une des principales

crainces est que la déclaration d'un moratoire sur la dette ait un effet autoréalisateur et déclenche une crise économique. De plus, l'annonce prématurée d'un défaut de paiement risque d'être interprétée par les créanciers comme une stratégie consistant à déclarer une défaillance (évitable) afin d'obtenir une réduction des coûts du service de la dette. Il se peut aussi que les États souhaitent protéger leur réputation c'est-à-dire leur accès au crédit, car une telle stratégie pourrait s'avérer plus coûteuse que profitable. Par conséquent, il est possible qu'ils retardent un défaut de paiement nécessaire jusqu'à ce qu'il devienne « inévitable », pour ne pas faire douter de leur bonne

Le système morcelé actuellement en vigueur a eu tendance à retarder les mesures rapides et globales qui s'imposaient d'urgence pour éviter que les crises de la dette ne deviennent incontrôlables.

foi et de leur volonté de payer. Enfin, il n'est pas rare que les États ne soient pas pleinement conscients de la montée des risques et ne réagissent que lorsque la crise a déjà commencé.

Les créanciers n'ont pas davantage intérêt à ce qu'une crise de solvabilité – par opposition à une simple crise de liquidités – soit reconnue assez tôt car s'il y a insolvabilité, aucun créancier ne peut espérer recouvrer la totalité de sa créance (sauf, et dans une certaine mesure seulement, s'il s'agit d'institutions multilatérales jouissant du statut de créancier privilégié). C'est pourquoi, en

général, les créanciers privés commencent par minimiser la gravité des problèmes de dette. Il arrive que leur position soit avalisée officiellement par un diagnostic initial du FMI, qui accepte alors de fournir un soutien d'urgence (comme cela s'est produit dans toutes les grandes crises depuis les années 1980) en prédisant une reprise rapide si des politiques d'ajustement sont mises en œuvre. Ces prédictions s'avèrent, en général, trop optimistes (FMI, 2003b ; *Rapport sur le commerce et le développement 2011*, chap. III), mais elles auront déjà servi à valider l'hypothèse du « problème de liquidités ». La conséquence est que les États débiteurs reçoivent des crédits de sources publiques, alors que les créanciers privés rechignent à renouveler des lignes de crédit et optent pour un remboursement immédiat. Il se produit alors un phénomène dit de la « porte tournante » : des crédits publics sont affectés au remboursement des créanciers privés, plutôt qu'à la relance de l'économie réelle et de la croissance. C'est précisément pour éviter une utilisation aussi inefficace des financements exceptionnels que

les Statuts du FMI disposent que : « Aucun État membre ne peut faire usage des ressources générales du Fonds pour faire face à des sorties de capitaux importantes ou prolongées, ... » (art. VI). Depuis les années 1980, il a été plusieurs fois fait abstraction de cette règle dans la gestion des crises de la dette souveraine.

b) *Un cadre de règlement de la dette souveraine asymétrique et procyclique*

À la différence des entreprises privées, les États endettés ne peuvent se déclarer en faillite. En fin de compte, les opérations de règlement de la dette doivent se focaliser sur la capacité des pays débiteurs à se relever aussi rapidement que possible et sur la réduction autant que possible des coûts de l'ajustement économique, politique et social. Il faut pour cela disposer d'un cadre international qui permette aux pays débiteurs d'appliquer les politiques

anticycliques nécessaires pour pouvoir reprendre le service de leur dette en augmentant l'investissement, la production et les exportations plutôt qu'en réduisant les importations. La politique intérieure devrait également rendre possible une réduction de la dette souveraine en augmentant les recettes publiques et non en réduisant la dépense.

À cet égard, le système monétaire et financier international actuel est défaillant, car il tend à freiner la croissance. La preuve en est que dans les accords de confirmation, les crédits ordinaires accordés par le FMI s'accompagnent généralement de l'obligation pour le pays emprunteur d'appliquer des mesures d'austérité budgétaire et monétaire, conformément à l'approche dite d'absorption. Cette approche repose sur l'idée que les déficits

du compte des transactions courantes et la dette extérieure qui en résulte, sont dus au fait que le niveau d'absorption (c'est-à-dire la consommation et l'investissement intérieurs) est supérieur à la production totale (Mussa and Savastano, 1999).

Les programmes de prêts ultérieurs du FMI ont imposé une nouvelle forme de conditionnalité exigeant des réformes structurelles, en plus des ajustements macroéconomiques habituels. Ces programmes, sous leurs différentes formes, ont continué de privilégier les mesures restrictives ainsi que les politiques de libéralisation et de privatisation de grande portée

Les crises de solvabilité ayant été traitées comme des crises de liquidités, des crédits officiels ont été affectés au remboursement des créanciers privés, plutôt qu'à la relance de l'économie réelle et de la croissance.

Les processus de résolution de la dette devraient mettre l'accent sur la reprise économique et la réduction au minimum des coûts de l'ajustement...

signifiant un retrait général de l'intervention de l'État dans les domaines économique et financier. Outre l'ajustement macroéconomique et les réformes structurelles, un troisième volet fondamental a été ajouté aux programmes appuyés par le FMI – assurer un flux soutenable de financements extérieurs. Par conséquent, la plupart de ces programmes comportaient également pour les pays bénéficiaires l'obligation de continuer d'assurer le service de leur dette publique et d'éliminer tous les arriérés accumulés avant l'approbation du programme. Ainsi, plutôt que d'inclure les créanciers privés dans un processus de restructuration, le FMI a ajouté à ses conditions habituelles, l'obligation d'assurer le service de la dette privée.

Ces conditions, loin de contribuer à la viabilité de la dette en favorisant la croissance, ont sans doute été contre-productives dans la plupart des cas. Le FMI a peu à peu reconnu que cette politique était erronée en temps de crise et estime aujourd'hui que l'austérité budgétaire en période de récession est plus coûteuse qu'on ne l'avait pensé initialement, parce que les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés, que l'hypothèse d'un équilibrage demande publique-demande privée est discutable et que la réduction des dépenses publiques n'est pas automatiquement compensée par une hausse de la demande privée (FMI, 2012). Le FMI a aussi reconnu que ses conditionnalités et la lourdeur de sa procédure d'octroi de crédits ne permettaient pas de prévenir ou de résoudre les crises de la dette extérieure causées par les fluctuations du compte de capital. Voilà pourquoi il a créé de nouvelles lignes de crédit assorties de conditions moins strictes et destinées à être utilisées comme « ligne de défense préventive » par les membres exposés à d'éventuels effets de contagion (IMF, 1997 et 2004 ; Ocampo, 2015)¹⁷. Toutefois, jusqu'à présent, ses nouvelles lignes de crédit ont été peu utilisées¹⁸ et ne répondent pas aux besoins des pays les plus vulnérables, notamment de ceux qui traversent une crise de la dette extérieure (*Rapport sur le commerce et le développement 2001*).

c) La multiplication des procédures judiciaires engagées par des créanciers non coopératifs

On s'attendait généralement à ce que l'essor rapide du financement obligataire sur le marché de la dette extérieure après le plan Brady stabilise

la dette extérieure grâce à la discipline du marché et aux garanties juridiques suffisantes apportées aux créanciers. Par exemple, les dispositions d'application des contrats obligataires comportent une clause de renonciation à l'immunité souveraine. Comme il a été indiqué précédemment (voir la sous-section D.2), dans certaines juridictions,

... Toutefois, ces mécanismes se caractérisent par un effet de freinage en raison des conditions dont sont assortis les programmes de prêts du FMI et d'autres prêteurs publics.

les États débiteurs ne peuvent plus invoquer l'immunité souveraine dans le cas d'activités réputées commerciales. En outre, en 2004, la Législature de New York a ouvert une nouvelle brèche en faveur des « fonds vautours » en restreignant de beaucoup le champ d'application du principe de « champerty », qui interdit l'achat de dettes dans le seul but de les recouvrer à l'avenir par voie judiciaire¹⁹.

Avec le renforcement des droits des créanciers, les fonds vautours ont prospéré. Leur stratégie consiste à racheter à bas prix des obligations de pays en défaut de paiement, puis à poursuivre très activement en justice les gouvernements de ces pays pour obtenir le remboursement au pair de leurs titres de dette, majoré des intérêts, des arriérés et des frais de procédure, ce qui leur permet d'enregistrer des gains de l'ordre de 300 % à 2 000 %²⁰. Selon Schumacher *et al.* (2014), cette pratique de plus en plus répandue a touché près de 50 % des restructurations en 2010, contre 5 % dans les années 1980, et le montant total du principal en litige a atteint 3 milliards de dollars en 2010. Entre 1976 et 2010, environ 120 procès ont été intentés par des créanciers commerciaux (contre 26 gouvernements en défaut de paiement) aux États-Unis et au Royaume-Uni, les deux pays dans lesquels ont lieu la majorité des émissions d'obligations. Cette tendance s'est maintenue depuis et des procès ont été notamment intentés contre l'Équateur²¹ et la Grèce²².

Les procédures engagées par les créanciers récalcitrants ont eu un effet particulièrement préjudiciable dans le contexte des efforts multilatéraux déployés pour alléger la dette des pays pauvres très endettés²³. Concrètement, elles ont sensiblement réduit la marge d'action budgétaire déjà limitée ménagée par les mesures d'allègement de la dette mises en place pour réduire la pauvreté et favoriser le développement économique des pays concernés. Depuis 1999, au moins 18 pays pauvres très endettés ont été menacés de poursuites ou poursuivis par ces créanciers commerciaux, dans le cadre de procès dont le nombre a été estimé à cinquante²⁴. Par exemple, dans une action intentée contre la Zambie, Donegal International, un fonds vautour basé dans les Îles Vierges britanniques, après avoir acheté des instruments de dette se chiffrant à 3,28 millions de dollars, a attaqué le débiteur en justice en réclamant le remboursement au pair, soit 55 millions de dollars. Dans son arrêt, faisant état d'une forte désapprobation politique et morale, la Haute cour de justice d'Angleterre et du Pays de Galles a décidé que le gouvernement devait payer au fonds vautour 15,4 millions de dollars, représentant 65 % des économies réalisées par la Zambie suite à l'allègement de sa dette dans le cadre de l'Initiative d'allègement de la dette multilatérale en 2006²⁵. C'est ce qui a poussé le Royaume-Uni à légiférer pour empêcher les créanciers récalcitrants de réclamer en justice aux pays pauvres très endettés un remboursement supérieur à la somme qu'ils auraient reçus s'ils avaient accepté les termes de la restructuration²⁶.

Les actions intentées par les fonds vautours mettent en évidence le conflit qui existe entre une stricte interprétation du paradigme du droit privé, selon lequel il faut faire respecter les contrats à tout prix, et la logique du droit public, qui suppose la prise en compte des conséquences économiques et sociales plus étendues des poursuites judiciaires. En règle générale, les tribunaux ont statué en faveur des créanciers récalcitrants, sans faire cas de la viabilité de la dette souveraine et au détriment des intérêts non seulement du pays débiteur, mais aussi

des porteurs d'obligations disposés à parvenir à un accord viable. Le principal argument avancé est qu'il ne faut pas permettre à la majorité des créanciers coopératifs de modifier les termes financiers des contrats des autres créanciers, si cette possibilité n'est envisagée dans aucune clause du contrat. Aux États-Unis, les tribunaux ont toujours fondé

Les procédures engagées par les créanciers récalcitrants et des décisions de justice émises récemment interdisant à certains gouvernements de rembourser leurs créanciers restructurés vont rendre la restructuration de la dette encore plus compliquée qu'elle ne l'est déjà. ...

leurs décisions sur la primauté du principe d'« intangibilité des contrats » lorsque les contrats ne contenaient aucune clause prévoyant le vote à la majorité, si bien que les accords de restructuration doivent être adoptés à l'unanimité des créanciers pour être juridiquement contraignants pour chacun des créanciers²⁷. L'argument de l'état de nécessité invoqué par certains États débiteurs a été rejeté dans la majorité des cas par les tribunaux du monde entier, qu'il

s'agisse de tribunaux nationaux ou de tribunaux d'arbitrage intervenant dans le cadre d'un mécanisme de règlement des différends entre les investisseurs et l'État²⁸.

Dans de rares cas, les tribunaux ont tenu compte de considérations liées à la viabilité de la dette. Dans quelques cas de restructuration pouvant avoir des répercussions mondiales, les tribunaux des États-Unis ont reconnu qu'il peut être légitime de restructurer une dette dans l'intérêt de la stabilité financière²⁹. Dans d'autres juridictions, les tribunaux ont plus largement reconnu le principe de la viabilité de la dette en accordant l'immunité à l'égard de la répudiation de la dette afin de sauvegarder les droits de l'homme fondamentaux des citoyens des États débiteurs³⁰. Toutefois, ces affaires n'ont pas eu des répercussions très étendues et ont été récemment éclipsés par le jugement célèbre rendu dans l'affaire *NML Capital, Ltd. et al. c. République d'Argentine*, qui a largement fait droit aux revendications des créanciers récalcitrants.

Cette affaire met en lumière deux facteurs qui encouragent les poursuites judiciaires par les créanciers récalcitrants et menacent la viabilité de la dette. Le premier est le phénomène dit de « la recherche de la juridiction la plus avantageuse », à savoir que ces créanciers comparent les juridictions

à la recherche des juges qui pourraient être le plus favorables à leur cause. Ainsi, les créanciers de l'Argentine ont trouvé des juges acquis à leur cause non seulement aux États-Unis, mais aussi à la cour constitutionnelle allemande³¹ et à la Cour suprême du Royaume-Uni³², ainsi qu'au Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements (CIRDI)³³ et au Ghana³⁴. Le deuxième facteur a été que l'interprétation très large généralement donnée de la clause *pari passu* dans les contrats de dette souveraine n'a pas été respectée. Dans l'interprétation classique, cette clause a pour but d'assurer qu'aucun ordre de priorité ne soit établi entre les créanciers chirographaires (Buchheit and Pam, 2004). Or, dans l'affaire *NML Capital, Ltd. et al. c. République d'Argentine*, le juge, se fondant sur une affaire précédente jugée en Belgique³⁵, a adopté une toute autre interprétation de la clause *pari passu*, selon laquelle l'Argentine avait l'obligation de rembourser NML dans les mêmes proportions et en même temps que ses créanciers restructurés³⁶. Concrètement, les injonctions du tribunal de district ont interdit à tous les intermédiaires financiers de collaborer avec l'Argentine pour rembourser les créanciers restructurés à moins qu'il ne soit notifié à ces derniers que les créanciers récalcitrants avaient été remboursés dans les mêmes proportions.

Cette décision judiciaire menace la viabilité de la dette pour au moins trois raisons. Premièrement, elle rend la restructuration de la dette encore plus compliquée qu'elle ne l'est déjà, car elle donne aux créanciers une nouvelle raison de refuser les restructurations, puisqu'elle leur offre un moyen de pression additionnel pour obtenir un remboursement intégral. Par ailleurs, ceux qui acceptent une restructuration ne peuvent plus être assurés d'être remboursés dans la pratique. Deuxièmement, les nombreux intermédiaires financiers concernés par cette affaire viennent de plusieurs pays, ce qui donne au jugement une portée potentiellement universelle. Troisièmement, en exigeant du pays débiteur qu'il rembourse tous les créanciers dans les mêmes proportions, cette décision se focalise exclusivement sur les droits des créanciers, au mépris des incidences socioéconomiques plus larges, au point de risquer de

provoquer un défaut de paiement de l'Argentine ou, du moins, de compromettre gravement son accès à des financements extérieurs, donc ses perspectives de croissance.

Après l'Argentine, ce fut au tour de la Grèce d'affronter des créanciers récalcitrants venus compliquer les récentes restructurations de sa dette. Normalement, ces créanciers ne peuvent engager des poursuites judiciaires que lorsqu'il s'agit d'instruments de dette émis selon un droit étranger et ne pouvant être modifiés unilatéralement par l'État débiteur. En 2012, sous les auspices du Fonds européen de stabilité financière, la Grèce a restructuré 206 milliards de dollars de dette en offrant aux porteurs d'obligations de nouvelles obligations avec une décote de 75 %, des taux d'intérêt plus bas et des échéances plus longues. Les nouvelles obligations ont été acceptées par 97 % des créanciers. En outre, une loi a également permis d'assortir *ex-post* les obligations régies par le droit grec d'une CAC pour faciliter la restructuration du portefeuille de la dette. Peu avant l'application de la décote, des fonds voutours

ont acheté des obligations grecques émises selon le droit britannique, empêchant la Grèce de recourir à la CAC. Un mois après l'application de la décote, le gouvernement grec a décidé de payer 435 millions d'euros aux investisseurs qui avaient refusé de participer à la restructuration. En juin et juillet 2013, le gouvernement grec a payé 790 millions d'euros et 540 millions d'euros aux créanciers récalcitrants,

soit deux versements additionnels supérieurs aux précédents.

d) *La place des engagements hors bilan dans la restructuration de la dette souveraine*

Enfin, il y a lieu de mentionner brièvement un sujet qui inquiète de plus en plus, à savoir le problème des engagements hors bilan des États et leur traitement dans le cadre des opérations de restructuration de la dette (voir Buchheit and Gulati, 2013). Ces engagements correspondent le plus souvent à des garanties d'emprunt fournies par des

... Ce type de décision trahit un mépris flagrant pour la souveraineté du débiteur, pour les intérêts des tiers et pour les incidences socioéconomiques qu'elle peut avoir sur l'économie du débiteur.

tiers, soit de manière explicite en vertu d'un accord formel, soit implicitement par le biais de dispositifs informels ou semi-formels dont le but est d'aviser le créancier que le débiteur souverain est au courant de la transaction et l'approuve. Une autre forme d'engagement hors bilan, qui est encore moins formellement reconnue, résulte du rôle de prêteur de dernier ressort du souverain durant des crises de la dette. Comme il a été indiqué précédemment, compte tenu des caractéristiques des crises de la dette survenues récemment dans les pays en développement, lorsque ces crises commencent dans le secteur privé d'une économie, la probabilité qu'une partie au moins de la dette détenue par le secteur privé soit, en fait, « nationalisée » est relativement élevée.

Les garanties d'emprunt fournies par des tiers sont exclues du bilan de l'État presque par définition puisqu'elles dépendent de la capacité du débiteur principal de servir sa dette. Dans le même temps, cette pratique permet d'abaisser le taux de

la dette publique, facilitant l'accès de l'État aux marchés pour ses emprunts futurs, surtout lorsqu'il est déjà fortement endetté, du moins aux yeux des intervenants sur le marché. À première vue, il semblerait que depuis la crise financière mondiale de 2008-2009, ces engagements souverains hors bilan aient beaucoup augmenté, surtout en Europe occidentale (Buchheit *et al.*, 2013).

La manière d'intégrer ces engagements hors bilan de plus en plus importants à la restructuration de la dette souveraine est aujourd'hui loin d'être claire, d'autant plus qu'il n'existe quasiment aucun précédent en la matière. S'il est vrai que le fait que ce phénomène soit nouveau et ne fasse encore l'objet d'aucune mesure spécifique dans le contexte des restructurations est tout à l'avantage des États souverains, à plus long terme il pourrait s'avérer coûteux d'en méconnaître l'importance, non seulement pour les États souverains, mais aussi pour toutes les parties à un processus de restructuration.

E. Les autres approches de restructuration de la dette³⁷

Depuis la crise financière mondiale, on prend à nouveau conscience de la nécessité de faciliter la restructuration de la dette souveraine. Ces préoccupations ne sont pas nouvelles. Toutefois, avant 2008, la pensée dominante pendant des années était que plus les défaillances souveraines seraient onéreuses, moins il y en aurait (voir Buchheit *et al.*, 2013), c'est-à-dire que toute réduction des coûts associés aux défauts de paiement souverains encouragerait les gouvernements à ne pas payer leurs dettes et à se sur-endetter, aggravant la perception du risque par les créanciers et limitant l'accès au crédit extérieur. Un scénario plus probable, comme on s'est efforcé de le démontrer plus haut, n'est pas tant que les gouvernements arrivent trop facilement à restructurer leurs dettes, mais plutôt qu'ils retardent des restructurations nécessaires.

La présente section contient une analyse des propositions visant actuellement à traiter

plus efficacement les restructurations de dettes souveraines et indique en même temps dans quelle mesure les approches proposées faciliteraient une résolution satisfaisante et globale du problème tout en restant politiquement faisables. Il existe aujourd'hui trois approches des mécanismes de restructuration des dettes souveraines : une approche fondée sur le marché qui préconise d'améliorer les mécanismes existants basés sur le système de contrats en place ; une approche semi-institutionnelle qui prône le recours à des principes juridiques internationaux non contraignants pour éclairer et encadrer le processus de restructuration ; et une approche juridictionnelle qui vise à établir des règles et des procédures internationales contraignantes relatives à la restructuration des dettes souveraines. Cette dernière approche a pour objectif ultime la conclusion d'un traité multilatéral global juridiquement contraignant.

Ces propositions présentent des différences sur plusieurs aspects essentiels de la restructuration de la dette : le type de dette visé ; le degré de coordination et de centralisation des mécanismes de restructuration et le degré d'ouverture et de transparence souhaitable ; la possibilité pour ces mécanismes de restructuration de trancher ou non les cas où un accord volontaire est impossible ; et le degré de cohérence à assurer entre les résultats des opérations de restructuration de la dette.

1. *L'approche contractuelle ou approche fondée sur le marché*

Plusieurs propositions importantes visant à faciliter la restructuration des dettes souveraines cherchent à préserver l'intégrité des approches fondées sur le marché actuellement en vigueur, en précisant et en renforçant leurs fondements juridiques, en particulier en améliorant les CAC (FMI, 2014). D'autres propositions prévoient d'inclure des dispositions visant le paiement conditionnel et clarifiant la clause *pari passu* (égalité de traitement des détenteurs d'obligations), surtout à la lumière du cas de l'Argentine ; ces propositions cherchent également à limiter la participation des créanciers aux restructurations en prévoyant des dispositions relatives aux swaps de défaut de crédit souverain. Les dispositions relatives au paiement conditionnel ne concernent pas directement le mécanisme de restructuration de la dette souveraine proprement dit, mais subordonnent plutôt les paiements futurs des débiteurs souverains à la situation économique observable, en utilisant, par exemple les obligations indexées sur le PIB ou des obligations convertibles contingentes, par exemple.

L'approche fondée sur le marché a pour principal avantage que la restructuration de la dette demeure volontaire et consensuelle, du moins potentiellement. La réforme peut aussi se faire graduellement, car une application large des propositions peut contribuer à rendre la dette plus viable et à réduire les incertitudes quant aux résultats de sa restructuration,

préparant le terrain pour la poursuite de réformes plus ambitieuses.

Ceci étant dit, dans le cas des CAC cette approche comporte de graves lacunes. Comme l'exemple de la Grèce l'a montré, les clauses classiques, qui portent sur des séries uniques et exigent la majorité qualifiée des porteurs pour chaque série, peuvent aisément être neutralisées par des créanciers récalcitrants qui détiennent une minorité de blocage. Les CAC dites « d'agrégation », qui prévoient une double majorité qualifiée des porteurs – pour chaque série émise et pour l'ensemble des séries d'obligations visées –, peuvent réduire, mais non pas éliminer, ce risque. Même les meilleures CAC à un seul niveau, qui n'exigent pas de vote série par série, ne peuvent pas garantir que les créanciers récalcitrants ne trouveront pas le moyen de bloquer les décisions. (Galvis and Saad, 2004).

Ces clauses d'action collective exigent la participation de 75 % de toutes les catégories de dette visées. Il pourrait être difficile même pour de très gros investisseurs d'obtenir une minorité de blocage, mais pour que ces clauses fonctionnent (elles n'ont pas encore été suffisamment mises à l'épreuve dans la pratique), il faut que tous les créanciers se voient offrir des conditions identiques aux termes de l'accord de restructuration, indépendamment des conditions régissant leurs anciennes obligations, faute de quoi la restructuration risque fort de se faire au détriment de certaines séries d'obligations. Cependant, cette condition pourrait donner lieu à un discriminatoire des différents créanciers. Des accords de restructuration qui seraient identiques pour tous ne peuvent que désavantager ceux qui bénéficiaient

de meilleures conditions que la majorité avant la restructuration, comme les créanciers détenant des titres assortis d'échéances plus longues. En fin de compte, même les clauses d'action collective de troisième génération à un seul niveau demeurent structurellement insuffisantes (Bohoslavsky and Goldmann, 2015).

L'approche strictement contractuelle focalisée sur les CAC comporte plusieurs autres limitations. En effet, dans certaines juridictions, l'adoption de certaines de ces clauses pourrait nécessiter une modification de la

Les dispositifs fondés sur le marché, tels que les clauses d'action collective, améliorent peut-être la restructuration de la dette, mais ils ne permettent ni d'empêcher les crises ni de les résoudre.

législation afin d'éviter de les soumettre aux critères d'examen des tribunaux. De nombreux régimes juridiques protègent les parties à un contrat contre les clauses standard qui pourraient être utilisées par l'une des parties et porteraient atteinte aux droits de l'autre partie. Il faudra légiférer pour préciser que certaines CAC n'appartiennent pas à cette catégorie. De plus les CAC ne s'appliquent qu'à la dette obligataire et ne servent pas à grand-chose dans le cas d'États débiteurs ayant un encours important de dettes multilatérales, bilatérales ou bancaires, les CAC. Le risque de voir des passagers clandestins profiter d'un manque de coordination entre les différentes catégories de créanciers est une autre source de préoccupation. De plus, les CAC ont une approche restreinte des problèmes de dette souveraine. Elles n'empêchent pas les crises et ne fournissent aucun outil pour les résoudre ni le financement intérimaire nécessaire pendant le processus de restructuration (Krueger and Hagan, 2005). Enfin, elles n'offrent aucune garantie que le résultat des négociations – qui dépendra des rapports de force entre les parties – sera compatible avec une solution durable porteuse de croissance.

Certains principes fondamentaux destinés à servir de guide dans la restructuration de la dette souveraine et le rétablissement de la viabilité de la dette pourraient être incorporés dans les systèmes juridiques internes et appliqués dans le cadre du droit international.

On trouve un exemple des principes en question dans le document de la CNUCED intitulé « Sovereign Debt Workouts : Going Forward – Roadmap and Guide » (Feuille de route et guide de renégociation de la dette souveraine) (CNUCED, 2015).

En règle générale, cette approche fondée sur des dispositions non contraignantes du droit international public consiste à définir certains principes devant servir de guide dans la restructuration des dettes souveraines et aider à répondre aux défis de la viabilité de la dette. Ces principes généraux de droit traduisent habituellement des règles de comportement non écrites ou des pratiques coutumières. Ils devraient être reconnus dans la plupart des systèmes juridiques internes et devraient être applicables dans le cadre du droit international en vigueur. Les principes fondamentaux actuellement à l'étude pour guider les mécanismes de restructuration des dettes souveraines sont les suivants :

2. L'approche basée sur des principes internationalement acceptés

Cette approche a, en principe, pour but de trouver une solution à la restructuration de la dette souveraine qui serait acceptée au niveau international et nécessiterait plus de coordination (voire une centralisation) que l'approche contractuelle fondée sur le marché. À la différence de l'approche juridictionnelle voir ci-après), elle est centrée sur des principes non contraignants ou des orientations empruntés au droit international public. Dans ses résolutions sur la viabilité de la dette extérieure et le développement, l'Assemblée générale a demandé à maintes reprises qu'une approche renforcée de ce type soit examinée, sur la base des cadres et des principes existants, et que les créanciers et les débiteurs soient largement associés au processus³⁸.

- **La souveraineté** – Ce principe établit le droit des gouvernements de définir des politiques et de réglementer leurs affaires intérieures de manière indépendante et de mettre en œuvre ces politiques et réglementations dans l'intérêt général. C'est un principe fondamental de tout système juridique intérieur et des interactions économiques et politiques au niveau international. Les circonstances dans lesquelles des organismes internationaux peuvent adopter des décisions ayant des conséquences pour des États ou des personnes font l'objet d'un débat continu.
- **La légitimité** – C'est le fondement même de l'autorité exercée par un gouvernement sur ses citoyens (ou par une institution internationale ou supranationale sur ses membres) et des procédures qui régissent l'établissement, l'exercice et le maintien de cette autorité. Dans le contexte des mécanismes de restructuration des dettes souveraines, ce principe est interprété comme imposant des notions d'exhaustivité, d'intégration, de prévisibilité et d'appropriation.

D'une manière générale, il signifie que les mécanismes de règlement de la dette souveraine doivent prendre en considération, afin d'y remédier, la tendance à accorder de moins en moins aux États la protection des immunités souveraines et à les soumettre de plus en plus aux décisions d'entités internationales et d'autres structures telles que les comités de créanciers.

- **L'impartialité** – Ce principe concerne l'absence de tout parti pris. Il encourage l'acceptation des décisions en créant ou en réaffirmant la confiance envers les différents acteurs et les institutions. Il est étroitement lié au principe de légitimité. Dans le contexte des restructurations, le principe d'impartialité s'applique aux institutions qui participent au processus, à leur situation financière, au choix et aux actions de leur personnel et aux informations dont elles disposent. L'idée fondamentale est que la restructuration des dettes souveraines exige une neutralité de vues, en particulier dans les évaluations de la viabilité de la dette et les décisions concernant les conditions et modalités de la restructuration.
- **La transparence** – Ce principe a deux dimensions, qui sont particulièrement importantes dans le contexte de la restructuration des dettes souveraines : la transparence des données concernant les positions débitrices et créditrices, des projections sous-tendant les restructurations proposées et de tout indicateur utilisé dans le cadre des restructurations ; et la transparence institutionnelle devant permettre d'éviter que les négociations aient lieu dans les coulisses comme cela a été parfois le cas par le passé.
- **La bonne foi** – Il s'agit des conditions essentielles d'équité, d'honnêteté et de fiabilité. C'est un principe généralement accepté du droit. La bonne foi suppose que les résultats juridiques et économiques des restructurations répondent aux attentes légitimes. Ce principe a donc une incidence particulièrement importante sur tous les éléments de procédure d'un processus de restructuration – moratoire sur les paiements, mesures visant à restreindre l'action des créanciers non coopératifs et suspension des actions en justice,

- **La viabilité** – La dette souveraine est viable si le pays peut en assurer le service sans trop compromettre son développement économique et social. Sous l'angle économique, cela signifie que seule une croissance soutenue et généralisée peut créer les conditions du service de la dette extérieure à long terme et que les conditionnalités accompagnant la restructuration de la dette souveraine ne doivent pas mettre en danger la dynamique de la croissance. La viabilité est un principe de droit qui s'il n'est pas encore général est du moins en train de le devenir. Au cours des dernières décennies, le concept de viabilité, d'abord consacré dans la réglementation environnementale, a gagné d'autres sphères de la politique publique, dont celle de l'économie politique. Il est désormais présent dans des pans entiers de la politique intérieure et a été reconnu au niveau international dans de nombreuses instances et résolutions.

Les artisans de cette approche fondée sur des principes semi-institutionnels généraux ont élaboré une série de propositions sur la manière de structurer les aspects institutionnels de la promotion de ces principes généraux ou lignes directrices dans la restructuration des dettes souveraines. Selon une première proposition, les négociations de restructuration continueraient d'avoir lieu dans des instances établies ou de manière ponctuelle, mais seraient supervisées et coordonnées par un nouvel organisme indépendant, tel qu'un forum de la dette souveraine (organisation privée) ou une institution chargée de l'aménagement de la dette (approuvée par un processus multilatéral)³⁹. Une deuxième proposition, complémentaire de la précédente, souligne l'utilité d'un mécanisme de restructuration semi-institutionnel au niveau de la prise de décisions ou de l'arbitrage, mais ne va pas jusqu'à envisager une approche fondée sur un traité multilatéral. Il s'agirait plutôt, entre autres, de promouvoir et d'utiliser des règles et des procédures spécifiques ou d'appliquer les mêmes principes généraux dans tous les processus d'arbitrage au cas par cas.

Un autre moyen d'encourager l'application de principes de droit généraux ou non contraignants par les mécanismes de restructuration de la dette souveraine est de s'appuyer sur les législations nationales, par exemple la loi sur l'allègement de la dette (pays en développement) adoptée en 2010 au Royaume-Uni, qui s'attaque aux

problèmes résultant des poursuites engagées par les créanciers récalcitrants. De même, le Parlement belge a tout récemment (en juillet 2015) voté une loi relative à la lutte contre les activités des fonds vautours⁴⁰, qui a pour but de limiter la spéculation préjudiciable pratiquée par ces fonds (encadré 5.2). Cette approche passant par la législation des pays serait particulièrement efficace si des principes fondamentaux étaient adoptés dans les pays dont la monnaie est actuellement utilisée dans la plupart des émissions d'obligations. Une lacune évidente de cette approche est qu'elle ne pourra sans doute pas assurer l'uniformité, la coordination et la cohérence nécessaires entre les différentes juridictions et que les États seront peut-être trop peu nombreux à emprunter cette voie.

Dans l'ensemble, une approche semi-institutionnelle fondée sur des principes non contraignants mais enracinés dans le droit international public est clairement un progrès vers la mise en place d'un cadre de restructuration des dettes souveraines qui soit plus permanent, moins fragmenté, plus transparent et prévisible. Cette approche présente l'avantage de reposer, pour l'essentiel, sur les mécanismes existants de négociation et de restructuration. En outre, elle pourrait être renforcée à l'avenir si elle était appliquée par suffisamment de parties. Toutefois, elle a ceci en commun avec l'approche contractuelle, certes à un moindre degré, que les principes ne sont pas contraignants et que rien ne garantit qu'un nombre suffisant de parties souhaitera y souscrire de façon plus permanente. Ce problème ne peut être résolu que par une approche juridictionnelle et multilatérale au plein sens des termes.

3. Les approches juridictionnelles de la restructuration multilatérale de la dette

En septembre 2014, l'Assemblée générale des Nations Unies par sa résolution 68/304 a appelé à élaborer et à adopter un « cadre juridique multilatéral applicable aux opérations de restructuration de la dette souveraine ». Ce serait un premier pas envisageable vers une dernière option, à savoir une approche juridictionnelle et formelle de portée internationale visant à établir des règles contraignantes applicables à toutes les parties dans le cadre d'un processus

multilatéral. Cette approche est sans aucun doute la plus ambitieuse et la plus difficile à mettre en œuvre.

Les partisans de mécanismes et dispositifs multilatéraux de restructuration de la dette appellent souvent l'attention sur l'asymétrie observée 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. Compte tenu du rôle spécifique des acteurs souverains en ce qui concerne les résultats économiques, juridiques et politiques tout dispositif de restructuration de la dette souveraine devrait avoir deux objectifs fondamentaux. Premièrement, il devrait aider à prévenir l'effondrement financier dans les pays ayant du mal à assurer le service de leur dette extérieure, car il en résulterait une perte de confiance des marchés, une dégringolade de la monnaie et une forte remontée des taux d'intérêt, qui finiraient par causer une grave dégradation des comptes publics et privés, des pertes considérables de production et d'emplois et une aggravation sensible de la pauvreté. Deuxièmement, les accords de restructuration de la dette souveraine devraient établir des mécanismes qui favorisent une restructuration équitable des dettes dont le service ne peut plus être assuré conformément au contrat initial. Pour atteindre ces objectifs, il faut appliquer quelques mesures simples : à savoir :

- a) autoriser un moratoire temporaire sur tous les paiements arrivés à échéance, que la dette soit privée ou publique et que les difficultés à en assurer le service soient dues à un manque de solvabilité ou de liquidités (une distinction pas toujours facile à faire). Afin d'éviter les conflits d'intérêts, le moratoire devrait être décidé unilatéralement par le pays débiteur et avalisé par une instance indépendante (le FMI, par exemple). Cette approbation devrait geler automatiquement les actions en justice engagées par les créanciers ;
- b) Accompagner les moratoires de contrôles temporaires des taux de change, notamment la suspension de la convertibilité des dépôts en devises et autres actifs détenus aussi bien par les résidents que par les non-résidents ;
- c) Allouer des ressources financières aux débiteurs-exploitants, la dette contractée après l'imposition du moratoire se voyant

Encadré 5.2

LOI BELGE RELATIVE AUX ACTIVITÉS DES FONDS VAUTOURS

En juillet 2015, le parlement belge a adopté à une large majorité une loi dont le but est de lutter contre les activités de fonds appelés « fonds vautours ». Au cœur de cette loi se trouve une disposition qui plafonne le montant que ces fonds peuvent réclamer en remboursement d'obligations souveraines achetées à très bas prix de pays proches du défaut de paiement sur les marchés obligataires secondaires. En vertu de cette loi, les juges belges sont habilités à empêcher les fonds vautours de réclamer en justice un remboursement à un prix supérieur (au pair, par exemple) au prix de marché déjà bas auquel ils ont acheté des obligations souveraines.

Cette loi belge s'inscrit dans le prolongement d'une loi antérieure, adoptée en mars 2013 pour empêcher la saisie par des fonds vautours de fonds destinés au développement (Art. 36, loi relative à la coopération pour le développement). Plus concrètement, la nouvelle loi ciblant les fonds vautours, offre un cadre juridique pour empêcher ces fonds de rechercher un « avantage illégitime », défini comme l'existence d'une « disproportion manifeste » entre le montant réclamé par le créancier et la valeur nominale théorique de la créance. Cette législation a le mérite important de définir les caractéristiques essentielles des fonds vautours et les contextes dans lesquels leurs poursuites judiciaires sont irrecevables. En vertu de cette loi, une fois qu'il est établi qu'un créancier recherche un « avantage illégitime », selon la définition susmentionnée, ce créancier peut être débouté par un tribunal belge de son action visant à obtenir un paiement constituant pareil avantage, mais il faut pour cela qu'au moins l'un des critères suivants soit rempli : i) l'État débiteur était en état d'insolvabilité ou de cessation de paiements avérée ou imminente au moment du rachat de l'emprunt ou de la créance ; ii) le créancier a son siège légal dans un paradis fiscal reconnu ; iii) le créancier fait un usage systématique de procédures judiciaires pour obtenir le remboursement d'emprunts qu'il a précédemment rachetés ; iv) l'État débiteur a fait l'objet de mesures de restructuration de sa dette, auxquelles le créancier a refusé de participer ; v) le créancier a abusé de la situation de faiblesse de l'État débiteur pour négocier un accord de remboursement manifestement déséquilibré ; et vi) le remboursement intégral des sommes réclamées par le créancier aurait un impact défavorable sur les finances publiques de l'État débiteur et est susceptible de compromettre son développement socioéconomique.

La loi est clairement faite pour décourager les créanciers non coopératifs et récalcitrants ainsi que les fonds vautours d'engager des poursuites judiciaires en Belgique, ce qui confère à la Belgique un rôle pionnier dans la lutte des gouvernements contre les activités de ce genre de fonds. C'est d'autant plus important que la Belgique accueille sur son sol Euroclear, l'une des plus grandes chambres de compensation au monde, par laquelle transitent la plupart des transactions financières internationales. Par exemple, en vertu de la nouvelle loi, un juge belge pourra refuser l'exécution d'une décision judiciaire rendue à l'étranger, ce qui signifie qu'il ne sera pas fait droit à des requêtes antérieures de NML Capital, Ltd visant à bloquer des comptes de l'Argentine dans des banques belges dans le cadre de poursuites judiciaires engagées par ce fonds contre l'Argentine aux États-Unis.

La seule autre initiative nationale relative aux fonds vautours ayant réussi à obtenir l'aval d'un parlement est la loi sur l'allègement de la dette (pays en développement) adoptée en 2010 au Royaume-Uni. Cette loi empêche les fonds vautours de retirer des bénéfices exorbitants de la restructuration de la dette de pays en développement. D'autres initiatives nationales similaires, qui visent en particulier la dette des pays en développement, ont été proposées dans plusieurs pays européens et aux États-Unis, mais jusqu'ici elles n'ont pas été adoptées. La loi sur l'allègement de la dette du Royaume-Uni est moins stricte et moins complète que la nouvelle loi belge à plusieurs égards. Elle est spécifiquement limitée aux pays pauvres très endettés (PPTE). En outre, elle ne réduit pas autant les bénéfices tirés de l'endettement excessif de ces pays, car les plafonds prescrits sont liés à un « pourcentage approprié » de tout allègement de la dette obtenu dans le cadre de la formule de l'Initiative PPTE (en règle générale, entre 67 % et 90 %). Les créanciers qui concluent un accord de compromis relatif à des titres de créance admissibles sont exemptés de ce système automatique de réduction de la dette. Par conséquent, dans l'ensemble, la loi britannique se limite à empêcher les fonds vautours de faire des bénéfices « disproportionnés », mais ne cherche pas à restreindre leurs activités en tant que telles. Par contre, la loi belge tient compte des incidences socioéconomiques plus vastes des activités des fonds vautours et de leur illégitimité potentielle.

automatiquement conférer le caractère de dette prioritaire. Le FMI devrait accorder des prêts aux pays en situation d'arriérés pour que ceux-ci puissent financer leurs importations et d'autres opérations vitales du compte courant ;

- d) Faire en sorte que la restructuration de la dette, y compris par l'octroi de nouveaux prêts et par l'effacement de dettes, soit l'aboutissement de négociations entre le débiteur et les créanciers et qu'elle soit favorisée par l'adoption de clauses de renouvellement automatique et de CAC dans les contrats de prêts.

L'approche juridictionnelle formelle fait actuellement l'objet de deux catégories de propositions qui pourraient permettre d'atteindre ces objectifs. La première catégorie de propositions envisage l'élaboration, sous une forme ou une autre, d'un dispositif de restructuration de la dette souveraine sous les auspices du FMI. Il faudrait pour cela amender les Statuts du FMI. La seconde souligne la nécessité de se doter d'une institution internationale plus permanente et impartiale, qui ne soit pas elle-même engagée dans des activités de prêts souverains ; elle est aussi favorable à l'établissement d'un tribunal indépendant qui pourrait être hébergé par un tribunal existant (tel que la Cour permanente d'arbitrage ou la Cour internationale de justice) ou un tribunal distinct nouvellement institué. Dans un cas comme dans l'autre, la mise en place d'un cadre institutionnel permanent nécessite la conclusion d'un accord multilatéral (ou la modification d'un accord existant).

Toutefois, la caractéristique essentielle commune à toutes les propositions relevant de l'approche juridictionnelle est que les jugements rendus dans les affaires de restructuration de dettes seraient régies par un ensemble de règles de droit international dont il serait convenu au préalable qu'elles font partie du mécanisme international de réaménagement de la

dette. En outre, l'objectif premier de tout tribunal ou dispositif de restructuration de la dette souveraine serait d'assurer un règlement de la dette qui soit transparent, prévisible, équitable et efficace, les décisions étant contraignantes pour toutes les parties et universellement applicables, indépendamment de la juridiction.

Il est évident que la création d'un dispositif juridictionnel serait un processus à la fois extrêmement difficile et très long, allant de la négociation du traité jusqu'à sa ratification. Pour être efficace, il faudrait que cette approche recueille l'adhésion d'un nombre suffisant de signataires de l'instrument multilatéral sous-jacent. Cet instrument devrait en particulier être approuvé par les pays sous le droit desquels la majeure partie de la dette extérieure est aujourd'hui émise. C'est certainement une entreprise difficile et les préoccupations légitimes ne manqueront pas quant aux pouvoirs à conférer à un tribunal international

ou à un dispositif du FMI et à la manière de régir les puissants intérêts institutionnels existants ou qui pourraient apparaître au sein de cette entité.

Le principal avantage d'une approche multilatérale juridictionnelle réside dans le fait que, si elle aboutissait, elle pourrait faciliter l'adoption d'un ensemble de règles et de pratiques fondées sur des objectifs et des principes visant le long terme, tels que le développement durable, le caractère équitable et juste des résultats et la transparence du processus, et allant au-delà des intérêts particuliers. Compte tenu des graves problèmes de

responsabilisation, de partialité et de manque de légitimité qui caractérisent bon nombre de mécanismes existants de restructuration de la dette et compte tenu aussi de leur morcellement, la mise en place d'un cadre institutionnel stable et clair pourrait contribuer à un règlement plus efficace de la dette et à la prévisibilité des résultats, en favorisant la cohérence des décisions de justice. Par-delà les avantages macroéconomiques évidents d'un diagnostic précoce des problèmes de dette souveraine et de la mise en œuvre rapide de solutions, on ne

Un cadre juridique multilatéral pour la restructuration de la dette devrait rendre possibles un moratoire temporaire, la suspension des poursuites judiciaires, le contrôle des taux de change et l'octroi de prêts aux pays en situation d'arriérés, afin de prévenir un effondrement financier des pays surendettés et de leur permettre de conclure un accord de restructuration qui les aide à rétablir la croissance et la viabilité de leur dette.

saurait trop insister sur l'importance du haut degré de légitimité dont jouirait un mécanisme de règlement de la dette souveraine qui serait efficace et aurait été établi avec la participation active de tous les États membres et d'autres parties prenantes concernées.

Il va sans dire que les approches analysées ici ne sont pas nécessairement mutuellement

exclusives. Il est parfaitement possible de mener de front l'amélioration des approches contractuelles existantes, le soutien aux projets juridiques nationaux, l'application de principes non contraignants au règlement des problèmes de la dette et les actions en faveur de l'adoption de plans à long terme offrant une solution plus permanente, juridiquement contraignante et à caractère institutionnel.

F. Conclusions

Les crises de la dette extérieure vont sans doute demeurer un défi majeur et récurrent pour la gouvernance financière internationale. Comme on l'a vu dans le présent document, l'un des principaux moteurs de l'endettement croissant est l'accélération des flux de capitaux dans un contexte d'expansion mondiale rapide et excessive des liquidités. De plus, la multiplication des instruments financiers et des instruments de dette souvent complexes et opaques, ainsi que la modification de la structure et de la composition de la dette extérieure des pays en développement ont rendu cette dette très vulnérable aux caprices des marchés financiers privés en particulier et à l'actuelle conjoncture économique mondiale en général. Même dans le cas de pays développés plus grands et plus avancés, on ne sait pas exactement dans quelle mesure ils sont prêts à affronter les nombreuses difficultés qui pourraient résulter de l'exposition accrue de leur dette extérieure aux risques de marché, du morcellement et du caractère ponctuel du mécanisme de restructuration de la dette et d'un environnement institutionnel et économique mondial qui freine les programmes d'ajustement macroéconomique.

Les marchés financiers internationaux sont la cause de vulnérabilités et de difficultés persistantes telles, qu'il est extrêmement important de faire en sorte que le débat sur le renforcement des mécanismes de restructuration de la dette soit pris au sérieux. Les différentes approches face à cette question sont l'expression des conceptions très diverses que les pays ont du fonctionnement et des besoins de l'économie, comme on l'a vu dans le présent chapitre, et ces différences seront peut-être difficiles à concilier. En conséquence, il serait peut-être prudent d'adopter une approche graduelle dans ce domaine, en commençant par les propositions les plus minimalistes et en allant vers des propositions plus ambitieuses. Cela étant, il semble clair que, même si la formation d'un consensus politique est difficile, il est indispensable de créer un cadre complet, prévisible, équitable et cohérent pour que la dette souveraine puisse être restructurée d'une manière efficace. À long terme, ce cadre profitera aussi bien aux débiteurs souverains qu'à la grande majorité de leurs créanciers. ■

Notes

- 1 Bien que les estimations varient, d'après Furceri and Zdzienicka (2011) du Fonds monétaire international (FMI), ces crises peuvent entraîner une chute de 5 à 10 points de pourcentage des taux de croissance. En outre, les auteurs ont constaté qu'au bout de huit ans, la production reste inférieure de quelque 10 % à la tendance observée avant la crise dans les pays considérés.
- 2 Voir par exemple l'annexe au chapitre VI du *Rapport sur le commerce et le développement, 1986*, le chapitre IV du *Rapport sur le commerce et le développement, 1998* et le chapitre VI du *Rapport sur le commerce et le développement, 2008* ; Radelet, 1999 ; FMI, 2001.
- 3 Dans le présent document, la « dette publique » englobe les dettes privées garanties par l'État, et la « dette privée » se rapporte uniquement aux dettes privées non garanties, suivant la méthode de classement utilisée par la Banque mondiale pour ses statistiques de la dette internationale.
- 4 Les cas de l'Espagne et des États-Unis illustrent bien ce phénomène. En 2007, la dette extérieure détenue par le secteur privé (à l'exclusion de la dette se rapportant aux sociétés de collecte de dépôts et à l'investissement direct) représentait 50 % du RNB en Espagne et 48 % aux États-Unis. Après un processus abrupt de désendettement, ces pourcentages sont tombés à 31 % en Espagne et à 34 % aux États-Unis. En même temps, la dette extérieure générale des gouvernements est passée de 20 % à 42 % en Espagne et de 18 % à 34 % aux États-Unis.
- 5 Source : base de données de la Banque mondiale, *Quarterly External Debt Statistics – Special Data Dissemination Standard (QEDS–SDDS)* (Statistiques trimestrielles de la dette extérieure – Norme spéciale de diffusion des données).
- 6 Source : base de données de la Banque mondiale, *QEDS–SDDS*.
- 7 Source : calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED à partir de « Thomson Reuters Eikon », instrument d'analyse de la dette.
- 8 Cette sous-section est en partie basée sur Bohoslavsky and Goldmann, 2015.
- 9 L'exemple le plus notoire a été l'invasion du Mexique par la France après la suspension par le gouvernement de Benito Juárez du paiement des intérêts sur la dette extérieure du pays en 1861. Il y a eu aussi le blocus des ports vénézuéliens par les flottes de l'Allemagne, de l'Italie et du Royaume-Uni en 1902-1903, dont le but était de forcer le gouvernement vénézuélien à rembourser sa dette aux ressortissants de ces pays. Cet incident est à l'origine de la Convention Drago-Porter de 1907 interdisant aux États de recourir à la force pour recouvrer des dettes contractées par un pays auprès de leurs ressortissants (Benedek, 2007).
- 10 Le Royaume-Uni suspendit également la convertibilité de la livre, ce qui força ses créanciers étrangers à utiliser les montants obtenus au titre du remboursement de la dette du pays pour acquérir des marchandises ou des avoirs dans la zone sterling.
- 11 Voir également la décision dans l'affaire *Republic of Argentina v. Weltover, Inc., 1992*, en vertu de laquelle l'émission d'obligations a été considérée comme étant une « activité commerciale ».
- 12 Dans tous ces dispositifs, les créanciers avaient le choix entre l'option « réduction de la dette » avec le taux d'intérêt correspondant et le rééchelonnement du restant de la dette, y compris les crédits au titre de l'APD, et d'autres options qui réduisaient le fardeau de la dette en prolongeant la période de remboursement et en réduisant les taux d'intérêt.
- 13 Par exemple, le Club de Paris a obligé le Pakistan et l'Ukraine à obtenir de leurs créanciers privés un niveau d'allègement de leur dette équivalent aux concessions qu'il avait accordées.
- 14 La conditionnalité (surtout celle qui suppose des réformes structurelles) du FMI et de la Banque mondiale avait, en fait, quelques objectifs additionnels, tels que la redéfinition des choix de développement nationaux en fonction des vues et des intérêts des créanciers (Akyüz, 2005). Il a été reconnu dans certains rapports du FMI que « des préoccupations légitimes ont été suscitées par le fait que, dans de nombreux cas, la conditionnalité structurelle a peut-être été plus loin que ce que justifie l'objectif recherché, à savoir préserver les ressources du Fonds » (FMI, 2001 : 21). En outre, un rapport du Bureau d'évaluation indépendant du FMI souligne que « la crise ne doit pas être utilisée pour promouvoir un long programme de réforme assorti d'un calendrier détaillé, uniquement parce

- que les moyens de pression le permettent, même si ces réformes sont de nature à contribuer à l'efficacité économique sur le long terme » (FMI, 2003a : 50).
- 15 L'inclusion des créanciers a eu un succès limité et certains de ces créanciers ont entamé des poursuites contre des PPTE pour obtenir le remboursement de l'intégralité de la dette.
- 16 Dans le cas de la restructuration de la dette grecque en 2012, par exemple, les banques commerciales qui détenaient des obligations grecques ont été représentées par l'Institut de finance internationale, qui compte parmi ses membres des banques, des sociétés d'assurance, des gestionnaires d'actifs, des fonds souverains, des fonds de pension, des banques centrales et des banques de développement.
- 17 En 1997, le FMI a lancé la facilité de réserve supplémentaire pour aider les pays à faire face « à leurs besoins en financements à court terme suite à un effondrement subit et perturbateur de la confiance des marchés se traduisant par des pressions sur leur compte de capital et leurs réserves » (FMI, 1997). Les pays répondant à des critères d'admissibilité préétablis pouvaient avoir rapidement accès à des lignes de crédit préventives. La Ligne de crédit préventive du FMI (LCP) a été créée en 1999, la ligne de crédit pour l'augmentation des réserves en 2006 et la Facilité de liquidité à court terme (FLC) en 2008, immédiatement après l'écroulement de Lehman Brothers. Les utilisateurs potentiels n'ont jamais présenté de demande de financement préventif et ce n'est qu'après la création de nouvelles lignes de crédit que le FMI a finalement reçu un certain nombre de requêtes : la Ligne de crédit modulable (LCM) créée en 2009 et la Ligne de crédit de précaution créée en 2010, offrant un accès plus étendu, de plus longues périodes de remboursement, plus de flexibilité et ne comportant pas de conditionnalités *ex-post*.
- 18 Des demandes de prêts ont été présentées au FMI par la Colombie, le Mexique et la Pologne au titre de la Ligne de crédit modulable (LCM) et par l'ex-République Yougoslave de Macédoine et le Maroc au titre de la Ligne de crédit de précaution.
- 19 La nouvelle législation n'a pas entièrement supplanté le principe de « champerty », mais lui a adjoint une disposition d'exemption pour les litiges concernant un prix d'achat global d'au moins 500 000 dollars.
- 20 Voir le site Web de la Banque africaine de développement : <http://www.afdb.org/en/topics-and-sectors/initiatives-partnerships/african-legal-support-facility/vulture-funds-in-the-sovereign-debt-context> (consulté le 10 août 2015).
- 21 *GMO Trust v. The Republic of Ecuador*, (1 :14-cv-09844), United States District Court for the Southern District Court of New York (jugement rendu en avril 2015).
- 22 Voir, par exemple, Cour européenne de justice, *Fahnenbrock et al. v. Greece*, C-226/13 *et al.*, jugement en attente ; *Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v. Hellenic Republic*, ICSID Case No. ARB/13/8.
- 23 Voir le rapport sur les fonds vautours et les droits de l'homme élaboré par l'expert indépendant de l'ONU chargé d'examiner les effets de la dette extérieure sur les droits de l'homme, A/HRC/14/21, 2010, Disponible sur : http://www2.ohchr.org/english/bodies/hrcouncil/docs/14session/A.HRC.14.21_AEV.pdf.
- 24 Les pays concernés sont les suivants : Angola, Burkina Faso, Cameroun, Congo, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Éthiopie, Honduras, Libéria, Madagascar, Mozambique, Niger, Sao Tomé-et-Principe, Sierra Leone, Soudan, République-Unie de Tanzanie, Ouganda et Zambie.
- 25 *Donegal International Ltd. v. Zambia*, High Court of Justice (England and Wales), [2007] EWHC 197 (Comm.).
- 26 United Kingdom Debt Relief (Developing Countries) Act 2010.
- 27 Voir *Allied Bank International v. Banco Credito Agricola de Cartago*, United States Court of Appeals, 2d Cir., 18 mars, 1985 (757 F.2d 516) ; *Pravin Banker Associates v. Banco Popular del Peru*, 109 F. 3d 850, 854 (2d Cir. 1997) ; *Elliot Associates v. Banco de la Nación and the Republic of Peru*, 12 F.Supp. 2d 328 (S.D.N.Y. 1998).
- 28 Voir, par exemple, Federal Constitutional Court (Germany), cases 2 BvM 1-5/03, 1, 2/06, décision du 8 mai 2007, BVerfGE 118, 124. For ICSID cases, see Waibel, 2007a.
- 29 Supreme Court of New York, *Crédit français, S. A. v. Sociedad financiera de comercio, C.A.*, 128 Misc.2d 564 (1985) ; *EM Ltd. v. Argentina*, Summary Order, 05-1525-cv, 13 mai 2005 (l'obiter dictum ne peut constituer un précédent).
- 30 Voir, par exemple, le traitement de la question de l'immunité judiciaire de l'Argentine dans les tribunaux italiens (Corte Suprema di Cassazione, Sezioni Unite Civile, 21 avril 2005), et les poursuites judiciaires engagées par des créanciers récalcitrants devant les tribunaux argentins (Juzgado Nacional en lo Contencioso Administrativo Federal n° 1, 12 octobre 2006).
- 31 Federal Constitutional Court, Case 2 BvM 1/03 *et al.*, décision du 8 mai 2007.
- 32 NML Capital Limited (appellant) v. Republic of Argentina (défendeur) [2011] UKSC 31.
- 33 *Abaclat v. Argentine Republic*, ICSID Case ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 14 août 2011 ; voir aussi Gallagher 2011 ; et Waibel, 2007b. S'agissant de la question de savoir si la dette souveraine peut être considérée comme étant un investissement direct, voir *Fedax v. Venezuela*,

- ICSID Case ARB/96/3 ; *Československa obchodní banka v. Slovak Republic*, ICSID Case ARB/97/4 ; voir également, toutefois, l'avis restrictif du tribunal dans *Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v. Hellenic Republic*, ICSID Case No. ARB/13/8.
- 34 Cf. ITLOS Case No. 20, *ARA Libertad (Argentina v. Ghana)* Par une ordonnance du 15 décembre 2012, le Tribunal international du droit de la mer (TIBM) a demandé la libération d'une frégate de l'Argentine saisie par les autorités ghanéennes.
- 35 *Elliott Associates*, Brussels Court of Appeals, 8th Chamber, General Docket 2000/QR/92, 26 septembre 2000.
- 36 *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*, No. 08 Civ. 6978 (TPG), Tribunal du district Sud de New York, Injonction du 23 février 2012 : « Chaque fois que la République effectuera un paiement de quelque montant que ce soit conformément aux termes [des obligations restructurées] ... la République devra effectuer simultanément ou au préalable un « paiement proportionnel » au profit des plaignants. [...]. Le montant de ce « paiement proportionnel » sera égal au « pourcentage du paiement » multiplié par le montant total dû [aux plaignants] à ce moment-là. Ce pourcentage est calculé en divisant le montant déjà payé ou que la République a l'intention de payer conformément aux termes des obligations restructurées par le montant dû à ce moment-là conformément aux termes des obligations restructurées. ».
- 37 Cette section est basée, en partie, sur le document d'information intitulé « Options for Debt Restructuring », établi pour le Comité spécial des opérations de restructuration de la dette souveraine de l'Assemblée générale des Nations Unies par Lienau O, Institutional (projet de texte révisé le 21 avril 2015).
- 38 Voir les résolutions suivantes de l'Assemblée générale : 64/191, 65/144, 66/189, 67/198, 68/202 et 68/304.
- 39 Pour ces dernières propositions voir CNUCED 2015.
- 40 Voir www.dekamer.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=/site/wwwcfm/flwb/flwbncfm?legislist=legisnr&dossierID=1057.

Bibliographie

- Adamson MR (2002). The failure of the Foreign Bondholders Protective Council Experiment, 1934-1940. *Business History Review*, 76 : 479-514.
- Akyüz Y (2005). Reforming the IMF : Back to the drawing board. *Global Economic Series 7*, Third World Network, Penang.
- Akyüz Y (2012). The boom in capital flows to developing countries : Will it bust again ? *Ekonomi-tek*, 1 : 63-96.
- Avdjiev S, Chui M and Shin HS (2014). Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows. *BIS Quarterly Review*, décembre : 67-77.
- Benedek W (2007). Drago-Porter Convention (1907). In : Wolfrum R, ed. *Max Planck Encyclopedia of Public International Law* (online edition). Oxford, Oxford University Press. Disponible sur : <http://opil.ouplaw.com/view/10.1093/law:epil/9780199231690/law-9780199231690-e733?rskey=v9R9cj&result=1&prd=EPIL>.
- Bohoslavsky JP and Goldmann M (2015). Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law : An incremental approach. Document d'information établi pour le *Rapport sur le commerce et le développement 2015*, May.
- Buchheit L and Pam JS (2004). The pari passu clause in sovereign debt instruments. *Emory Law Journal*, 53 : 869-922.
- Buchheit L and Gulati M (2013). The gathering storm : Contingent liabilities in a sovereign debt restructuring. Social Science Research Network (SSRN). Disponible sur : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2292669.
- Buchheit L, Gelpern A, Gulati M, Panizza U, Weder di Mauro B and Zetterlmeyer J (2013). Revisiting sovereign bankruptcy. Committee for International

- Economic Policy and Reform, Brookings Institution, Washington, DC.
- Bulow J and Rogoff K (1990). Cleaning up third world debt without getting taken to the cleaners. *Journal of Economic Perspectives*, 4(1) : 31–42.
- Cosio-Pascal E (2008). The emerging of a multilateral forum for debt restructuring : The Paris Club. UNCTAD Discussion Paper No. 192, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, Genève..
- Eichengreen B and Portes R (1986). Debt and default in the 1930s : Causes and consequences. *European Economic Review*, 30 : 599–640.
- Eskridge W (1985). Les jeux sont faits : Structural origins of the international debt problem. *Virginia Journal of International Law*, 25(2) : 281–400.
- Feldmann H (1991). Internationale Umschuldungen im 19. und 20. Jahrhundert, 20 et seq.
- Furceri D and Zdzienicka A (2011). How costly are debt crises ? Working paper 11/280, FMI, Washington, DC.
- Florez JH and Decorzant Y (2012). Public borrowing in harsh times : The League of Nations Loans revisited. Working Paper Series, WPS 12091, Université de Genève, Genève.
- Galvis S and Saad A (2004). Collective action clauses : Recent progress and challenges ahead. *Georgetown Journal of International Law*, 35(4) : 713–730.
- Grossman HI (1988). The political economy of war debts and inflation. Working Paper Series, No. 2743, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gallagher KP (2011). The new vulture culture : Sovereign debt restructuring and trade and investment treaties. Working Paper 02/2011, International Development Economics Associates (IDEAs), New Delhi.
- Haldane AG (2011). The big fish, small pond problem. Speech delivered at the Annual Conference of the Institute for New Economic Thinking, Bretton Woods, New Hampshire, 9 avril 2011.
- FMI (1997). IMF approves supplemental reserve facility. Communiqué de presse n° 97/59, Washington, DC, 17 décembre.
- FMI (2001). Conditionality in fund-supported programs – Policy Issues, Washington, DC, 16 février.
- FMI (2003a). Evaluation report : The IMF and recent capital account crises, Indonesia, Korea, Brazil. Bureau d'évaluation indépendant, Washington, DC.
- FMI (2003b). Evaluation report : Fiscal adjustment in IMF-supported programmes. Bureau d'évaluation indépendant, Washington, DC.
- FMI (2004). Evaluation report : IMF and Argentina : 1991–2001. Bureau d'évaluation indépendant, Washington, DC.
- FMI (2012). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, DC, octobre.
- FMI (2014). Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring. Staff report, Washington, DC.
- Krueger A and Hagan S (2005). Sovereign workouts : An IMF perspective. *Chicago Journal of International Law*, 6 : 214–215.
- Lienau O (2015). Institutional options for debt restructuring. Document d'information établi pour le Comité spécial des opérations de restructuration de la dette souveraine de l'Assemblée générale des Nations Unies (projet de texte révisé en date du 21 avril).
- Lindert PH and Morton PJ (1989). How sovereign debt has worked. In : Sachs JD, ed. *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago, IL, University of Chicago Press : 225–227.
- Mussa MI and Savastano MA (1999). The IMF approach to economic stabilization. Working Paper 99/104, Fonds monétaire international, Washington, DC.
- Myers MG (1945). The League loans. *Political Science Quarterly*, 60 : 492–526.
- Ocampo JA (2015). Resolution of balance of payment crises : Emergency financing and debt workouts. WIDER Working Paper 2015/11, UNU-WIDER, Helsinki.
- Ocampo JA, Kregel J and Griffith-Jones S, eds. (2007). *International Finance and Development*. Londres, ZED books.
- O'Connell A (2014). Beyond austerity : Default, debt restructuring or no recovery. Speech delivered at the Institute for New Economic Thinking-Centre for International Governance Innovation Conference, Toronto, 10-13 avril 2014.
- Panizza U (2008). Domestic and external public debt in developing countries. UNCTAD Discussion Paper No. 188, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, Genève.
- Club de Paris (2015). Rescheduling and cancellation. Disponible sur : <http://www.clubdeparis.org/sections/types-traitement/reechelonnement>.
- Radelet S (1999). Orderly Workouts for Cross-Border Private Debt. Development Harvard Institute for International Development Discussion Paper No. 721. Harvard University, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff K (2009). *This Time is Different : Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Schumacher J, Trebesch C and Enderlein H (2014). Sovereign defaults in court. Social Science Research Network. Disponible sur : <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2189997>.
- TFFS (Équipe spéciale des statistiques des finances) (2013). *Statistiques de la dette extérieure : Guide pour les statisticiens et les utilisateurs*. FMI, Washington, DC.

- Toussaint E (2006). The Marshall Plan and the Debt Agreement on German Debt. Disponible sur : <http://cadtm.org/The-Marshall-Plan-and-the-Debt>,
- CNUCED (2014). The recent turmoil in emerging economies. UNCTAD Policy Brief No. 29. Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, Genève.
- CNUCED (2015). *Sovereign Debt Workouts : Going Forward. Roadmap and Guide*. Geneva, United Nations. Disponible sur : http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1_en.pdf.
- CNUCED *Rapport sur le commerce et le développement 1986*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente E.86.II.D.5, New York.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 1998 : Instabilité financière – Croissance en Afrique*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente E.98.II.D.6, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2001. Tendances et perspectives mondiales – Architecture financière*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.01.II.D.10, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2008. Prix des produits de base, flux de capitaux et financement de l'investissement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.08.II.D.21, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2011 – L'économie mondiale après la crise*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.11.II.D.3, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement 2014 – Gouvernance mondiale et marge d'action pour le développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.14.II.D.4, New York et Genève.
- Van Harten G (2007). *Investment Treaty Arbitration and Public Law*. Oxford, Oxford University Press.
- Waibel M (2007a). Two worlds of necessity in ICSID arbitration : CMS and LG&E. *Leiden Journal of International Law*, 20 : 637–648.
- Waibel M (2007b). Opening Pandora's box : Sovereign bonds in international arbitration. *American Journal of International Law*, 101 : 711–759.
- Waibel M (2011). *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*. Cambridge, Cambridge University Press.

Chapitre VI

LE FINANCEMENT À LONG TERME DU DÉVELOPPEMENT : DÉFIS ET POSSIBILITÉS

A. Introduction

L'une des préoccupations formulées à maintes reprises dans les chapitres précédents est l'incapacité manifeste du système monétaire et financier international actuel à assurer le financement à long terme de la croissance et du développement. Le présent chapitre examine certaines des stratégies possibles pour assurer ce financement. L'accent est mis sur le financement de la formation du capital productif, dont les infrastructures, qui contribue, directement ou indirectement, à l'accélération de la croissance et de la transformation structurelle. En fait, il faut pour cela bousculer la logique fondamentale des flux financiers privés, qui sont essentiellement motivés par le profit et les rentes à court terme, et renforcer les mécanismes qui servent à mobiliser les ressources financières, tant intérieures qu'extérieures, et à les consacrer à la création de valeur et au développement à plus long terme. Les sources de financement intérieures (tant privées que publiques) resteront sans doute au premier plan (*Rapport sur le commerce et le développement*, éditions de 2008 et de 2013), mais les sources internationales peuvent jouer un rôle important lorsque les ressources financières intérieures sont inexistantes ou insuffisantes, surtout dans un pays dont les exportations de biens et de services ne rapportent pas assez de devises pour financer les importations des biens d'équipement et des intrants nécessaires pour produire.

Comme on le sait, on ne peut compter sur les marchés des capitaux privés pour financer des

projets à long terme. C'est dû au fait que même si les investissements requis par ce genre de projets ont des retombées positives importantes sur le reste de l'économie et donnent lieu à des projets d'investissement complémentaires, ils se caractérisent souvent par de longues périodes de gestation, sont plus risqués et comportent plus d'incertitudes quant au résultat final ; d'où l'écart observé entre la rentabilité privée et la rentabilité sociale de ce genre d'investissements. On sait également que, laissés à eux-mêmes, les marchés financiers privés allouent rarement des ressources financières directement aux emprunteurs tels que les petites et moyennes entreprises (PME) ou aux jeunes pousses ou encore à des activités n'offrant pas des bénéfices immédiats facilement quantifiables. C'est tout au détriment des activités qui pourraient être déterminantes pour la croissance future et qui pourraient comporter des avantages sociaux considérables, telles que l'innovation, le progrès technologique et la protection de l'environnement. Les marchés financiers mondiaux présentent les mêmes caractéristiques. Ainsi, contrairement à ce que l'on espérait, l'intégration financière accrue des pays en développement n'a pas facilité l'accès au genre de financement à long terme dont un pays a besoin pour stimuler sa croissance et son développement. Par conséquent, une intervention de l'État semble nécessaire pour assurer la fourniture de ressources financières à long terme, tant extérieures qu'intérieures, à cette fin.

Le rôle de l'État peut varier selon le type d'activités à financer. Pour financer des biens strictement publics, il faut nécessairement disposer de revenus intérieurs publics suffisants, tandis que le financement extérieur passe le plus souvent par l'aide publique au développement (APD) ou d'autres formes de coopération pour le développement. Dans le cas des biens et des services d'intérêt social, ainsi que d'autres activités génératrices de fortes externalités, il est possible d'envisager des dispositifs associant secteur public et secteur privé. Ces dispositifs comportent habituellement un élément plus ou moins important de subvention gouvernementale explicite ou implicite, ce qui suppose le recours à des ressources intérieures ou extérieures, transitant généralement par les coffres de l'État. Des initiatives récentes basées sur des partenariats public-privé (PPP) sont une possibilité parmi d'autres. Enfin certaines activités porteuses de changements dans les structures de production et potentiellement rentables (certains types d'investissements infrastructurels, par exemple) sont néanmoins évitées par les investisseurs privés, parce qu'elles exigent de gros investissements concentrés, ont un coût initial élevé et de longues périodes de gestation et comportent certains risques. C'est là le rôle principal des institutions financières qui sont conçues spécifiquement pour ce genre d'investissements à long terme, telles que les banques de développement.

Dans le présent chapitre, chacun de ces trois types de financement à long terme du développement

est examiné à tour de rôle. L'argument avancé dans la section B est que malgré l'augmentation enregistrée ces dix dernières années, ce financement reste bien en-deçà des niveaux souhaités et son efficacité de même que les conditionnalités de l'APD suscitent encore quelques préoccupations. Voilà pourquoi certains pays en développement en quête de financements extérieurs à long terme pour leur développement ont eu recours à d'autres dispositifs, tout particulièrement à des programmes

Pour financer la formation du capital productif, il faut bousculer la logique fondamentale des flux financiers privés, qui sont essentiellement motivés par le profit et les rentes à court terme.

et projets basés sur des PPP, comme on le verra dans la section C. Toutefois, bien que ce soit là un moyen de faire participer des entreprises privées à des investissements infrastructurels, il y a aussi des risques, surtout en ce qui a trait aux coûts budgétaires, qui peuvent être beaucoup plus élevés que prévus et persister sur une très longue période. Le rôle des fonds souverains est

examiné dans la section D. Certains de ces fonds ont accès à des capitaux substantiels et pourraient éventuellement contribuer au financement à long terme du développement ; toutefois, jusqu'à présent leur présence dans ce domaine a été extrêmement limitée. La section E analyse le recours aux banques de développement nationales, régionales et inter-régionales, qui sont efficaces pour mobiliser des financements à long terme. Les initiatives adoptées récemment à ce niveau sont encourageantes, mais devront être considérablement renforcées pour répondre aux objectifs de développement d'aujourd'hui et de demain.

B. Le financement basé sur la coopération officielle

Le financement public pour le développement englobe toutes les dépenses consacrées au renforcement des capacités de production, à la promotion du changement structurel et à l'amélioration du bien-être social des pays bénéficiaires. L'aide

humanitaire ou militaire quelle qu'en soit la forme n'en fait pas partie. Le financement public pour le développement prend la forme de dons ou de prêts qui sont fournis bilatéralement ou par l'intermédiaire d'institutions multilatérales et d'organisations non

gouvernementales (ONG). Les dons ne sont pas remboursés, tandis que les prêts, qui comportent certains aspects concessionnels, sont remboursables et doivent, par conséquent, rapporter quelque chose au donateur. Il est important de faire cette distinction, car les différentes formes de dépenses liées au développement n'ont pas le même effet sur la capacité des pays à assurer le service de leur dette et, dans le cas de prêts, une partie de l'aide au développement devrait servir à générer le revenu nécessaire pour rembourser la dette.

Le financement public est généralement vu comme un flux de ressources des pays développés vers les pays en développement, en particulier les plus pauvres d'entre eux. Cependant, depuis quelques temps, on constate que les pays en développement émergents sont des donateurs de plus en plus importants, bien que leur coopération et leur aide au développement prennent des formes différentes de celles des donateurs traditionnels.

1. L'aide publique au développement fournie par les pays développés

Ce que l'on appelle aujourd'hui aide publique au développement (APD) est une composante de l'aide publique extérieure fournie par les pays développés aux pays en développement. Le débat sur la nécessité d'assurer un flux stable d'APD remonte aux années 1950 et 1960. À l'issue de négociations au sein du système des Nations Unies, les pays développés se sont engagés à transférer chaque année aux pays en développement 0,7 % au moins de leur revenu national brut (RNB) au titre de l'aide étrangère¹.

Après une période de repli et de stagnation dans les années 1990, les flux d'APD destinés aux pays en développement ont sensiblement progressé pendant les années 2000 (graphique 6.1A). Les décaissements effectués par les membres du Comité d'aide au développement (CAD) de l'OCDE sont passés de 89 milliards de dollars en 2002 à 134 milliards de dollars en 2014 (en dollars constants de 2013), ce qui représente une augmentation de 51 %, mais reste légèrement inférieur aux niveaux record de 2010 et 2013. Toutefois, ces chiffres, qui ne représentent que 0,29 % du RNB des pays développés, restent bien en-deçà de l'engagement de 0,7 % et sont inférieurs

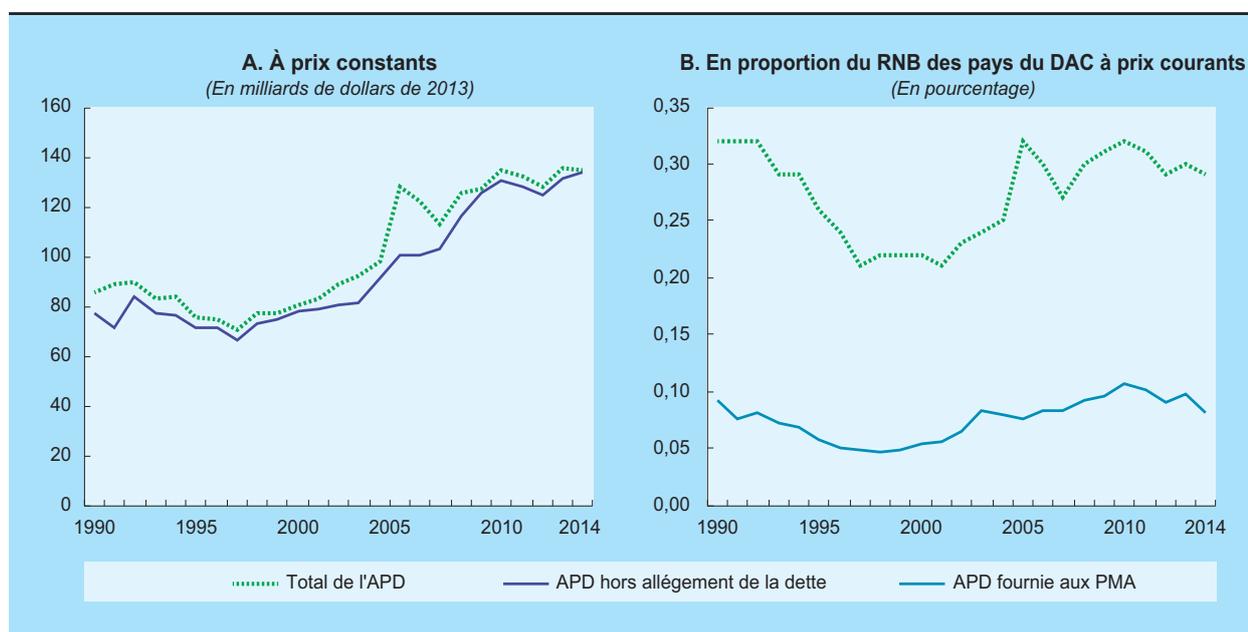
aux pourcentages du début des années 1990². En outre, depuis 2010, on observe une tendance à la baisse de ce pourcentage pour ce qui a trait aussi bien au total de l'APD qu'à l'APD destinée aux pays moins avancés (PM) (graphique 6.1B). Le tiers environ de l'APD est allé aux PMA où elle représente plus de 70 % du financement extérieur (Nations Unies, 2014a). L'APD en dollars constants a plus que doublé entre 2000 et 2010, mais elle est en baisse ces dernières années. En effet, l'aide bilatérale aux PMA a reculé de 16 % en 2014 (OCDE, 2015). En outre, les prévisions de dépenses des principaux donateurs portent à penser qu'une augmentation sensible des flux d'APD n'est guère probable à moyen terme (OCDE, 2014a).

Une part de plus en plus importante de l'aide du CAD/OCDE est consacrée au secteur social – ce qui s'explique, en partie, par les efforts déployés pour atteindre les objectifs du Millénaire pour le développement. L'APD allouée à ce secteur a augmenté de 117 % (en dollars constants) entre 2000 et 2008. L'APD consacrée aux infrastructures économiques et au secteur des services s'est accrue dans des proportions similaires, alors que l'aide au secteur de la production a moins augmenté (78 %). Vu sous un autre angle, la part de l'APD au secteur social dans l'enveloppe totale de l'aide au développement³ est passée de moins de 50 % dans les années 1990 à plus de 60 % en 2008 et est restée relativement stable depuis. Par contre, la part des flux d'APD allant à l'infrastructure économique et au secteur des services, ainsi qu'à la production a diminué (graphique 6.2).

L'efficacité de la contribution de l'APD⁴ au développement est très variable et dépend des modalités de l'aide selon qu'il s'agit de dons ou de prêts, d'une aide bilatérale ou passant par des institutions multilatérales, d'une aide budgétaire (non réservée à une utilisation spécifique) ou d'une aide destinée à financer certains projets. En général, les pays donateurs ont une préférence pour le financement de projets suivant des procédures bilatérales, parce qu'ils peuvent ainsi exercer un certain contrôle sur l'utilisation des fonds, notamment en liant l'aide à l'achat de biens et de services fournis par leurs entreprises. Selon certaines estimations, l'aide liée fait augmenter le coût des marchandises et des services et réduit les possibilités de développement locales⁵. L'aide multilatérale et l'aide budgétaire sont généralement de meilleures options pour les

Graphique 6.1

APD FOURNIE PAR LES PAYS DU CAD, 1990-2014

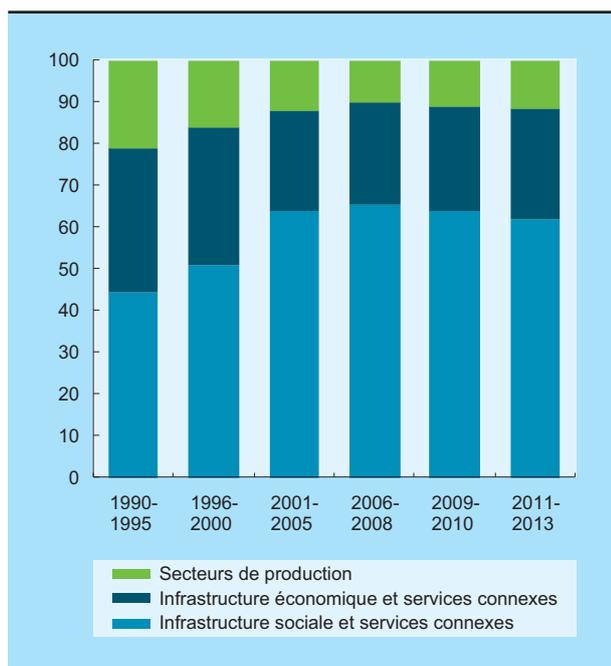


Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED à partir de la base de données *OECD.stat*.

Graphique 6.2

COMPOSITION DE L'APD PAR GRANDES CATÉGORIES, 1990-2013

(En pourcentage)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED à partir de la base de données *OECD.stat*.

pays bénéficiaires parce qu'elles laissent moins de marge aux préférences pas toujours favorables du donateur et permettent ainsi au pays bénéficiaire de mieux s'approprier l'aide. Elles peuvent également aider à renforcer la prévisibilité, la cohérence et la transparence de l'aide, ainsi que l'obligation de répondre de l'usage qui en est fait (CNUCED, 2006). L'aide multilatérale a représenté 39 % de l'APD totale en 2011-2012 (CNUCED, 2014b). En outre l'aide fournie sur une base pluriannuelle est plus prévisible pour le bénéficiaire ; une aide imprévisible et instable peut perdre jusqu'à 15 % à 20 % de son utilité⁶.

Outre les modalités de l'APD, la nature de certaines des composantes de l'aide influe également sur son efficacité. En effet, certains des flux inclus dans la définition du CAD/OCDE contribuent peu au développement. Par exemple, pendant des années, il était possible d'enregistrer parmi les flux d'APD certains crédits accordés au taux d'intérêt du marché qui n'exigeaient pas beaucoup des pays donateurs, puisque à 10 % le taux d'intérêt de référence était excessivement élevé. D'autres composantes de l'APD ne constituent pas un transfert de ressources aux pays en développement, car il s'agit, entre autres, de dépenses effectuées dans le pays donateur, notamment pour l'assistance technique, les frais administratifs, la formation d'étudiants étrangers et

l'aide aux réfugiés (Charnoz and Severino, 2015). En outre, l'allègement de la dette est une composante importante de l'APD, même lorsqu'il s'accompagne de flux financiers nets limités ou nuls dans le pays bénéficiaire (voir le graphique 6.1A). Certains prêts peuvent même être comptabilisés deux fois sous la rubrique APD : au moment de leur versement et au moment de leur annulation. Selon ActionAid (2005), en 2003, 39 % seulement de l'APD était « vraiment de l'aide »⁷.

En réponse à ces critiques, le CAD/OCDE a établi une distinction entre l'APD totale et l'aide programmable par pays (APP), aussi appelé aide « de base ». L'APP exclut de l'APD bilatérale les activités de nature imprévisible (aide humanitaire et allègement de la dette), celles qui n'impliquent pas de flux transfrontaliers et celles qui ne font pas partie d'accords entre les gouvernements (OCDE, 2014a). On estime qu'entre 2009 et 2013, l'APP a représenté 57 % de l'APD bilatérale brute. Toutefois, les engagements pris par les pays du CAD visent toujours l'APD. En outre, en décembre 2014, la réunion de haut niveau du CAD/OCDE a décidé de revoir la définition et les méthodes de mesure de l'APD afin de les « moderniser » (OCDE, 2014c). Le principal changement concerne la manière dont les pays rendent compte de leurs prêts concessionnels dans le cadre de l'APD.

Depuis le début du millénaire, la communauté internationale se concentre de plus en plus sur l'amélioration de la manière dont l'aide est fournie, ce qui signifie que l'on est de plus en plus conscient du fait que ce n'est pas seulement le volume de l'APD qui est important ; sa qualité est également essentielle si l'on veut qu'elle contribue au maximum au développement⁸. C'est ainsi qu'un certain nombre de principes ont été formulés pour améliorer l'efficacité de l'aide, notamment l'appropriation par les pays partenaires de leur stratégie de développement, l'alignement des donateurs sur ces stratégies, l'harmonisation de l'action des donateurs, la focalisation sur les résultats, la responsabilité mutuelle et la transparence. Il a été également décidé d'effectuer des évaluations périodiques de l'évolution de l'APD. Une évaluation

de 2010 de l'efficacité de l'aide au développement a indiqué que les progrès accomplis dans la réalisation de la plupart des objectifs énoncés dans la Déclaration de Paris avaient été très lents (CNUCED, 2011a). Dans le cadre de l'accord de Busan conclu en 2011, un Partenariat mondial pour une coopération efficace au service du développement a été établi. Sa première réunion s'est tenue au Mexique en 2014. Le rapport d'évaluation des progrès de l'efficacité de l'aide établi pour cette réunion a fait état de résultats mitigés (OCDE et PNUD, 2014).

2. La coopération pour le développement entre pays en développement

Une nouvelle tendance qui pourrait s'avérer importante pour l'aide au développement au niveau mondial est que les pays en développement figurent de plus en plus parmi les pays donateurs. Selon les Nations Unies (2014b), en 2011, la valeur totale de la coopération Sud-Sud était estimée entre 16,1 milliards de dollars et 19 milliards de dollars et représentait 10 % de la coopération totale pour le développement, en hausse de 6,7 % depuis 2006. Toutefois, il s'agit sans doute d'une sous-estimation, d'autant plus qu'il existe plusieurs définitions de l'aide au développement et qu'il n'y a pas de données systématiques et comparables d'un pays à l'autre. Pour nombre de pays

en développement, la coopération pour le développement est étroitement liée aux relations commerciales et dans le domaine de l'investissement et il est souvent difficile de distinguer les composantes publiques des composantes privées (Zhou, 2010).

D'après une étude, l'assistance financière Sud-Sud équivalait à 15 % environ de

l'aide réelle des pays du CAD en 2008, les principaux pays en développement donateurs étant l'Arabie Saoudite, la Chine, la République bolivarienne du Venezuela, la République de Corée, la Turquie et l'Inde, mais le Brésil a aussi été un donateur important durant d'autres années (The Reality of Aid Management Committee, 2010). Depuis, le volume de cette assistance financière a sensiblement augmenté,

Une nouvelle tendance qui pourrait s'avérer importante pour l'aide au développement au niveau mondial est que les pays en développement figurent de plus en plus parmi les pays donateurs.

la Chine venant en tête des donateurs. Il conviendrait de noter que toute cette assistance financière ne serait pas considérée comme de l'APD au sens où l'entendent les membres du CAD. L'assistance financière des pays non membres du CAD a pris la forme de dons, de prêts concessionnels et non concessionnels ainsi que de mesures d'allègement de la dette. La composition de cette assistance varie d'un pays à l'autre, mais les prêts y occupent une place dominante.

Des sources officielles chinoises distinguent clairement trois catégories d'assistance financière : les dons, les prêts sans intérêts et les prêts concessionnels. Les deux premières sont financées directement par le Trésor public et la troisième par la Banque chinoise d'import-export (voir la section E). Une part importante de cette aide est liée, la condition étant que la moitié au moins des achats effectués dans le cadre des programmes d'assistance soient des produits chinois, une condition qui vise également l'emploi de travailleurs chinois. Toutefois, comme cette assistance chinoise vise en grande partie à développer les infrastructures, elle peut beaucoup contribuer à la transformation des capacités de production à moyen et long termes. Selon des estimations de Wolf *et al.* (2013), pendant la période 2001-2011, c'est l'Amérique latine qui a reçu le plus d'aide de la Chine (dont une grande partie dans le cadre d'un programme multinational axé sur les ressources naturelles) ; viennent ensuite l'Afrique (ressources naturelles et infrastructures), l'Asie du Sud (infrastructures et aide financière de soutien budgétaire) et l'Asie du Sud-Est (infrastructures surtout).

L'assistance financière de l'Inde est fournie sous forme de crédits, de prêts concessionnels et de dons. Elle a servi à financer le développement d'infrastructures (par exemple, la reconstruction de voies ferrées en Angola), l'achat de machines et d'équipements agricoles, le développement des technologies de l'information et des communications (TIC) et la création d'entreprises de transformation (des noix de cajou en République-Unie de Tanzanie) ; elle a été également utilisée pour les soins de santé et à des fins humanitaires. Elle a été en très grande partie acheminée par l'intermédiaire de la Banque indienne d'export-import. La République de Corée et l'Arabie saoudite accordent des dons et des prêts concessionnels. L'assistance fournie par la République de Corée va à la santé, aux TIC, à l'éducation et à l'agriculture. Dans le cadre du

projet Petroamérique lancé en 2005, la République bolivarienne du Venezuela fournit du pétrole à des pays d'Amérique latine et des Caraïbes à des conditions financières très favorables (*Rapport sur le commerce et le développement 2007*). Certains pays d'Asie de l'Ouest fournissent une aide aux secteurs de production (transports, télécommunications, énergie et agriculture, par exemple). La plus grande partie de leurs financements vient de leur ministère des finances et une petite partie du Fonds saoudien pour le développement, en sus de l'assistance acheminée par des voies multilatérales. L'aide de la Turquie est fournie sous la forme de dons, de crédits à l'exportation et de prêts et est destinée à l'éducation et à la santé ainsi qu'à la mise en valeur des ressources hydriques, et au développement des infrastructures, de l'agriculture et de la culture (Kragelund, 2008).

Le Brésil se distingue des autres pays en ceci que c'est le pays où le cofinancement est la forme la plus répandue d'assistance ; il s'agit de financements triangulaires associant un organisme public brésilien, un organisme public du pays hôte et un pays développé donateur (Kragelund, 2008 ; UNCTAD, 2010). Les secteurs ciblés ont été principalement l'agriculture, l'éducation, la santé et la pêche, ainsi que la reconstruction (Gottschalk *et al.*, 2011). De plus, la banque nationale de développement du Brésil a accordé un certain nombre de prêts destinés, en particulier, à de vastes projets infrastructurels en Afrique et en Amérique latine.

3. Les défis de la coopération officielle

Les partisans d'un accroissement de l'aide, tout en reconnaissant que celle-ci n'est ni une panacée ni un moteur de croissance, soutiennent qu'elle peut être un catalyseur du développement, en contribuant, par exemple, au développement des infrastructures. Les sceptiques, en revanche, signalent les risques de dégradation associés notamment à l'insuffisance des capacités d'absorption de certains pays bénéficiaires, au « syndrome hollandais », à l'effet d'éviction sur d'autres sources de financement, au relâchement de l'effort budgétaire et à la corruption. Cependant, certaines de ces craintes sont exagérées (CNUCED, 2006) et d'autres peuvent être dissipées grâce à une bonne gestion de l'aide et à des politiques macroéconomiques adaptées et en adoptant des

procédures appropriées de responsabilisation et de suivi. Les conditionnalités dont cette aide est assortie sont évidemment importantes à cet égard et peuvent avoir des effets positifs ou négatifs selon la manière dont elles sont formulées et mises en œuvre.

Depuis le Consensus de Monterrey de 2002, qui a fait de l'augmentation de l'APD une condition indispensable de la réalisation des objectifs du Millénaire du développement, la gestion des flux de l'aide s'est quelque peu améliorée. Des efforts ont été déployés notamment pour délier l'aide, déclarer l'APD dans les budgets nationaux des pays bénéficiaires et utiliser les mécanismes administratifs des pays pour gérer les programmes et projets financés au moyen de l'aide (Nations Unies, 2014b). Par exemple, en 2012, 79 % de l'APD bilatérale du CAD a été déclarée non liée, contre 50 % au début du millénaire (OCDE et PNUD, 2014)⁹. Toutefois, « les conditions d'octroi de l'APD demeurent trop nombreuses et détaillées dans certains cas, (et) les procédures internes des donateurs demeurent complexes et insuffisamment souples ». En outre, la forte fragmentation de l'aide s'aggrave avec l'arrivée de nouveaux donateurs et acteurs, ce qui rend la coordination encore plus difficile (Nations Unies, 2014b : 8). Mais par-dessus tout, en dépit des augmentations enregistrées récemment, ce type de financement à long terme est très loin de correspondre aux engagements pris et de répondre aux besoins.

S'il est un domaine important qui a été relativement négligé par le financement public et c'est bien celui des programmes en faveur des biens publics mondiaux. C'est particulièrement évident dans le cas de l'adaptation aux changements climatiques et de l'atténuation de leurs effets. Des accords internationaux de grande portée relatifs aux changements climatiques ont souligné la nécessité d'un financement « nouveau et additionnel » dans le domaine des changements climatiques. En vertu de l'Accord de Copenhague, les pays développés se sont collectivement engagés à fournir un financement accéléré à hauteur de 30 milliards de dollars environ pour la période 2010-2012, à être répartis de manière équilibrée entre les activités d'atténuation et d'adaptation. Ces pays se sont également engagés

à mobiliser 100 milliards de dollars par an d'ici à 2020 pour répondre aux besoins des pays en développement (CCNUCC, 2009). Une évaluation des financements accélérés a révélé que 35 millions de dollars avaient été mobilisés entre 2010 et 2012. Cependant, on estime que 80 % de ces ressources ont été également comptabilisées dans l'APD (Nakhouda *et al.*, 2013). Les engagements pris par les donateurs de mobiliser 10,2 milliards de dollars (CCNUCC, 2014) constituent un progrès important vers l'entrée en fonctionnement du Fonds vert des Nations Unies pour le climat, même si cette somme ne représente que 10 % environ de l'objectif que les pays se sont engagés à atteindre à l'horizon 2020.

Étant donné qu'il ne semble exister aucune définition appropriée de ce qu'il faut entendre par « nouveau et additionnel », pas plus qu'il n'existe de définition internationalement acceptée du financement de l'action climatique et de la manière

En dépit des augmentations enregistrées récemment, l'APD est très loin de correspondre aux engagements pris et de répondre aux besoins.

dont il doit être fourni, « une bonne partie du financement de l'action climatique s'inscrit actuellement dans le cadre des engagements pris en matière d'aide et est acheminé par l'intermédiaire d'un système décentralisé dominé par un grand nombre d'organismes bilatéraux d'aide et une série de fonds multilatéraux » (Pickering *et al.*, 2015 :149).

Par conséquent, dans la plupart des cas le financement de l'action climatique n'est pas un financement additionnel et a, en outre, aggravé la complexité du problème de la fragmentation de l'aide. Qui plus est, l'aide fournie jusqu'ici a été principalement allouée aux activités d'atténuation des changements climatiques et a, de ce fait, favorisé de manière disproportionnée les pays en développement à revenu intermédiaire. Le financement destiné aux activités d'adaptation aux effets des changements climatiques, dont l'importance est vitale pour les pays les plus pauvres, reste insuffisant (Département des affaires économiques et sociales de l'ONU, 2015 ; Nakhouda *et al.*, 2013). C'est un argument de poids qui devraient convaincre les pays riches – et d'autres pays en mesure de le faire – d'accorder une plus grande attention au financement public des activités concernant l'atténuation des changements climatiques et l'adaptation à ses effets dans les pays pauvres.

Devant le montant relativement bas du financement public actuellement disponible, des discussions sont en cours sur la possibilité de recourir à un « financement mixte », consistant à utiliser l'aide au développement comme levier pour mobiliser des capitaux privés pour des investissements à long terme. L'APD pourrait servir, par exemple, à subventionner des prêts et des prises de participation ou à apporter des garanties pour des investisseurs privés ou des cofinancements. Cette approche consistant à utiliser l'aide comme levier pour attirer des capitaux privés a déjà été adoptée dans les programmes d'assistance de plusieurs pays en développement, notamment la Chine, comme on l'a vu plus haut. Aujourd'hui, elle est également encouragée par d'autres donateurs et est fortement préconisée par des organisations internationales telles que la Banque mondiale et l'OCDE¹⁰.

Dans un certain sens, puisque les investissements axés sur le développement créent nécessairement des externalités et des complémentarités entre le secteur public et le secteur privé et puisque dans la pratique le financement des investissements mélange initiatives publiques et privées, on peut considérer que toutes les ressources financières consacrées au développement sont en fait mixtes. Le plus important est de savoir qui fait le mélange, comment et à quelle fin. Ce genre de financements comporte peut-être des avantages en ceci qu'ils peuvent permettre de mobiliser plus de ressources¹¹, mais ils ont également certains inconvénients, comme l'ont montré des travaux de recherche récents¹². En particulier, les flux d'APD risquent d'être utilisés pour renforcer les inégalités créées par les marchés privés, aux niveaux géographique, sectoriel et institutionnel. L'aide liée à l'expansion des investissements du secteur privé a tendance à aller aux pays à revenu intermédiaire et à négliger les pays à faible revenu. En outre, l'aide aux PME des pays en développement est généralement insuffisante. Plusieurs des tentatives faites pour soutenir l'investissement privé ne tiennent pas suffisamment compte de la diversité du secteur privé ; par exemple, elles ne font pas la différence

entre les dépenses de développement visant à aider les petits agriculteurs à acheter des intrants et les investissements effectués dans les pays en développement par des sociétés transnationales (STN), dans le seul but d'augmenter leurs gains. De plus, lorsque ce sont les STN des pays donateurs qui bénéficient de ces financements, au détriment des entreprises des pays en développement, l'aide risque d'être de plus en plus liée à la fourniture de produits et de services fournis par des entreprises du pays donateur.

Compte tenu de ces inconvénients, la communauté internationale devrait analyser plus à fond le fonctionnement de ces mécanismes et leurs incidences sur le développement, avant de

faire des recommandations les concernant. Une évaluation préalable devrait être effectuée pour veiller à ce que les financements additionnels envisagés aillent à des entreprises qui, sans ces financements, n'investiraient pas dans les activités et aux fins prévues, et pour s'assurer que ces entreprises n'ont accès à

aucune autre source de financement. La contribution à la réduction de la pauvreté et au développement devrait pouvoir être clairement démontrée. En outre, cette approche consistant à se servir de l'APD comme levier pour attirer des ressources financières privées pourrait avoir un coût d'opportunité trop élevé. Il serait peut-être préférable d'allouer les flux de l'APD au renforcement du secteur privé productif des pays en développement en soutenant les PME de ces pays et leurs petits agriculteurs. Il est également important de veiller à ce que cette aide ne devienne pas un moyen de transférer les risques du secteur privé au secteur public, les coûts d'un échec éventuel du projet retombant sur le secteur public et les bénéfices potentiels allant au secteur privé. Enfin, les fonds obtenus par cet effet de levier devraient être soumis aux mêmes impératifs d'efficacité que l'APD en général.

Le coût d'opportunité de l'utilisation de l'APD comme levier pour mobiliser des financements privés pourrait être élevé.

C. Les partenariats public-privé au service du développement

Un partenariat public-privé (PPP) est un contrat entre un gouvernement et une entreprise privée, en vertu duquel l'entreprise privée assure le financement, la construction et l'exploitation d'une prestation traditionnellement considérée comme relevant du domaine de l'État¹³. Dans certains types de PPP, l'entreprise privée est même propriétaire des avoirs sous-jacents nécessaires à la fourniture de la prestation en question pendant une période donnée. L'entreprise perçoit une rémunération pendant un certain nombre d'années, sous la forme soit de redevances payées directement par les utilisateurs soit de versements par les pouvoirs publics, ou les deux. Comme le partenaire privé n'est pas nécessairement un investisseur étranger, et n'obtient pas forcément un financement extérieur, les PPP ne sont pas uniquement une source de financement international. En effet, comme on le verra plus loin, plusieurs grands pays mettent fréquemment en œuvre des PPP, dans le cadre desquels de grandes entreprises locales effectuent des investissements de grande envergure dans les infrastructures.

Les PPP sont devenus de plus en plus répandus dans les pays développés et en développement au cours des vingt dernières années et suscitent actuellement un regain d'intérêt dans le contexte des négociations sur les ressources financières destinées au développement et aux objectifs du Millénaire pour le développement. On espère qu'en mobilisant ainsi les ressources du secteur privé, il sera possible de multiplier des millions de dollars en milliards, voire en milliers de milliards de dollars.

Les PPP peuvent sembler efficaces du fait qu'ils permettent d'élaborer et de mettre en œuvre des projets d'infrastructure en période de difficultés budgétaires, et il y a certes quelques exemples de succès. Bien gérés, les PPP peuvent aussi accroître l'efficacité des services publics en leur faisant bénéficier des compétences techniques du secteur privé (CEPALC, 2015). Toutefois, l'expérience montre également qu'ils ne sont pas sans danger et comportent des coûts budgétaires et d'autre nature auxquels on ne s'attend pas. De plus, leurs résultats

ont rarement, pour ne pas dire jamais, été comparés comme il se doit à d'autres mécanismes disponibles, tels que les systèmes traditionnels de passation de marchés publics et de fourniture de services publics. Les données recueillies sur des décennies et dans de nombreux pays portent à conclure que les ressources financières du secteur public continueront d'être lourdement mises à contribution. Il faut faire preuve de prudence si l'on veut que les PPP apportent les avantages escomptés pour le développement et éviter ou réduire au minimum les coûts que ces partenariats pourraient entraîner (Groupe d'évaluation indépendant, GEI, 2014).

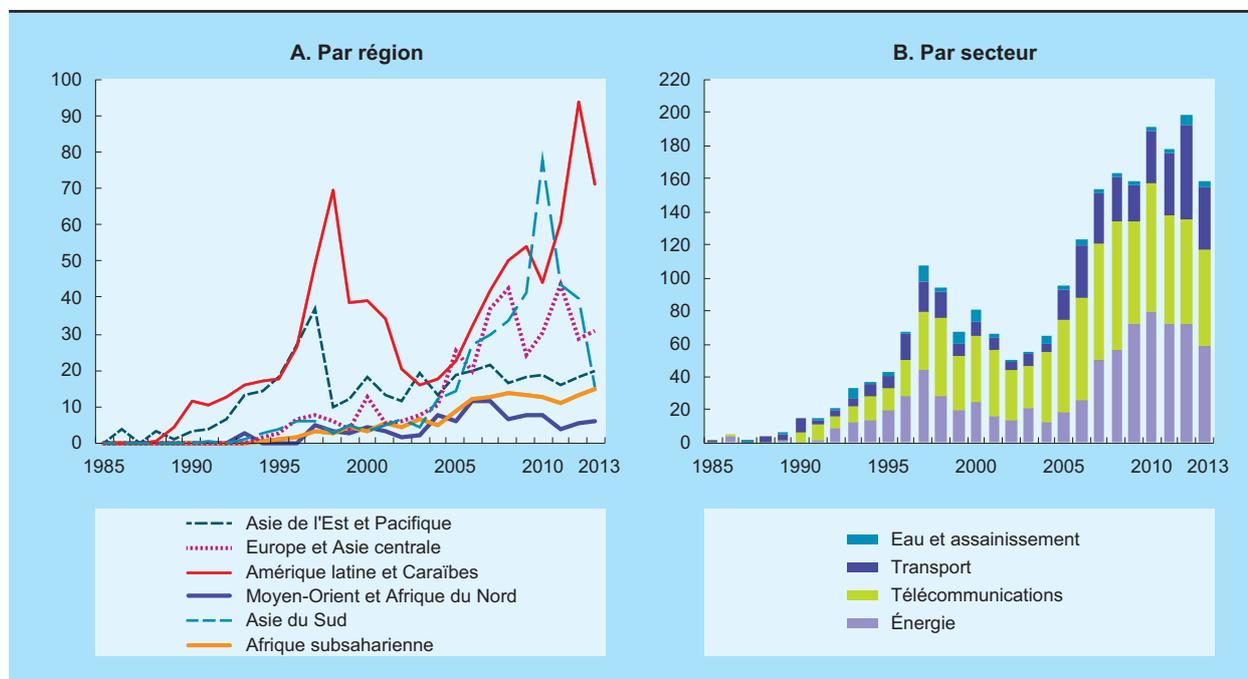
1. *L'ampleur, la portée et l'utilisation des PPP*

En 2013, les ressources financières allouées aux projets d'infrastructures dans les pays en développement dans le cadre de PPP se sont chiffrées à environ 159 milliards de dollars, ce qui représente une progression depuis la crise économique et financière de 2008-2009 mais reste très loin du pic atteint en 2012¹⁴. Les PPP se sont multipliés depuis leur apparition dans les années 1980 (graphique 6.3A), même avec le récent ralentissement économique. Ils ont surmonté les crises latino-américaines et asiatiques, le scandale d'Enron et d'autres scandales impliquant de grandes sociétés, qui ont affecté même les pays qui avaient réussi à attirer des capitaux par le passé (Banque mondiale, 2009). Dans l'ensemble, les pays développés y ont de plus en plus recours eux aussi, ce qui reflète une certaine fragilité face aux chocs extérieurs et au cycle économique en général. Cependant, en Europe, les PPP se sont chiffrés à environ 13 milliards d'euros en 2012, le niveau le plus bas depuis au moins 10 ans. Ces tendances récentes sont porteuses de défis futurs. Le coût de l'endettement n'a jamais été aussi bas, or il est de plus en plus difficile de financer de nouveaux investissements dans les infrastructures, surtout quand une prise de participation est exigée (Helm, 2010).

Graphique 6.3

PARTICIPATION DU SECTEUR PRIVÉ AUX INVESTISSEMENTS D'INFRASTRUCTURE, 1985-2013

(En milliards de dollars courants)



Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED à partir de la base de données des participations privées dans les projets d'infrastructures établie par la Banque mondiale (au mois de juillet 2015).

Note : Les groupes de pays du graphique A sont les mêmes que ceux de la source. Les années sont celles de la mise en œuvre des investissements.

Les investissements effectués dans le cadre de PPP ont été concentrés dans un nombre relativement limité de pays et de secteurs. Près de 60 % de la participation privée totale aux projets enregistrés dans les pays en développement ont concerné la Chine, le Brésil, la Fédération de Russie, l'Inde, le Mexique et la Turquie (par ordre d'importance). Cela signifie que ceux qui investissent dans le cadre de PPP ne sont pas très différents d'autres investisseurs institutionnels et préfèrent, comme eux, les grands marchés dynamiques aux économies vulnérables qui ont le plus besoin de financement. Parmi les régions en développement, c'est l'Amérique latine qui a traditionnellement accueilli le plus grand pourcentage de PPP et en 2013 représentait 45 % du total. Seuls 10 % des PPP sont en Afrique, mais les investissements dans l'Afrique subsaharienne ne cessent d'augmenter (essentiellement dans les télécommunications).

Les PPP sont également concentrés dans un nombre relativement limité de secteurs,

les télécommunications représentant 37 % du total (58 milliards de dollars) et l'énergie 37 % (59 milliards de dollars) (graphique 6.3B). Le secteur de l'eau et de l'assainissement est l'un de ceux qui ont le plus besoin d'infrastructures pour soulager les souffrances humaines, mais c'est celui qui a le moins bénéficié des financements des PPP, puisque 3,5 milliards de dollars à peine lui ont été alloués en 2013 (voir également CNUCED, 2013). En effet, ce sont les secteurs des TIC et de l'énergie qui ont le plus attiré les investissements commerciaux, alors que les secteurs les plus problématiques sur le plan social n'ont attiré presque aucune activité privée (AICD, 2010). En outre, il est plus courant de voir conclure des PPP pour des investissements dans des installations existantes que pour des projets entièrement nouveaux ou pour des activités transformatrices à risque, comme celles qui sont liées aux changements climatiques (WEF, 2014).

Il n'est donc pas étonnant que le recours accru aux PPP n'ait pas allégé les responsabilités de l'État en ce qui concerne les investissements visant

à développer les infrastructures ; la contribution du secteur public demeure essentielle, surtout en période d'incertitude. Les estimations relatives à la part de l'investissement public dans le total des investissements infrastructurels sont très variables et vont de 75 % à 90 % (Estache, 2010 ; Briceño-Garmendia *et al.*, 2008 ; Hall, 2015). Même dans l'Union européenne, la part moyenne des PPP dans le total des investissements infrastructurels est très faible et quelques pays ont même décidé de ne pas du tout avoir recours à ce mode de financement (graphique 6.4). Dans les pays en développement, les gouvernements ont financé environ 70 % des projets d'infrastructure pendant la période 2000-2005, un pourcentage qui atteint 90 % dans les pays dont le revenu est le plus faible¹⁵. Ceci s'explique dans une grande mesure par la nature même des infrastructures. Comme l'a fait remarquer la Banque mondiale (2009 :78), « de nombreux gouvernements estiment que le secteur privé est la solution. Cependant, le financement privé, tout en offrant des ressources additionnelles, ne modifie pas les caractéristiques fondamentales des prestations infrastructurelles : au bout du compte, ce sont les clients ou les contribuables (nationaux ou étrangers) qui doivent payer pour ces investissements et une tarification permettant de recouvrer les coûts ainsi que des subventions bien ciblées demeurent les pièces maîtresses de toute prestation infrastructurelle qui se veut durable, qu'elle soit fournie par le secteur public ou par le secteur privé. ».

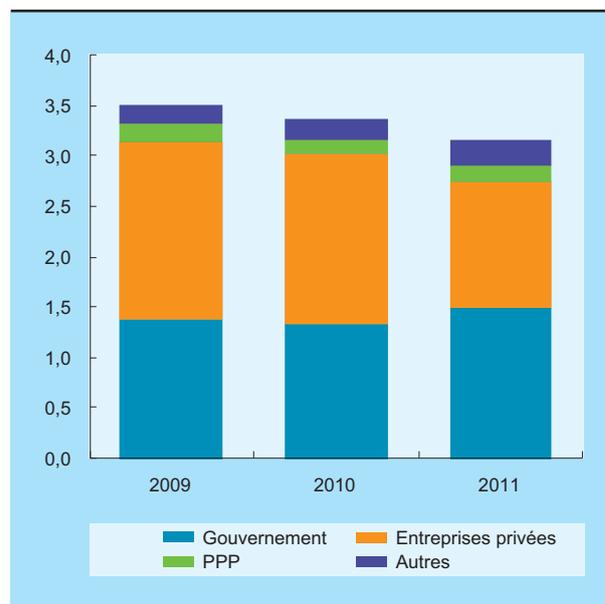
Par conséquent, même avec les PPP, les ressources financières publiques restent indispensables. Les emprunts et les fonds du secteur public ont représenté 67 % du total des investissements effectués dans le cadre des PPP (au sens large de la définition de la Banque mondiale), la différence étant constituée d'emprunts et de capitaux du secteur privé (Mandri-Perrott, 2014). En outre, ces données ne concernent que la phase précédant la phase opérationnelle des projets, après laquelle les coûts totaux du secteur public augmentent, en général, de beaucoup.

La participation privée aux investissements infrastructurels a été traditionnellement dominée par de grandes sociétés transnationales (STN) domiciliées dans des pays de l'OCDE (OCDE/NEPAD, 2005), surtout lorsqu'il s'agit de projets de grande envergure. Les données de la base de données de la Banque mondiale sur les participations privées dans les projets d'infrastructures pour la période

Graphique 6.4

FINANCEMENT DU SECTEUR DES INFRASTRUCTURES DANS L'UNION EUROPÉENNE, PAR CATÉGORIE DE FINANCEMENT, 2009-2011

(En pourcentage du PIB)



Source : Banque européenne d'investissement, 2012.

2010-2014 indiquent que la présence d'investisseurs étrangers est encore très importante dans de nombreux pays en développement, représentant environ 58 % des investissements des PPP au Mexique et 35 % en Chine (pourcentage des investissements financés en partie ou en totalité par des étrangers). Pour les pays en développement, cela signifie que ce mode de financement présente certains des mêmes risques que le financement extérieur privé et examinés dans les chapitres précédents, en plus des autres aspects problématiques des prestations infrastructurelles. Les projets peuvent être financés au moyen d'emprunts internationaux, ce qui suppose une certaine exposition au risque de change, puisque les versements au titre du remboursement et des dividendes sont effectués en monnaie étrangère, alors que les gains (si bénéfiques il y a) sont perçus en monnaie locale, plus faible. Les fluctuations brusques des taux de change peuvent affecter gravement la rentabilité des projets, comme on l'a vu en Amérique latine et en Asie du Sud-Est dans les années 1990, ce qui « aide à expliquer pourquoi l'enthousiasme des investisseurs internationaux pour ce genre de projets a diminué » (OCDE/NEPAD, 2005 : 171)¹⁶. Par conséquent, dans certains pays,

le risque de change des projets PPP retombent sur le gouvernement hôte. Cependant, pendant la période 2010-2014, dans quatre des six pays en développement ou en transition qui ont accueilli le plus grand pourcentage de PPP, la présence des entreprises locales aurait été plus importante que celle des entreprises étrangères, selon la base de données de la Banque mondiale sur les participations privées dans les projets d'infrastructure. En Inde, 81 % des projets ont été financés uniquement par des capitaux nationaux ; en Chine ce pourcentage a été d'environ 60 %, en Turquie de 55 % et au Brésil de 39 % (contre 14 % pour le financement par des entreprises étrangères exclusivement)¹⁷. Il semble, en particulier que les sources de financement intérieures soient plutôt utilisées pour de petits projets, mais il serait prématuré de conclure qu'il s'agit d'un changement permanent dans les choix de financement et non d'un phénomène cyclique propre à la conjoncture d'après-crise. Quoi qu'il en soit, dès lors que des fonds sont empruntés à l'étranger pour financer un projet dans le cadre d'un PPP, il y a un risque de change, indépendamment de la nationalité des partenaires.

Certaines des plus grandes sociétés parties à des POO sont des monopoles semi-publics dans leur propre pays ; d'autres sont liées aux pays hôtes par des liens culturels ou linguistiques¹⁸. De ce fait, les gouvernements qui négocient les conditions d'une participation privée à un PPP n'ont pas nécessairement comme interlocuteurs un grand nombre de concurrents isolés les uns des autres. Par exemple, il n'y a généralement pas plus de deux ou trois soumissionnaires dans les appels d'offres dans le secteur des transports (Estache and Serebrisky, 2004). La concurrence peut être également limitée par des procédures d'appel d'offre comportant plusieurs étapes ; dans un premier temps il y a une pré-sélection qui élimine des concurrents même avant qu'aient été précisés tous les détails des offres, lesquels sont soumis par la suite dans une deuxième étape. En outre, un gouvernement peut avoir à négocier avec une personne morale ayant un pouvoir de marché comparable, voire supérieur au sien (OCDE/NEPAD, 2005). Les conditions et modalités du contrat peuvent s'en trouver déséquilibrées ; cette situation peut également influencer sur le règlement de différends éventuels, car, en cas de conflit, les entreprises partenaires peuvent être assez grandes et puissantes pour affronter les organismes de réglementation, (Shaoul, 2009)¹⁹.

2. L'évaluation des avantages et des coûts des PPP

L'une des raisons les plus répandues pour lesquelles les gouvernements optent pour des PPP au lieu d'investir directement eux-mêmes est que les PPP sont supposés apporter des ressources financières additionnelles, en plus de ce que les gouvernements peuvent fournir. Toutefois, les résultats sont pour le moins ambigus. Selon certains observateurs, les PPP représentent un financement additionnel dans les pays en développement plutôt que dans les pays développés (Winch *et al.*, 2012), surtout lorsque les fonds sont obtenus hors du pays. Cependant, après avoir analysé l'expérience de la Banque mondiale pendant les dix années pendant lesquelles elle a apporté son soutien à la mise en place de PPP, le Groupe d'évaluation indépendant (GEI) est arrivé à la conclusion que « contrairement à ce que l'on pourrait penser, les PPP n'apportent généralement pas de ressources additionnelles au secteur public » (GEI, 2014 : 6). Si les PPP étaient plus efficaces que le secteur public et pouvaient contrebalancer leurs coûts de financement plus élevés, ils pourraient représenter une source additionnelle de financement, à savoir qu'ils créeraient de l'épargne. Cependant, les résultats ont été mitigés sur le plan de l'efficacité.

En outre, dans les pays développés, l'expérience a montré que les PPP ne peuvent être une source de financement additionnelle qu'à certaines conditions bien spécifiques. Dans la réalité, certains PPP peuvent être « une source de financement pseudo-additionnelle à la faveur des règles comptables » (Winch *et al.*, 2012 : 15), c'est-à-dire qu'ils deviennent un moyen de contourner des contraintes administratives, telles que les prescriptions en matière de responsabilité budgétaire, en rendant possible la mise en œuvre de projets financés au moyen de ressources privées ne figurant pas au budget de l'État. Toutefois, même cet « avantage » comptable peut s'avérer éphémère dans la mesure où d'autres coûts budgétaires ultérieurs devront être inscrits au budget, tels que les subventions ou d'autres incitations qui n'interviennent que plus tard.

Un autre argument avancé en faveur des PPP est qu'ils sont plus efficaces et rapportent davantage. Selon certains critères d'évaluation de la performance des entreprises, durant la phase de construction, la plupart des PPP soutenus par la

Banque mondiale ont obtenu de bons résultats, en ceci que les travaux ont été achevés à temps et sans dépassement budgétaire, 62 % de ces PPP ayant obtenu une évaluation satisfaisante ou plus que satisfaisante du GEI. Toutefois, la viabilité à long terme sur toute la durée de vie des projets n'a pas été évaluée. Sur les 128 projets étudiés, 10 projets ont enregistré des données sur la qualité des prestations, 8 sur l'efficacité et 1 seul sur les résultats budgétaires. L'amélioration de l'accès des pauvres aux services n'a pu être confirmée que dans 10 % environ des cas (GEI, 2014). En raison du manque de données, il est difficile de tirer des conclusions sur les incidences des PPP sur les utilisateurs finals.

On a remarqué que les PPP sont généralement plus onéreux que les méthodes traditionnelles de passation de marchés ou que la fourniture de prestations par le secteur public, ne serait-ce que parce que le coût du crédit est moins élevé pour les gouvernements que pour le secteur privé²⁰. Une étude de l'OCDE portant sur 18 pays pour lesquelles on dispose de données sur le pourcentage de la contribution des PPP aux infrastructures publiques est arrivée à la conclusion que « le peu d'informations dont on dispose ne permet pas de déterminer empiriquement si les PPP donnent de meilleurs résultats que les procédures traditionnelles de passation de marchés pour des projets d'infrastructure sur toute la durée de vie du projet. Cette conclusion est diamétralement opposée à l'argument avancé en faveur des PPP, à savoir qu'ils assureraient le maximum de valeur ajoutée sur toute leur durée de vie » (Burger and Hawkesworth, 2013 : 69).

En outre, les données concernant la contribution des PPP au développement sont relativement rares. À terme, le fait que plus de la moitié de tous les contrats de PPP sont renégociés en moyenne tous les deux ans influe fortement sur les résultats (GEI, 2014). Les dispositions renégociées sont généralement plus favorables pour l'exploitant de la concession (hausse des tarifs ou report des obligations), et il devient encore plus difficile pour le gouvernement partenaire d'assurer la fourniture de services satisfaisants (en termes de qualité, de prix et de couverture). Cette observation ne s'applique pas seulement aux projets soutenus par la Banque mondiale ; une étude de l'OCDE des pays membres ayant recours aux PPP a révélé que lorsqu'un contrat est renégocié à la demande du partenaire du secteur privé, il est très probable que la valeur ajoutée pour le gouvernement

est moins grande que celle calculée sur la base du contrat initial (Burger and Hawkesworth, 2013).

Tous ces facteurs expliquent l'ampleur étonnante des obligations et des engagements souscrits par les gouvernements dans le cadre de PPP et méritent de ce fait que l'on s'y attarde. Les engagements sont explicites ou implicites, contractuelles ou non contractuelles. Certains sont évidents d'emblée. Par exemple, en Chine les investisseurs étrangers demandent habituellement un rendement garanti fixe ou minimum ; la République de Corée offre un revenu minimum garanti, ce qui a beaucoup aidé à attirer les capitaux privés, mais a aussi créé un problème de risque moral (Winch *et al.*, 2012). D'autres engagements peuvent surgir ultérieurement, ce qui pourrait créer un problème majeur pour les gouvernements, puisque la durée de vie des projets est de 30 ans ou plus.

Pour les 128 PPP de son échantillon, la Banque mondiale a conclu qu'il n'était pas possible de tirer des conclusions sur le partage des risques entre les partenaires du secteur privé et ceux du secteur public, du fait que les « engagements conditionnels en aval sont rarement quantifiés lorsque l'investissement est au stade de projet » (GEI, 2014 : 40). C'est dû, en partie au fait qu'il n'existe pas de système type pour l'établissement de rapports financiers, si bien qu'il est difficile aussi bien pour les investisseurs que pour les gouvernements de juger des risques que présentent les projets de PPP. La Chine a fortement réduit son utilisation des PPP parce qu'il est apparu qu'ils créaient des engagements difficiles à gérer au niveau local, et après avoir atteint un pic de 6 % des dépenses publics et de 0,8 % du PIB entre 1995 et 1997, ils ont rapidement chuté (Ahmad *et al.*, 2014). Le Brésil a imposé des limites à l'exposition des gouvernements des états et des gouvernements locaux et certains états ont déjà atteint cette limite et ont demandé une aide fédérale.

Le problème ne se pose pas seulement pour les pays qui n'ont aucune expérience dans ce domaine, mais aussi pour les pays où des PPP sont déjà en vigueur. Selon une étude de l'OCDE, la plupart des pays ne prennent en considération que les ressources financières dont ils disposent à moyen terme, lorsqu'ils doivent décider s'il leur faut opter pour des PPP ou continuer d'utiliser leur système traditionnel de passation de contrats pour les projets d'infrastructure. Toutefois, vue sur le long terme la situation peut être très différente et les gouvernements

doivent budgétiser l'intégralité des coûts dès le départ (Burger and Hawkesworth, 2013). Même s'il est prévu que le coût du projet soit entièrement couvert par les tarifs payés par les utilisateurs plutôt que par les revenus publics, les planificateurs doivent être conscients des incidences budgétaires futures, au cas où, pour une raison ou pour une autre, les paiements perçus des utilisateurs ne suffiraient pas, soit, par exemple, que la demande est moins importante que prévue, soit que les consommateurs ne veulent pas ou ne peuvent pas payer. Si les rapports financiers indiquaient les engagements du gouvernement sur toute la durée de vie du projet, le coût budgétaire réel du projet pourrait s'avérer beaucoup plus élevé. Au Royaume-Uni, par exemple, les préoccupations suscitées par l'ampleur des paiements unitaires que le gouvernement doit effectuer (environ 9 milliards de livres sterling par an pendant les prochaines décennies) a poussé le Trésor à revoir tous les PPP et à émettre de nouvelles lignes directrices.

Les engagements du gouvernement peuvent prendre plusieurs formes. Ils peuvent être consignés formellement dans des contrats ou être informels et découler du simple fait que les gouvernements sont des fournisseurs de dernier ressort. Lorsque les choses tournent mal, les coûts budgétaires peuvent être élevés, comme cela a été le cas pour certains projets d'infrastructure au Mexique. Au début des années 1990, le Mexique a lancé un ambitieux programme de construction de route nécessitant la conclusion de plus de 50 PPP (concessions) pour la construction et la gestion de 5 500 kilomètres de routes à péage. Les concessions ont été largement financées au moyen de prêts à taux d'intérêt variables accordés par des banques locales qui appartenaient à des gouvernements locaux et avaient été pressées de soutenir le projet. Il était prévu que les péages routiers assureraient des revenus suffisants non seulement pour rembourser les prêts, mais aussi pour rapporter des bénéfices aux partenaires privés. Cependant, les coûts se sont avérés plus élevés et le trafic routier plus faible que prévu. Les taux d'intérêt ont augmenté et le système bancaire a dû absorber de plus en plus d'engagements. Le système était déjà en difficulté quand un choc macroéconomique est venu empirer la situation. Le gouvernement fédéral a dû intervenir, bien qu'aucune garantie explicite ne l'y

obligeât. Il restructura entièrement le programme routier, mit en œuvre un plan de sauvetage pour les concessionnaires, racheta 25 d'entre eux et prit à sa charge près de 8 milliards de dollars de dettes (Ehrhardt and Irwin, 2004).

Dans plusieurs pays, certains programmes ont été abandonnés parce que les résultats des

Le poids des obligations et des dettes liées aux PPP s'est souvent avéré beaucoup plus lourd que prévu.

PPP n'étaient pas satisfaisants. Dans le cas concret des services de distribution d'eau, plus de 180 municipalités et collectivités dans 35 pays ont repris le contrôle de ces services au cours des 15 dernières années (Water Justice, 2014). Il y a trois raisons à ce phénomène de « remunicipalisation » : les

nombreux problèmes résultant de la privatisation de l'eau, indépendamment semble-t-il du pays ou du régime réglementaire ; le fait que les services publics de distribution d'eau sont tout aussi efficaces, sinon plus et qu'il leur est possible de pratiquer des prix plus bas puisqu'ils n'ont pas à répartir des dividendes ou des bénéfices entre des opérateurs privés ; et le secteur public jouit d'un avantage comparatif quand il s'agit d'assurer le bien-être humain et de réaliser des objectifs sociaux et environnementaux (Lobina and Hall, 2013).

3. Les conclusions à tirer pour la politique publique

Les PPP peuvent, néanmoins, être une source utile de financement à long terme au service du développement, étant donné que les autres ressources extérieures sont rares, surtout si les contraintes budgétaires réelles ou perçues persistent et empêchent les gouvernements d'entreprendre directement le financement du développement sur le long terme. Toutefois, il est important que les gouvernements comprennent toutes les conséquences et les ramifications des PPP et soient attentifs aux coûts et avantages des projets sur toute la durée de vie de ceux-ci, afin de s'éviter des chocs budgétaires regrettables par la suite.

Pour cela, il faut commencer par améliorer la transparence et la responsabilisation dans

les PPP, en adoptant notamment un système normalisé d'enregistrement des transactions publiques et d'établissement de rapports concernant ces transactions, en particulier en pratiquant une comptabilité d'exercice tenant compte des investissements et des coûts à long terme. Même lorsque les gouvernements n'offrent pas de garanties explicites, ils seront sans doute appelés à assumer une part importante des passifs. Il est notamment préoccupant qu'un grand nombre de pays ne disposent toujours pas des systèmes comptables nécessaires. L'ironie de la situation est que ce sont peut-être les pays qui espèrent le plus des PPP qui sont les moins à même de bien les gérer.

Il faut également améliorer les processus de prise de décisions concernant les PPP. Ces derniers ne sont peut-être pas toujours le meilleur moyen de mobiliser des investissements à long terme à visée sociale. Par conséquent, ils doivent faire l'objet

d'une évaluation appropriée avant d'être préférés à d'autres moyens de fournir des biens et des services publics. Cela suppose également une meilleure planification préalable, une comparaison minutieuse avec d'autres méthodes (telles que la passation de marchés publics) et une plus grande transparence des dispositions contractuelles (notamment les clauses de renégociation et les clauses de sortie ou de résiliation des contrats), ainsi que la détermination et la quantification des incidences budgétaires. En outre, il faudrait que les gouvernements rendent publics la documentation et les informations concernant les PPP et les contrats connexes afin d'encourager l'intégrité et la transparence des processus et de faire en sorte qu'ils soient socialement responsables également. Il pourrait également être utile de créer un forum pour le partage de l'expérience et des compétences et de constituer des réseaux de pays en développement dans le même but.

D. Les fonds souverains peuvent-ils faire la différence ?

Ces dernières années, un grand nombre de gouvernements ou d'autorités régionales ont accumulé un volume important d'avoirs extérieurs et ont créé des fonds souverains pour les faire fructifier plutôt que de continuer à augmenter leurs réserves internationales. La valeur totale de ces avoirs publics s'élève actuellement à plus de 7 000 milliards de dollars, ce qui a fait naître l'espoir, dans certains milieux, que ces fonds souverains pourraient s'ajouter aux sources de financement disponibles pour le développement, d'autant plus que 40 des 52 fonds souverains établis depuis 2000 sont basés dans des pays en développement et que 32 d'entre eux détiennent des actifs se chiffrant à plus de 10 milliards de dollars. Le total de leurs avoirs a été estimé à près de 6 000 milliards de dollars en mars 2015 (SWF Institute, 2015) et 87 % de cette somme étaient détenus par seulement sept pays en développement (Chine, Koweït, Qatar, République de Corée, Arabie saoudite, Singapour et Émirats arabes unis).

Une partie des fonds souverains est réservée exclusivement à la stabilisation macroéconomique et se compose donc d'instruments hautement mobiles et liquides, comme les obligations de l'État ou le numéraire. Toutefois, de nombreux fonds souverains ont pour mandat de constituer des réserves de capitaux pour les générations futures et peuvent donc envisager d'utiliser les fonds restants pour des prises de participation ou des « investissements alternatifs » à long terme dans des actifs non liquides. Il est même demandé expressément à certains de ces fonds de soutenir le développement national ou régional en investissant dans les infrastructures. Comparés à d'autres établissements ayant une plus forte aversion au risque, comme les banques centrales et les fonds de pensions, les fonds souverains peuvent choisir plus librement entre les différentes catégories d'actifs. Il est possible de se faire une idée des actifs que les fonds souverains choisissent d'inclure dans leurs portefeuilles en s'informant sur les décisions

récentes de certains d'entre eux : dans le cadre de la lutte contre les changements climatiques, le Fonds souverain du gouvernement norvégien s'est récemment engagé à se désinvestir totalement du charbon ; le fonds Temasek de Singapour a investi dans les infrastructures nationales et régionales ; et le Fonds pour une révolution industrielle productive de l'État plurinational de Bolivie a investi, entre autres, dans les industries médicale, du ciment et de l'alimentation.

Dans la pratique, les fonds souverains exercent rarement cette liberté pour effectuer des investissements de nature à répondre aux besoins de financement à long terme des pays en développement. Leurs décisions d'investissement ne sont guère différentes de celles des acteurs sur le marché des capitaux privés, leur préférence allant à certains pays (la Chine, le Royaume-Uni et les États-Unis, par exemple) et aux investissements dans les secteurs du marché qui leur semblent peu risqués (Inderst and Steward, 2014 ; IPE and Stirling, 2013). En outre, bien que plus de la moitié des fonds souverains investissent quelque peu dans les infrastructures (en règle générale, dans les secteurs de l'énergie, des transports et des télécommunications), ils le font principalement dans les pays développés de nouveau (Inderst and Steward, 2014).

On ne sait pas grand-chose sur les processus de prise de décisions des fonds souverains, car moins de la moitié d'entre eux publient des informations détaillées sur leurs activités (Bauer, 2015). La structure juridique de certains fonds leur impose certaines restrictions. Ainsi, plusieurs d'entre eux, comme le Fonds Pula au Botswana, ne sont pas autorisés à investir dans leur pays, mais le mandat d'autres fonds les autorise à investir non seulement dans leur pays, mais aussi dans les infrastructures. Des activités d'assistance technique pourraient aider à renforcer les capacités des pays en développement dans le domaine de la gestion de projets, apportant ainsi une réponse aux critiques selon lesquelles quelques fonds souverains ne sont pas disposés à investir dans les pays en développement parce qu'il s'y trouve trop peu de projets de grande envergure pouvant les attirer. Il pourrait être utile également de mettre en place des dispositifs d'atténuation des risques, tels que la réalisation d'évaluations préalablement aux projets ou l'octroi de garanties conditionnelles. Toutefois, dans la mesure où les fonds souverains ont pour finalité déclarée d'épargner pour leur pays afin que leurs générations futures puissent bénéficier demain des succès d'aujourd'hui (ou plus vraisemblablement de leurs retombées), ils doivent nécessairement privilégier les investissements à faible risque ayant des rendements positifs, sur le plan social ou financier.

E. Les banques de développement : leur évolution et leur potentiel au service du développement

1. Les spécificités des banques de développement

Les banques de développement multilatérales ont joué et jouent encore un rôle crucial en tant que sources de financement à long terme autre que les prêteurs privés²¹. En règle générale, pour être transformationnel, le développement exige, entre autres, de vastes projets à longue échéance, qui comportent des risques que les banques privées sont

peu disposées à assumer, surtout lorsque leur propre passif est à court terme. En outre, de nombreux projets de grande portée sont générateurs d'externalités positives, donc de gains sociaux plus importants que les gains privés. Les banques de développement (tant nationales que multilatérales) sont spécifiquement conçues pour compenser le court-termisme des flux et des marchés de capitaux privés. Elles ont clairement pour mandat de soutenir des projets axés sur le développement, lesquels exigent généralement des ressources financières à long terme et des sources

de financement dont le passif est principalement à longue échéance et est, par conséquent, en adéquation avec ce mandat. Le capital des banques de développement appartient principalement à des souverains ayant cote de crédit très élevée, ce qui leur permet d'emprunter à long terme et à un coût relativement bas sur les marchés financiers²². Outre le fait qu'elles sont une source de financement à long terme, les banques de développement jouent aussi le rôle de « teneurs de marché », car elles créent et fournissent des instruments de financement qui répartissent mieux les risques aussi bien entre les créanciers et les emprunteurs que dans le temps, en participant notamment à des dispositifs de cofinancement avec des investisseurs privés.

Les banques de développement ont clairement pour mandat de soutenir des projets axés sur le développement, lesquels exigent généralement des ressources financières à long terme et des sources de financement dont le passif est principalement à longue échéance.

Les banques de développement peuvent également aider à remédier à certains manques d'information dans le secteur privé, en contribuant à l'évaluation, à la sélection et au suivi des projets. À la différence des banques privées, les banques de développement disposent généralement de compétences internes en matière technique et de gestion, qui leur permettent de participer à la prise de décisions concernant le choix de technologie pour les projets ainsi que l'envergure et l'emplacement de ces derniers. Elles sont ainsi mieux placées pour mobiliser des ressources, car elles peuvent attirer d'autres créanciers qui n'ont pas les mêmes capacités techniques pour évaluer la viabilité et le potentiel des projets. Par conséquent, les banques de développement ont des spécificités qui leur confèrent un avantage comparatif important sur les établissements financiers privés. Elles disposent notamment des outils nécessaires pour atténuer des risques spécifiques que le secteur privé n'est pas prêt à assumer et sont capables de tirer parti efficacement des complémentarités qui existent entre elles et leurs partenaires du secteur privé (Buiters and Fries, 2002).

En général, ces banques sont appelées à accorder des crédits à des conditions propices à la viabilité des investissements industriels et infrastructurels. Elles fournissent, parfois sous la forme de prises de participation, le fonds de roulement et les ressources financières dont les projets à long-terme

ont besoin. Pour protéger leurs investissements, elles suivent souvent de près les activités des entreprises auxquelles elles ont accordé des prêts et il leur arrive de proposer des candidatures pour les conseils de direction de ces entreprises.

Les banques nationales de développement existent depuis beaucoup plus longtemps que les banques multilatérales de développement. En Allemagne, par exemple, au dix-neuvième et au vingtième siècle les *Grossbanken* (ou grandes banques, qui étaient généralement des banques universelles) se sont beaucoup adonnées aux activités de transformation d'échéances. En raison de ces activités, il leur arrivait de manquer de liquidités et elles avaient besoin d'un

accès constant et assuré aux prêts de dernier ressort de la banque centrale, la Reichsbank. Pour certains, c'était un exemple clair et net de renforcement délibéré d'une institution dans le but de financer les investissements à long terme nécessaires. Les banques universelles étaient des entités privées constituées en sociétés anonymes à responsabilité limitée, mais elles étaient aussi des instruments de l'État, agissant en son nom en échange de liquidités assurées (De Cecco 2005 : 355). S'inspirant de l'expérience allemande et du système japonais dit « système des banques principales » qui a financé au Japon une expansion industrielle basée sur les exportations, soutenue et pilotée par la Banque du Japon et le gouvernement japonais, de nombreux pays en développement ont choisi de créer des institutions autonomes pour financer leur développement, institutions qui ont été conçues expressément pour atteindre des objectifs de financement spécifiques (Chandrasekhar, 2014).

Dans le monde en développement, plus de la moitié des institutions de financement du développement sont relativement petites et ont des actifs de moins de 10 milliards de dollars. Cependant, 5 % environ d'entre elles sont des méga-banques, qui ont des actifs de plus de 100 milliards de dollars et comprennent des établissements comme la China Development Bank (CDB) et la Banque nationale de développement économique et social (BNDES) du Brésil (Chandrasekhar, 2014).

Il est clair que les banques internationales ou multilatérales de développement peuvent jouer un rôle encore plus important si elles aident également à remédier au manque de devises des pays en développement et si elles font des prêts à des taux d'intérêt encore plus bas, compte tenu du fait qu'elles sont bien placées pour avoir accès aux marchés mondiaux des capitaux. Comme il a été indiqué précédemment, les pays en développement sont confrontés à une pénurie de devises, parce que certains de leurs projets d'investissement sont dans le secteur public. Les gouvernements nationaux (et les administrations locales) ne disposent pas de ressources financières pour entreprendre des projets de grande envergure et le secteur privé n'est pas disposé à entreprendre ce type de projets à long terme qu'il juge trop risqués. Étant donné que, de par leur nature même, les investissements du secteur public ne génèrent pas de gains financiers directs, mais uniquement des gains indirects sur le long terme, qui se traduisent par une croissance plus forte et sont utilisés, à terme, pour rembourser les emprunts, il est généralement difficile d'obtenir des établissements financiers commerciaux qu'ils financent ce type de projets.

Les ressources financières font cruellement défaut dans le domaine des infrastructures, domaine dans lequel le déficit de financement actuel est estimé à plus de 1 000 milliards de dollars (Bhattacharya and Romani, 2013). Comme il ressort clairement de la section C, même ces modes de financement novateurs que sont les PPP n'ont pas réussi à ce jour à combler ce déficit et ont de surcroît tendance à entraîner des coûts budgétaires très substantiels. Selon certaines estimations, pour assurer la croissance et le développement des pays en développement, les dépenses d'infrastructure devraient représenter 6 %-8 % du PIB de ces pays, au lieu des 3 % actuels. Cependant, les investissements du secteur privé dans les infrastructures sont non seulement relativement faibles, mais ils sont également limités essentiellement aux secteurs de l'énergie, des transports et des TIC (Estache, 2010). Le secteur privé est particulièrement absent des projets infrastructurels régionaux, en raison de la complexité du cadre réglementaire qui régit les projets transfrontaliers et des risques politiques. Les banques de développement multilatérales (en particulier, les banques régionales) peuvent jouer un rôle de premier plan dans le financement du développement des infrastructures régionales, car elles sont capables de gérer une action collective et

d'affronter les problèmes de coordination, du fait qu'elles ont elles-mêmes un caractère international ou régional, ont acquis certaines compétences techniques et ont accès à divers instruments de financement et de mise en œuvre.

Les banques internationales de développement accordent aux pays à faible revenu des prêts à des taux d'intérêt bonifiés pour des projets de développement. En 2013, leurs prêts concessionnels se sont chiffrés à près de 20 milliards de dollars, soit 30,4 % du total de leur portefeuille de prêts²³. En outre, les banques de développement, tant nationales que multilatérales, peuvent jouer un rôle anticyclique, en finançant des projets lorsque les prêteurs privés réduisent leurs prêts en période de récession et de crise (Ocampo *et al.*, 2007). Il leur est peut-être également possible de continuer à accorder des prêts et même de les augmenter en présence de chocs économiques provoqués, par exemple, par des fluctuations des prix des produits de base ou des catastrophes naturelles. Elles peuvent ainsi aider un pays à maintenir son niveau de revenus et d'activité économique, ainsi que sa capacité à importer une fois le choc passé. On l'a bien vu, par exemple, durant la crise financière mondiale, lorsque les prêts accordés aussi bien par la China Development Bank (CDB) que par la Banque nationale de développement économique et social (BNDES) du Brésil ont été suffisamment importants pour compenser la baisse prévisible des investissements (Ferraz, 2012). Le mandat de certaines banques régionales comme la Banque européenne d'investissement (BEI), précise clairement qu'elles doivent accorder des prêts anticycliques²⁴, ce qui prouve que les banques de développement internationales et régionales, de même que les banques de développement nationales, sont en mesure d'aider directement à soutenir les revenus et l'emploi dans le cadre des objectifs de leur politique générale.

2. Le paysage changeant des banques de développement

Pendant plus d'un demi-siècle, la Banque mondiale et plusieurs banques de développement régionales, comme la Banque asiatique de développement (BAD), la Banque africaine de développement (BAFD), la Banque interaméricaine de développement (BID) la BEI et la Banque islamique

de développement (BISD) ont joué un rôle vital dans le financement de projets à long terme à travers le monde. Elles ont aidé à combler certains déficits de financement, surtout dans des projets d'infrastructure de grande envergure et, plus récemment, dans des projets sociaux et environnementaux. Toutefois, leurs prêts étant relativement modestes, elles n'ont pu contribuer que très peu à la réduction de ces déficits²⁵.

D'autres banques de développement sous-régionales ont également aidé à répondre à ces besoins de financement. Dans la région d'Amérique latine et des Caraïbes, on peut citer la Banque centraméricaine pour l'intégration économique, la Banque de développement des Caraïbes et la Société andine de développement (Corporación Andina de Fomento, ou CAF). Cette dernière, actuellement connue sous le nom de Banque de développement d'Amérique latine, a été créée avec pour mandat de promouvoir le développement durable et l'intégration régionale des pays membres fondateurs – l'État plurinational de Bolivie, la Colombie, l'Équateur, le Pérou et la République bolivarienne du Venezuela. La composition de cette banque a été peu à peu élargie depuis sa création et elle inclut aujourd'hui la plupart des pays d'Amérique latine et des Caraïbes, ainsi que le Portugal et l'Espagne. Elle soutient le renforcement des secteurs de production nationaux de ses membres, en particulier le développement de produits et de services à valeur ajoutée, ainsi que la création d'emplois et la promotion de l'accès aux services sociaux, notamment dans les domaines de l'éducation, de la santé, de l'eau et l'assainissement. En 2013, les prêts approuvés par la CAF ont dépassé 12 milliards de dollars, un montant proche du montant total des prêts de la BID²⁶. Bien que la CAF appartienne essentiellement à des pays en développement, elle dispose de fonds propres assez importants, ce qui, allié à ses antécédents excellents en matière de remboursement, est l'une des raisons pour lesquelles les agences de notation de crédit la classent parmi les emprunteurs de la catégorie « investissement », un classement supérieur à celui de la plupart des pays d'Amérique latine. Son mandat clair et ciblé, son organigramme léger, son évaluation économique rigoureuse des projets, son processus rapide d'approbation et ses prêts sans

conditionnalité, sont autant de facteurs qui aident à expliquer son succès et ses notes toujours élevées (Griffith-Jones *et al.*, 2008).

En Afrique, la Banque africaine de développement (BAfD) est une source importante de financement extérieur à long terme. Il existe également un grand nombre de banques sous-régionales en Afrique dont la Banque de développement de l'Afrique de l'Est, (BDAE), la Banque ouest africaine de développement (BOAD), la Banque de développement des États de l'Afrique centrale (BDEAC), la Banque de commerce et de développement pour l'Afrique de l'Est et du Sud, plus communément appelée Banque PTA (pour « Preferential Trade Area Bank ») et la Banque de développement de l'Afrique australe (appartenant entièrement à l'Afrique du Sud, mais desservant tous les pays de la Communauté de développement de l'Afrique australe, principalement

Ces dernières années, certaines banques de développement nationales sont devenues des sources de financement extérieur de plus en plus importantes dans le cadre de leurs opérations internationales.

pour les grands projets d'infrastructure). Toutefois, leur capacité limitée ne leur permet pas de fournir à leur sous-région respective le genre de financement que nécessitent les projets de grande envergure axés sur le développement²⁷. C'est peut-être dû au fait qu'elles disposent de peu de fonds propres et que leurs actionnaires sont les pays emprunteurs eux-mêmes, qui

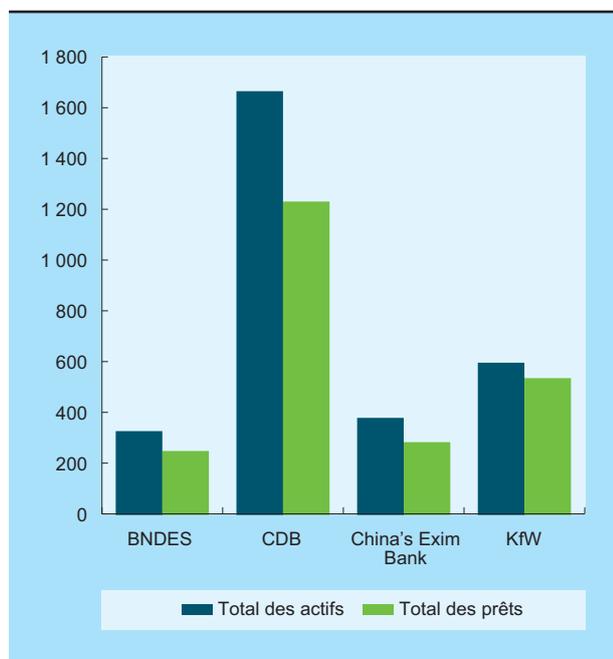
n'ont pas suffisamment de ressources financières pour renforcer de manière substantielle l'assise financière de leurs banques. En Asie, où il y a un manque de banques sous-régionales, la Banque asiatique de développement joue un rôle majeur dans le financement de projets à long terme, notamment les projets d'infrastructure.

Ces dernières années, certaines banques de développement nationales sont devenues des sources de financement extérieur de plus en plus importantes dans le cadre de leurs opérations internationales. Les plus actives dans le domaine des prêts internationaux ont été la China Development Bank (CDB), la Banque chinoise d'import-export (China Exim Bank), la Banque nationale de développement économique et social du Brésil (BNDES) et la Banque allemande de développement, *Kreditanstalt Für Wiederaufbau* (KfW). Les opérations internationales de ces trois grandes banques représentent une part substantielle du total de leurs actifs et de leurs prêts, dont les montants sont assez importants (graphique 6.5).

Graphique 6.5

**TOTAL DES ACTIFS ET DES PRÊTS
DE QUELQUES BANQUES
DE DÉVELOPPEMENT
NATIONALES, 2014**

(En milliards de dollars)



Source : Rapports annuels des banques.

La CDB et la China Exim Bank sont deux des trois banques « spécialisées » de la Chine créées en 1994 pour soutenir les objectifs de développement spécifiques définis par le gouvernement chinois. La CDB est l'une des principales sources de financement à long terme pour les projets d'infrastructure, notamment dans les secteurs ferroviaire, routier et des télécommunications, et pour les investissements de grande envergure dans les industries de base et dans l'industrie lourde, comme la pétrochimie. La China Exim Bank a pour mandat de soutenir les exportations et les importations chinoises de produits mécaniques et électroniques, d'équipements et de produits de haute technologie, ainsi que les investissements des entreprises chinoises à l'étranger. Elle est aussi responsable du financement des programmes de coopération internationale de la Chine au moyen de prêts concessionnels à l'étranger (Poon, 2014 ; China Exim Bank, 2014).

Depuis le début des années 2000, ces deux banques chinoises ont activement fourni des financements internationaux aux pays en

développement. Leurs prêts ont accompagné la « stratégie de mondialisation économique » de la Chine et ont contribué au nouveau rôle de superpuissance du pays sur la scène mondiale. Parmi leurs initiatives récentes figurent les contributions qu'elles prévoient d'apporter à la nouvelle « stratégie de la Route de la soie », qui comporte de gros investissements d'infrastructure d'un bout à l'autre de l'Asie, ainsi que la poursuite du financement d'activités en Afrique, en Asie et en Amérique latine, dans le cadre d'accords de coopération Sud-Sud.

En 2014, les prêts en monnaies étrangères de la CDB ont totalisé 267 milliards de dollars, représentant environ 22 % de l'ensemble de son portefeuille de prêts. Ces prêts servent généralement à financer le développement des infrastructures dans différents pays en développement, tout en facilitant l'accès de la Chine à des matières premières à des coûts de transport peu élevés²⁸. Le financement par la CDB est acheminé par d'autres mécanismes également, comme le Fonds de développement Chine-Afrique (Fonds CAD), qui, dans ses phases I et II, a obtenu toute sa dotation en capitaux de la CDB. En 2014, le Fonds CAD s'est engagé à investir 3,1 milliards de dollars dans 80 projets dans des domaines variés, tels que l'aviation, les ports, l'électricité, les produits pharmaceutiques et l'assemblage automobile (CDB, 2014).

Avec la CDB, la China Exim Bank a fortement soutenu le partenariat stratégique de la Chine avec d'autres pays en développement. Elle s'est engagée à accorder des prêts à des conditions préférentielles à plusieurs pays et régions, notamment à l'Afrique, à l'Asie et au Pacifique, à l'Europe centrale et orientale et aux Caraïbes (China Exim Bank, 2014). En 2014, ses décaissements pour les crédits-vendeurs à l'exportation ont atteint 287,8 milliards de dollars, dont 15,2 % sont allés à des contrats de construction à l'étranger et 7,9 % à des projets d'investissement à l'étranger. La banque a récemment fourni une aide sous forme de prêts (concessionnels pour certains) et d'autres dispositifs en vue du développement en Afrique de lignes de chemin de fer à grande vitesse, d'autoroutes et de réseaux aériens régionaux (les « Trois réseaux ») (China Exim Bank, 2014 : 9).

Outre ces banques de développement nationales chinoises dont l'activité s'étend à la sphère internationale, une autre banque de développement nationale, la banque brésilienne BNDES, fournit depuis quelques années des ressources financières pour le développement,

tant au Brésil que dans d'autres pays. Créée en 1952, avec initialement pour mandat principal de financer le développement des infrastructures brésiliennes dans le cadre de la stratégie nationale de modernisation et d'industrialisation, la BNDES a par la suite étendu son activité à la promotion de l'industrie nationale des biens d'équipement et d'autres secteurs industriels. Depuis les années 1990, elle accorde également des financements aux secteurs exportateurs. Dans les années 2000, elle a développé ses opérations internationales, témoignant de la volonté du gouvernement brésilien de jouer un plus grand rôle sur la scène internationale. Cette nouvelle stratégie a consisté notamment à soutenir l'intégration économique régionale et, partant, à promouvoir l'investissement dans les pays voisins et à renforcer les liens économiques entre le Brésil et les régions en développement en rapide expansion, particulièrement l'Afrique. Les prêts de la banque ont également facilité l'internationalisation de grandes entreprises brésiliennes.

En 2014, 14 % du portefeuille de prêts de la banque était en monnaies étrangères. Dans la mesure où la BNDES compte parmi les plus grandes banques de développement nationales au monde, avec un portefeuille de prêts totalisant 245 milliards de dollars en 2014 (graphique 6.5), ses prêts à l'étranger jouent un rôle important, surtout pour les petits pays qui ne disposent pas de ressources financières pour financer des projets de développement de grande envergure. En Amérique du Sud, par exemple, la BNDES a beaucoup contribué au développement. En accordant des prêts à de petits pays, comme l'Équateur, ainsi qu'à des pays plus grands, comme l'Argentine, pour financer leur infrastructure économique. En Afrique, elle a accordé des prêts à de grandes entreprises du secteur national de la construction qui investissent dans des projets d'infrastructure et d'autres projets.

Parmi les banques de développement national d'un pays développé, on peut citer l'exemple de la KfW. Elle joue un rôle de plus en plus important au niveau international en tant que banque chargée du financement des programmes de coopération allemande pour le développement. Elle contribue à la promotion du développement dans toutes les régions en développement. À la fin de 2014, son portefeuille de prêts totalisait 536 milliards de dollars (graphique 6.5) et 10 % de ses activités promotionnelles concernent des programmes de développement à travers le monde. Elle a pour mandat d'améliorer les conditions de vie en Allemagne, en

Europe et dans le monde entier selon des principes de durabilité et soutien, par exemple, des activités de développement respectueuses du climat, y compris dans des pays en développement. Ses projets comprennent l'installation de lignes d'alimentation électrique en Inde, une centrale thermique solaire au Chili et la construction de logements répondant à des critères de durabilité en Afrique (KfW, 2014). Ces programmes de financement sont en partie liés à la participation de la banque à une série d'initiatives en faveur de la protection du climat, telles que l'Initiative pour la protection du climat et de l'environnement et l'Initiative internationale en faveur du climat. Elle a également créé un Fonds d'assurance-climat destiné à soutenir les compagnies d'assurance et de réassurance locale ; il est prévu que ce fonds contribue au nouveau Fonds vert pour le climat. En outre, le gouvernement allemand achemine des fonds par l'intermédiaire de cette banque pour faire des dons et des prêts hautement concessionnels aux PMA (KfW, 2014).

3. Le rôle potentiel des banques multilatérales créées par les pays du Sud comme sources de financement

Tout système de banques de développement destiné à apporter un financement international en faveur de la croissance et du développement devrait inclure des banques multilatérales pilotées par les pays du Sud, aux côtés des banques multilatérales, régionales et nationales opérant sur la scène internationale. Les initiatives lancées récemment pour concevoir et établir ce genre de banques ont pour but de remédier au manque de capitaux nécessaires à long terme pour investir dans des infrastructures indispensables et des industries à forte intensité de capital sans lesquelles il n'y a pas de développement possible. Parmi ces initiatives figurent la Nouvelle banque de développement (NBD) créée par les BRICS (Brésil, Fédération de Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud), la Banque asiatique d'investissement dans les infrastructures et la Banque du Sud. La décision de créer ces banques a été motivée, en partie, par le fait que les pays du Sud ont été déçus par les structures de gouvernance, la configuration des prêts et les conditionnalités des prêts des institutions de Bretton Woods et des principales banques de développement régionales.

La Nouvelle banque de développement (NBD) a été établie par le sommet des BRICS tenu à Fortaleza en juillet 2014, avec pour mandat spécifique de « mobiliser des ressources pour les projets d'infrastructure et de développement durable dans les pays membres des BRICS et dans d'autres pays émergents et en développement » (BRICS, 2014, paragraphe 11). Ce mandat est des plus justifiés compte tenu de l'ampleur des besoins non encore satisfaits dans ces domaines, comme on l'a vu plus haut. La NBD a été établie avec un capital autorisé initial de 100 milliards de dollars (et un capital souscrit de 50 milliards de dollars). Conformément à la déclaration finale du septième Sommet des BRICS tenu en juillet 2015 à Oufa (Fédération de Russie), il est prévu que la NBD commence à approuver ses premiers projets d'investissement au début de 2016 (BRICS, 2015a). La qualité des prêts alloués aux projets d'infrastructure et à d'autres projets devrait être une priorité importante, de façon à obtenir un maximum d'effets en faveur du développement avec un minimum de risques de défaut de paiement. En outre, la banque sera en mesure de faire des bénéfices, ce qui l'aidera à élargir son assise financière, donc à augmenter ses prêts à l'avenir.

S'agissant de la couverture géographique des opérations de la NBD, il faudrait que le portefeuille de prêts soit équilibré et inclut les pays à revenu intermédiaire et à faible revenu, pour que la banque bénéficie des avantages de la diversification géographique et devienne plus solvable. Pour pouvoir prêter aux pays à faible revenu, il y aurait peut-être lieu d'inclure un élément de subvention pour que les prêts à ce groupe de pays soient concessionnels. La création d'un fonds d'affectation spéciale alimenté par les pays développés pourrait aider à faire ce genre de prêts (Griffith-Jones, 2014).

Tout système de banques de développement destiné à apporter un financement international en faveur de la croissance et du développement devrait inclure des banques multilatérales pilotées par les pays du Sud.

La Banque asiatique d'investissement dans les infrastructures a été créée en octobre 2014 à Beijing avec pour membres fondateurs 33 pays de la région asiatique et 17 pays n'appartenant pas à la région (dont plusieurs pays développés) ; sept autres membres potentiels devraient se joindre à eux ultérieurement²⁹. La plus grande partie du capital-actions autorisé de la banque (100 milliards de dollars) devrait être apporté par la Chine. Pour tenir compte du caractère régional de la Banque asiatique d'investissement dans les infrastructures, la majorité de ses actionnaires seront des pays de la région, qui détiendront environ 75 % des actions. Cette banque a été créée parce que l'on a compris toute l'importance des infrastructures pour le développement de l'Asie et la nécessité de ressources financières additionnelles substantielles pour pouvoir financer la construction des infrastructures régionales. Alors que la Banque asiatique de développement a estimé à environ 720 milliards de dollars les besoins de financement annuels de l'Asie pour les infrastructures sur la période 2010-2020, elle n'a approuvé que 13 milliards de dollars de prêts par an (Junio, 2014). La Banque asiatique d'investissement

dans les infrastructures a pour objectif de financer des projets d'infrastructure tant nationaux que régionaux. Ces derniers projets devraient contribuer au commerce et à un développement plus poussé des réseaux de production de la région. Les principaux mécanismes de financement seront des émissions d'obligations, sur les marchés aussi bien régionaux que mondiaux.

En Amérique latine, la Banque du Sud (Banco del Sur) est une entité sous-régionale dont tous les membres fondateurs sont des pays d'Amérique du Sud : Argentine, État plurinational de Bolivie, Brésil, Équateur, Paraguay, Uruguay et République bolivarienne du Venezuela.

Créée en 2009 avec l'annonce d'un capital initial de 20 milliards de dollars, elle a pour but de promouvoir le développement économique et l'intégration de la sous-région sud-américaine.

Aucune de ces trois banques n'est encore opérationnelle, mais elles portent la promesse d'un regain d'intérêt aussi bien pour les banques de développement que pour le financement de la création des infrastructures nécessaires au développement social et économique. Elle viennent également ajouter un élément de saine concurrence avec d'autres banques de développement ; par exemple, c'est en partie en réponse à cet élément nouveau que la Banque mondiale a décidé d'être plus présente dans le domaine du développement des infrastructures en créant le Mécanisme mondial de financement des infrastructures qu'elle définit elle-même comme étant une « plate-forme mondiale ouverte destinée à faciliter la préparation et l'architecture de PPP complexes dans le domaine des infrastructures, afin de mobiliser les capitaux du secteur privé et des investisseurs institutionnels »³⁰. C'est une mesure ambitieuse, quand on sait que jusqu'ici la Banque mondiale n'a pas beaucoup dépensé pour le développement des infrastructures – environ 24 milliards de dollars en 2014, contre 16,7 milliards en 2013³¹ – et que son bilan en matière sociale et environnementale est contrasté. Néanmoins, cela montre que ces nouvelles institutions bancaires peuvent être les catalyseurs qui feront changer tant les conditions que l'approche appliquées par les institutions multilatérales de financement existantes. En outre, ces nouvelles banques pourraient dynamiser la collaboration au sein d'un réseau de banques de développement, en créant des effets de synergie et des complémentarités entre elles.

Au sein de ce réseau, les nouvelles banques pilotées par le Sud pourraient coopérer étroitement avec les banques de développement nationales, des BRICS en particulier, telles que la banque brésilienne BNDES, la Banque de développement de l'Afrique australe et la banque chinoise CDB,

comme il a été proposé au septième Sommet des BRICS en juillet 2015 (voir BRICS, 2015b). Si les banques multilatérales disposent peut-être de compétences techniques plus grandes en ce qui concerne l'architecture et le financement des prêts, les banques de développement nationales connaissent mieux le terrain, ce qui aide à réduire les asymétries d'information au niveau national.

Ces nouvelles banques créées par le Sud sont appelées non seulement à compléter l'offre mondiale de ressources financières affectées aux investissements à long terme, mais aussi à mieux servir les intérêts du développement économique, tout en étant plus attentives aux principes de durabilité et d'équité que les banques multilatérales dominées par les pays développés. Cela dépendra de plusieurs facteurs. L'un d'eux est la mesure dans laquelle la création de ces nouvelles banques modifiera l'architecture financière mondiale et peut-être, par voie de conséquence, le comportement des institutions qui y jouent actuellement un rôle dominant. Il s'agit également de savoir si ces nouvelles banques auront des pratiques de prêt différentes de celles des institutions établies et si elles amélioreront le financement à long terme du développement non seulement quantitativement mais aussi qualitativement, en se focalisant davantage sur une transformation économique inclusive et durable. Par conséquent, s'il est vrai qu'une plus grande diversité est assurément la bienvenue dans le paysage financier et monétaire international et que les ressources additionnelles apportées par ces nouvelles banques peuvent beaucoup contribuer à la mobilisation de financements à long terme pour le développement, il ne s'ensuit pas nécessairement que les conditions et modalités de ces financements vont changer de manière substantielle. Pour cela, les gouvernements et la société civile des pays en développement devront suivre de plus près les pratiques de financement et les conditions et modalités des prêts accordés par ces nouvelles banques de développement.

F. Conclusion

Dans une économie mondiale submergée de liquidités, le principal obstacle au financement du développement n'est pas le manque de ressources financières, mais plutôt des moyens appropriés d'acheminer ces ressources d'institutions à fort effet de levier ayant des échéances à court terme vers des agents économiques à la recherche de financements pour des projets à long terme porteurs d'importantes externalités positives et pouvant encourager des investissements additionnels. Ce rapport souligne que pour y parvenir, on ne peut s'en remettre simplement au jeu des mécanismes du marché, qu'ils soient nationaux ou internationaux. En effet, le mobile naturel des établissements financiers privés est le profit, ce qui signifie que pendant les périodes d'expansion ils ont tendance à trop encourager le crédit et l'endettement, alors que pendant les périodes de récession, ils ne font plus de prêts, ce qui mène à la déflation par le crédit. En conséquence, laissés à eux-mêmes, il est difficile pour les établissements financiers privés d'incorporer les avantages sociaux ou développementaux dans leurs calculs. Lorsqu'il existe des externalités, comme dans le cas des biens publics, les ressources financières privées ne suffisent pas à répondre aux besoins sociaux. En outre, ces ressources tendent à affluer vers les pays à revenu élevé ou intermédiaire et les secteurs offrant une rentabilité plus assurée, plutôt que vers des projets risqués ou ayant de longues périodes de gestation, comme les projets d'industrialisation et de développement. À l'intérieur des pays, les établissements financiers privés allouent généralement moins de ressources aux PME, aux secteurs comportant généralement plusieurs types de risques comme l'agriculture, aux projets exigeant de gros investissements initiaux comme les projets

Il est difficile pour les établissements financiers privés d'incorporer les avantages sociaux ou développementaux dans leurs calculs...

d'infrastructure économique et aux investissements sociaux nécessaires dans la santé, l'assainissement et l'éducation, par exemple. Or, il est absolument indispensable d'allouer des sommes suffisantes à ces secteurs, si l'on veut que le processus de développement soit soutenu et inclusif.

Par conséquent pour financer le développement, il faut des entités et des mécanismes conçus spécifiquement à cette fin et dans lesquels le secteur public doit jouer un rôle crucial. Ce chapitre a passé en revue les sources potentielles de financement international les plus importantes qui peuvent être utilisées pour financer le développement, moyennant un certain degré de participation publique. Les mécanismes utilisés peuvent recourir directement à la dépense publique, comme pour l'APD et d'autres formes de coopération ; ils peuvent également consister à changer les conditions de la rentabilité pour les investisseurs privés en leur offrant des avantages les incitant à tenir compte des externalités, comme dans le cas des PPP, ou alors prendre la forme de banques de développement, qui sont créées dans ce but et sont en fait soutenues par les gouvernements.

L'aide publique au développement (APD) demeure aujourd'hui le principal mécanisme ayant pour but central de redistribuer le revenu au niveau mondial. En dépit de son potentiel, l'APD est loin d'avoir répondu aux besoins et aux attentes. Il y a eu des progrès ces quelques dernières années en ce qui concerne aussi bien le montant de l'aide que les efforts fait pour en augmenter l'efficacité. En outre la coopération Sud-Sud s'est considérablement développée. Toutefois, la plus grande partie de l'APD continue d'être constituée de flux allant des pays développés aux pays en développement et il

reste extrêmement important de combler l'écart entre le niveau actuel de l'APD – 0,29 % du RNB des pays développés – et le niveau que les pays développés se sont engagés à atteindre, à savoir 0,7 % de leur RNB, si l'on veut soutenir les stratégies de développement, en particulier dans les PMA. À cet égard, le débat sur le financement du développement met de plus en plus l'accent sur la possibilité d'utiliser l'APD comme catalyseur pour mobiliser des ressources additionnelles, tant publiques que privées. Toutefois, l'utilisation de l'aide publique comme levier pour obtenir des ressources financières privées devrait être envisagée avec prudence, pour ne pas risquer de privatiser les gains et de socialiser les pertes. Le coût d'opportunité de l'utilisation de l'APD à cette fin est peut-être trop élevé.

Le présent chapitre a également montré que malgré leur récente popularité les PPP ont produit des résultats mitigés et plutôt limités comme moyen d'encourager des investissements privés additionnels dans les domaines souhaités. À l'instar d'autres instruments de financement mixte, les PPP peuvent aider à « réduire les risques afférents à des investissements déterminés et à stimuler un financement supplémentaire par les soins du secteur privé dans l'ensemble des principaux secteurs de développement » (Programme d'action d'Addis-Abeba adopté par la troisième Conférence sur le financement du développement en 2015). Cependant, le poids des obligations et des dettes liées aux PPP s'est souvent avéré beaucoup plus lourd que prévu et les coûts budgétaires ont souvent été très élevés, au point que l'on en est venu à penser qu'il aurait été plus efficace pour les gouvernements d'investir

directement des fonds publics dans ces secteurs. Par conséquent, il est nécessaire d'améliorer les processus de planification préalables à ces projets, de renforcer la transparence et la responsabilisation et de calculer les incidences budgétaires sur toute la durée des projets.

... par conséquent, pour financer le développement, il faut des entités et des mécanismes conçus spécifiquement à cette fin et dans lesquels le secteur public doit jouer un rôle crucial.

Enfin, les banques de développement multilatérales et régionales créées spécifiquement pour répondre aux défis posés par les infrastructures pourraient jouer un rôle majeur, tant dans le domaine de l'assistance technique que dans celui du financement, à la différence des établissements financiers privés. Elles ont clairement pour mandat de soutenir des

projets axés sur le développement et disposent d'une base de financement caractérisée par un passif à longue échéance, ainsi que de compétences internes en matière technique et de gestion, ce qui leur permet de participer à la prise de décisions concernant le choix de technologie pour les projets ainsi que l'envergure et l'emplacement de ces derniers. Leur spécificité leur confère un avantage comparatif important sur les établissements financiers privés. Les banques internationales de développement peuvent également jouer un rôle anticyclique important en accordant des prêts aux pays en temps de crise pour leur permettre de faire face à des chocs économiques (des fluctuations des prix des produits de base, par exemple) ou à des catastrophes naturelles et les aider à maintenir leur niveau de revenus et d'activité ainsi que leur capacité à importer en période de ralentissement économique. ■

Notes

- 1 À l'origine, l'objectif proposé pour les flux d'aide publique par la deuxième session de la CNUCED tenue à New Delhi, en 1968 était 0,75 % du RNB de chaque pays développé. Cette proposition a été acceptée par la plupart des pays développés, mais pas par tous. Après de nouvelles négociations, l'initiative a été approuvée par la session d'octobre 1970 de l'Assemblée générale des Nations Unies, mais l'objectif a été ramené à 0,7 du RNB. Les membres du CAD/OCDE ont souscrit à cet engagement. Selon la définition du CAD, l'APD est constituée par « tous les apports de ressources émanant d'organismes officiels, qui ont pour but essentiel de favoriser le développement économique et l'amélioration du niveau de vie des pays en développement et sont assortis de conditions favorables ».
- 2 Cinq membres seulement ont dépassé l'objectif de 0,7 % du RNB ; le Danemark, le Luxembourg, la Norvège, la Suède et le Royaume-Uni (OCDE, 2015).
- 3 L'APD couvre l'infrastructure sociale et l'infrastructure économique et les services connexes, ainsi que les secteurs productifs, qui, en 2013, représentaient environ 63 % de l'APD totale enregistrée.
- 4 Pour des données empiriques concernant le rapport entre l'aide et la croissance, voir le *Rapport sur le commerce et le développement 2008* et CNUCED, 2006. Pour un tour d'horizon plus récent de ce qui a été publié sur la question, voir Alonso, 2012 ; Edwards, 2014 ; Glennie and Sumner, 2014 ; Morrissey, 2015 ; Qian, 2014 ; et Quibria, 2014.
- 5 Ces coûts augmentent en moyenne de 15 % à 30 %. Dans le cas de l'aide alimentaire, l'augmentation peut aller jusqu'à 40 % ou plus (DIIS, 2009).
- 6 Au sujet de la prévisibilité de l'aide, voir : <http://www.oecd.org/dac/aid-architecture/> (consulté le 21 juillet 2015).
- 7 Les 61 % restants, qualifiés d'« aide fantôme », comprenaient : l'aide qui ne visait pas la réduction de la pauvreté ou étaient comptabilisée deux fois au titre de l'allégement de la dette ; l'assistance technique inefficace liée à l'achat de biens et de services dans les pays donateurs ; les activités d'aide mal coordonnées et ayant des coûts de transaction élevés ; les aides trop imprévisibles pour être utiles au bénéficiaire ; les dépenses consacrées à des formalités d'immigration dans le pays donateur ; et des dépenses administratives excessives.
- 8 On a pu le constater lors des réunions du Forum de haut niveau sur l'efficacité de l'aide à Rome (2003), à Paris (2005), à Accra (2008) et à Busan (2011).
- 9 Bien que les données fassent état d'une augmentation de l'aide formelle non liée, dans les faits une partie de l'aide est encore liée. C'est peut-être dû aux réglementations appliquées par les donateurs, à un manque de capacité locale, au fait que les entrepreneurs locaux et régionaux peinent à soutenir la concurrence internationale, à un accès inégal à l'information, à une aversion potentielle pour le risque de la part des donateurs et au fait que l'on recherche une mise en œuvre rapide (CNUCED, 2011b).
- 10 De même, le Programme d'action d'Addis-Abeba issu de la troisième Conférence internationale sur le financement (13-16 juillet 2015) souligne ce qui suit au paragraphe 54 : « Un usage important du financement international public, de l'APD notamment, consiste à susciter la mobilisation de ressources supplémentaires provenant d'autres sources, publiques et privées. Il peut contribuer à améliorer la collecte de l'impôt et aider à renforcer en interne des environnements favorables et mettre en place des services publics essentiels. Il peut aussi servir à débloquent des fonds supplémentaires par le biais de mécanismes de financement mixte ou centralisé et d'atténuation des risques, notamment pour les infrastructures et autres investissements qui contribuent au développement du secteur privé ».

- 11 Cependant il n'est pas facile d'évaluer les projets à financement mixte et il peut s'avérer difficile, en particulier, de démontrer la présence de certains facteurs de succès essentiels, tels que l'additionnalité, la transparence et la responsabilisation, et de prouver les incidences sur le développement (CNUCED, *Rapport sur l'investissement dans le monde 2014* : 169).
- 12 Voir par exemple, Griffiths *et al.* (2014), UK Aid Network (2015), Concord (2014), ActionAid (2014), Bretton Woods Project (2012), Eurodad (2012), ActionAid, Eurodad and Oxfam (2015), Eurodad (2013), Kwakkenbons and Romero (2013).
- 13 Les définitions des PPP varient considérablement en fonction des arrangements institutionnels et des interprétations conceptuelles, mais les PPP présentent de nombreuses similarités. Sous leur forme la plus simple les PPP sont « des arrangements par lesquels le secteur privé fournit des éléments et des services d'infrastructure traditionnellement assurés par l'État ». (FMI, 2006 :1). Cette définition peut inclure des avoirs existants et l'acquisition de nouveaux avoirs, des services payants ou des systèmes non payants dans lesquels l'État paie une redevance unitaire au fournisseur. D'autres définitions mettent l'accent sur le risque et sur la manière de le répartir entre les partenaires public et privé. Par exemple, selon l'une de ces définitions un PPP est un accord entre « l'État et un ou plusieurs partenaires privés (qui peuvent inclure les opérateurs et les financiers), en vertu duquel les partenaires privés fournissent des services de telle manière que les objectifs de prestation des services publics sont alignés avec les objectifs de rentabilité des partenaires privés et où l'efficacité de l'alignement dépend d'un transfert suffisant du risque aux partenaires privés » (OCDE, 2008 : 17). Dans la pratique, le débat actuel porte en grande partie sur la perception d'un déséquilibre dans le partage du risque entre les partenaires public et privé ; certains estiment, en particulier, que le secteur public assume une trop grande part du risque, surtout dans les phases opérationnelles à long terme des projets, par comparaison avec les premières années de la phase de construction.
- 14 La plupart des données utilisées dans la présente section proviennent de la base de données des participations privées dans les projets d'infrastructures, qui est établie conjointement par l'Unité des politiques en matière d'infrastructure de la Banque mondiale et le Fonds de conseil en infrastructure publique-privée (PPIAF), un fonds fiduciaire multidonateurs. Dans cette base de données sont enregistrés les arrangements contractuels concernant des projets d'infrastructure dans les pays à faible revenu et à revenu intermédiaire (selon la classification de la Banque mondiale) ; en vertu de ces arrangements contractuels, les partenaires privés assument une partie des risques d'exploitation en partageant la propriété, le financement ou les activités opérationnels du projet. La base de données se concentre sur les secteurs caractérisés par une structure plus ou moins ouverte de monopole ou d'oligopole, notamment les secteurs de l'énergie, des télécommunications, des transports et de l'eau. Il ne faudrait pas assimiler cette « participation privée » à un investissement privé dans l'infrastructure. Premièrement, cette participation privée ne correspond pas nécessairement à un investissement réel, car elle comprend également des contrats de gestion et de bail, des projets sous forme de concessions et des cessions d'actifs publics ; deuxièmement, les investissements enregistrés dans la base de données reflètent les engagements (pas nécessairement les décaissements) pour la totalité du projet ; et troisièmement, lorsque les entreprises chargées des projets appartiennent à la fois à des entités publiques et à des entités privées, la base de données inclut les investissements des deux parties et pas seulement des entités privées.
- 15 Voir Banque mondiale (2009). Les principales exceptions ont été les pays à revenu intermédiaire et les secteurs des TIC et des télécommunications, qui ont attiré des financements plus importants du secteur privé.
- 16 Par exemple, la société française Suez s'est retirée d'un contrat de concession pour la gestion de l'eau en Argentine après la chute vertigineuse du peso en 2002, les autorités du pays ayant refusé d'augmenter les tarifs des services de distribution d'eau pour compenser la dévaluation. Cette dévaluation a été, en grande partie, à l'origine des procès intentés à l'Argentine au titre de la Convention pour le règlement des différends relatifs aux investissements, qui en avril 2014 avaient atteint le chiffre de 28 (OECD/NEPAD, 2005).
- 17 Les deux autres pays sont le Mexique et la Fédération de Russie.
- 18 Parmi les cinq pays qui accueillent le plus de PPP, l'Espagne et les États-Unis représentent ensemble près de 30 % des projets soutenus exclusivement par des financements étrangers, ce qui pourrait s'expliquer par des facteurs linguistiques ou de proximité.
- 19 Pour de plus amples renseignements sur les difficultés qui pourraient en résulter pour les politiques relatives à la concurrence, voir <http://unctad.org/en/Pages/DITC/CompetitionLaw/ResearchPartnership/Contact4114.aspx>.
- 20 Une analyse effectuée par le National Audit Office (2015) au Royaume-Uni a révélé que le taux d'intérêt était deux fois plus élevé pour les accords de financement privés que pour tous les emprunts publics. Cette tendance s'est maintenue au fil des années : en 2010, *Infrastructure UK* a estimé que le coût du capital destiné à des financements dans

- le secteur public était de 3,9 %, contre 6,9 % pour les entreprises opérant sur des marchés réglementés (les services de distribution d'eau et d'électricité, par exemple) et de 10,9 % pour les entreprises opérant sur les marchés non réglementés (l'exploitation de concession fournissant des services payants).
- 21 Le Programme d'action d'Addis-Abeba l'a réaffirmé dans son paragraphe 75 : « Les banques de développement peuvent jouer un rôle important d'allègement des contraintes qui pèsent sur le financement du développement, notamment par un investissement dans des infrastructures de qualité. ».
- 22 Les banques régionales de développement qui jouissent d'une excellente réputation en matière de recouvrement de leurs prêts sont même parfois mieux notées que les États membres auxquels elles appartiennent.
- 23 Il s'agit du total des prêts des banques multilatérales accordés par la Banque mondiale, la Banque africaine de développement (BAFD), la Banque asiatique de développement, la Banque interaméricaine de développement (BID) et la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD).
- 24 Depuis la crise mondiale, la BEI a joué un rôle anticyclique très important pour aider à maintenir les niveaux des revenus et des investissements dans toute l'Europe et pour protéger les infrastructures et la capacité de production de la région des effets du ralentissement grave de l'activité économique. La banque peut augmenter sa capacité de financement en ayant recours à l'effet de levier et en combinant les ressources d'autres sources de financement (par exemple, le budget de l'Union européenne et le secteur privé), ce qui amplifie l'effet multiplicateur (<http://www.eib.org/about/index.htm>, consulté le 9 mars 2015).
- 25 En 2014, les décaissements bruts de la BEI (78 milliards de dollars) et de la Banque mondiale (44 milliards de dollars) ont été largement supérieurs à ceux de la BID et de la Banque asiatique de développement (environ 10 milliards de dollars) et de la Banque africaine de développement (près de 5 milliards de dollars) comme l'indiquent les rapports annuels des banques.
- 26 Voir CAF Factsheet 2014 à l'adresse suivante : www.caf.com.
- 27 Le total des actifs de la Banque de développement de l'Afrique australe s'élevait à 6 milliards de dollars à la fin de mars 2014. Ceux de la Banque ouest africaine de développement, de la Banque PTA et de la Banque de développement de l'Afrique de l'Est totalisaient respectivement, 3 milliards de dollars, 2,5 milliards de dollars, 0,5 milliard de dollars et 0,2 milliard de dollars en décembre 2013, comme l'indiquent les rapports annuels des banques.
- 28 Par exemple, parmi les projets que la CDB soutient actuellement à l'étranger figurent : la mine de cuivre Las Bambas au Pérou dans laquelle elle s'est engagée à investir 3,5 milliards de dollars (et pour laquelle elle avait décaissé 2,6 milliards de dollars à la fin de 2014) ; une centrale électrique au charbon à Bali en Indonésie dans laquelle elle s'est engagée à investir 473 millions de dollars (décaissements de 367 millions de dollars) ; et le projet de réhabilitation de la route reliant Mansa à Luwingu en Zambie dans lequel elle s'est engagée à investir 175 millions de dollars (décaissements de 65 millions de dollars (CDB, 2014).
- 29 Voir <http://www.aiibank.org/>.
- 30 Voir <http://www.worldbank.org/en/programs/global-infrastructure-facility>.
- 31 Voir <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2014/07/18/world-bank-group-infrastructure-spending-increases-to-24-billion>.

Bibliographie

- ActionAid (2005). Real aid : An agenda for making aid work. Disponible sur : http://www.actionaid.se/sites/files/actionaid/real_aid.pdf.
- ActionAid (2014). Aid to, with and through the private sector : emerging trends and ways forward. Disponible sur : http://www.actionaid.org/sites/files/actionaid/private_discussion_paper_v1.2.pdf.
- ActionAid, Eurodad and Oxfam (2014). Policy brief on the role of the private sector in Europe's development cooperation. Disponible sur : <http://www.eurodad.org/files/pdf/548870976e1f9.pdf>.
- Ahmad E, Bhattacharya A, Vinella A and Xiao K (2014). Involving the private sector and PPPs in financing public investments : Some opportunities and challenges. Working Paper No. 67, London School of Economics Asia Research Centre, Londres.
- AICD (2010). Africa's infrastructure : A time for transformation. Africa Infrastructure Country Diagnostic. Disponible sur : http://siteresources.worldbank.org/INTAFRICA/Resources/aicd_overview_english_no-embargo.pdf.
- Alonso JA (2012). From aid to global development policy. Département des affaires économiques et sociales de l'ONU. Working Paper No. 121. New York.
- Bauer A (2015). Six reasons why sovereign wealth funds should not invest or spend at home. Natural Resource Governance Institute, April. Disponible sur : <http://www.resourcegovernance.org/news/blog/six-reasons-why-sovereign-wealth-funds-should-not-invest-or-spend-home>.
- Bhattacharya A and Romani M (2013). Meeting the infrastructure challenge : The case for a new development bank. Paper prepared for the Global Economic Governance Seminar, Madrid, 11 mars 2013. Disponible sur : <http://www.g24.org/TGM/Bhattacharya.pdf>.
- BNDES (2014). *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Annual Report 2014*. Rio de Janeiro.
- Boylan H (2012). Public private partnerships in Africa : Part I – Infrastructure. Disponible sur : www.consultancyafrica.com.
- Bretton Woods Project (2012). Leveraging private sector finance : How does it work and what are the risks ? Disponible sur : <http://www.brettonwoodsproject.org/wp-content/uploads/2013/10/leveraging.pdf>.
- Briceño-Garmendia C, Smits K and Foster V (2008). Financing public infrastructure in sub-Saharan Africa : Patterns and Emerging Issues. Africa Infrastructure Country Diagnostic. Disponible sur : http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/08/13/000386194_20120813045956/Rendered/PDF/718150WP0v10P10Fiscal0costs0maintxt.pdf.
- BRICS (2014). Sixth Summit : Fortaleza Declaration and Action Plan. Disponible sur : <http://brics6.itamaraty.gov.br/category-english/21-documents/223-sixth-summit-declaration-and-action-plan>.
- BRICS (2015a). Septième Sommet des BRICS. Déclaration d'Oufa. Oufa, Fédération de Russie, 9 juillet. Disponible sur : <http://en.brics2015.ru/documents/>.
- BRICS (2015b). Memorandum of Understanding on Cooperation with the New Development Bank. Disponible sur : <http://en.brics2015.ru/documents/>.
- Buiter W and Fries S (2002). What should the multilateral development banks do ? Working Paper No. 74, BERD, Londres.
- Burger P and Hawkesworth I (2013). Capital budgeting and procurement practices. *OECD Journal on Budgeting*, 13(1) : 57–104.
- CDB (2014). *The China Development Bank Annual Report 2014*. Beijing.
- Chandrasekhar CP (2014). National development banks in a comparative perspective. Document d'information établi pour la CNUCED.
- Charnoz O and Severino JM (2015). *L'Aide Publique au Développement*. Paris, Collection Repères, Editions La Découverte.

- China Exim Bank (2014). *The Export and Import Bank of China Annual Report 2014*. Beijing.
- CONCORD (2014). AidWatch 2014 : Aid beyond 2015. Europe's role in financing and implementing sustainable development goals post 2015. Disponible sur : http://www.concordeurope.org/images/AidWatch_2014.pdf.
- De Cecco M (2005). Sraffa's lectures on continental banking : A preliminary appraisal. *Review of Political Economy*, 17(3) : 349–358.
- DIIS (2009). Untying aid : Is it working ? Evaluation of the Paris Declaration. Danish Institute for International Studies, Copenhagen. Disponible sur : <http://www.oecd.org/dac/untied-aid/untyingaidisworking.htm>.
- CEPALC (2015). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2015 : Desafíos para Impulsar el Ciclo de Inversión con Miras a Reactivar el Crecimiento*. Santiago, Chili.
- Edwards S (2014). Economic development and the effectiveness of foreign aid : A historical perspective. Working Paper Series no. 20685, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Ehrhardt E and Irwin T (2004). Avoiding customer and taxpayer bailouts in private infrastructure projects : Policy toward leverage, risk allocation and bankruptcies. Policy Research Working Paper No. 3274, Banque mondiale, Washington, DC.
- BEI (2012). PPPs and their financing in Europe : Recent trends and EIB involvement. ECON Department SG/ECON/ES/2012-523/Aka/as. Banque européenne d'investissement. Disponible sur : http://www.eib.org/attachments/efs/econ_note_2012_ppp_and_financing_in_europe_en.pdf.
- Estache A (2010). Infrastructure finance in developing countries : An overview. *EIB Papers*, 15(2) : 60–88.
- Estache A and Serebrisky T (2004). Where do we stand on transport infrastructure deregulation and public-private partnerships ? Policy Research Working Paper No. 3356, Banque mondiale, Washington, DC.
- Eurodad (2012). Private profit for public good ? Can investing in private companies deliver for the poor. Disponible sur : <http://www.eurodad.org/files/pdf/520a35cb666a7.pdf>.
- Eurodad (2013). A dangerous blend ? The EU's agenda to « blend » public development finance with private finance. Disponible sur : <http://eurodad.org/files/pdf/527b70ce2ab2d.pdf>.
- Ferraz JC (2012). Financing development in an uncertain world : BNDES experience. Presentation at Development Banks as Agents of Change, Doha, 26 avril. Disponible sur : http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/apresentacoes/Ferraz_abr2012.pdf.
- Glennie J and Sumner A (2014). The \$138.5 billion : When does foreign aid work (and when doesn't it). CGD Policy Paper No. 049, Center for Global Development, Washington, DC.
- Gottschalk R, McKinley T, Martins P, Drammeh H and Sireh-Jallow A (2011). Prospects of non-traditional sources of development finance in Ethiopia. Study prepared for the Ministry of Finance and Economic Development of Ethiopia and UNDP. Centre for Development Policy and Research (CDPR), SOAS, Londres.
- Griffiths J, Martin M, Pereira J and Strawson T (2014). Financing for development post-2015 : Improving the contribution of private finance. Disponible sur : https://europa.eu/eyd2015/sites/default/files/users/maja.ljubic/expo-deve_et2014433848_en.pdf
- Griffith-Jones S (2014). A BRICS development bank : A dream coming true ? Discussion Papers, No. 215, CNUCED, Genève.
- Griffith-Jones S, Griffith-Jones D and Hertova D (2008). Enhancing the role of regional development banks. G-24 Discussion Paper Series, No. 50, CNUCED, Genève.
- Hall D (2015). Why public-private partnerships don't work : The many advantages of the public alternative. Public Services International Research Unit, University of Greenwich, Londres.
- Heald D and Hodges R (2014). Watch the public sector balance sheet : Guarantees as the next big thing in government accounting. Paper presented at the CIGAR workshop on Whole of Government Accounting and Auditing : International Trends, Kristianstad University, Suède, 8 et 9 septembre.
- Helm D (2010). Infrastructure and infrastructure finance : The role of the government and the private sector in the current world. *EIB Papers*, 15(2) : 8–27.
- Groupe d'évaluation indépendante, GEI, (2014). « World Bank Group support to public-private partnerships : Lessons from experience in client countries », FYO2-12. Groupe de la Banque mondiale, Washington, DC.
- IPE and Stirling (2013). Institutional Infrastructure Survey 2015. Londres, Investment and Pensions Europe and Stirling Capital Partners.
- FMI (2006). *Public-Private Partnerships, Government Guarantees and Fiscal Risk*. Fiscal Affairs Department, Washington, DC.
- Inderst G and Stewart F (2014). Institutional investment in infrastructure in emerging markets and developing economies. Public-Private Infrastructure Advisory Facility, Groupe de la Banque mondiale, Washington, DC.
- Junio DRO (2014). Asian Infrastructure Investment Bank : An idea whose time has come ? *The Diplomat*, 4 décembre. Disponible sur : <http://thediplomat.com/2014/12/asian-infrastructure-investment-bank-an-idea-whose-time-has-come/>.
- KfW (2014). *The Kreditanstalt Für Wiederaufbau Annual Report 2014*. Frankfurt.

- Kragelund P (2008). The return of non-DAC donors to Africa : New prospects for African Development ? *Development Policy Review*, 26(5) : 555–584.
- Kwakkenbons J and Romero MJ (2013). Engaging the private sector for development : The role of development finance institutions ? Disponible sur : http://www.oefse.at/fileadmin/content/Downloads/Publikationen/Oepol/Artikel2013/2_Kwakkenbos_Romero.pdf.
- Lobina E and Hall D (2013). List of water remunicipalisations worldwide – as of November 2013. A briefing commissioned by Public Services International. PSIRU, Business School University of Greenwich, Londres.
- Mandri-Perrott C (2014). East Asian public-private partnerships in a global context. Presentation at the World Bank OECD South East Asia Forum, 25–26 March, Singapour.
- Morrissey O (2015). Why do economists disagree so much on aid effectiveness ? Aid works (in mysterious ways). Paper prepared for presentation at the IMF-CFD Conference on Financing for Development, Geneva 15–17 Avril. Disponible sur : http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/cfd/shared/EVENTS/2015/IMFCFD_1517April/papers/Morrissey_Aid%20Effectiveness_Draft.pdf.
- Nakhooda S, Franssen T, Kuramochi T, Caravani A, Prizzon A, Shimizu N, Tilley H, Halimanjaya A and Welham B (2013). Mobilising international climate finance : Lessons from the fast-start finance period. Londres, Overseas Development Institute, World Resources Institute and Institute for Global Environmental Strategies, Disponible sur : <http://www.odi.org/publications/7987-mobilising-international-climate-finance-lessons-fast-start-finance-period>.
- National Audit Office (2015). The choice of finance for capital investment. HM Treasury, Londres.
- Ocampo JA, Kregel J and Griffith-Jones S, eds. (2007). *International Finance and Development*. Londres, ZED Books (in association with the United Nations).
- OCDE (2008). *Les partenariats public-privé : Partager les risques et optimiser les ressources*. Paris.
- OCDE (2014a). *2014 Global Outlook on Aid : Results of the 2014 DAC Survey on Donors' Forward Spending Plans and Prospects for Improving Aid Predictability*. Paris.
- OCDE (2014b). *Rapport sur la coopération pour le développement 2014*. Paris.
- OCDE (2014c). Réunion de haut niveau du CAD : Communiqué Final. 15 et 16 décembre 2014. Paris. Disponible sur : <http://www.oecd.org/dac/OECD%20DAC%20HLM%20Communique.pdf>.
- OCDE (2015). L'aide au développement est stable mais la baisse des apports aux pays les plus pauvres se poursuit en 2014. Résumé du communiqué de presse Disponible sur : <http://www.oecd.org/fr/developpement/2014stabilitedelaideau>
- developpementmais poursuite delabaisse desapportsauxpayslespluspauvres.htm.
- OCDE /NEPAD (2005). Encouraging public-private partnerships in the utilities sector : The role of development assistance. Background paper for Roundtable 5 at NEPAD/OECD Investment Initiative, Entebbe, 25–27 mai.
- OCDE et PNUD (2014). *Vers une coopération pour le développement plus efficace – Rapport d'étape 2014*. Paris et New York.
- Pickering J, Skovgaard J, Kim S, Roberts JT, Rossati D, Stadelmann M and Reich H (2015). Acting on climate finance pledges : Inter-agency dynamics and relationships with aid in contributor states. *World Development*, 68 : 149–162.
- Poon D (2014). Development finance in China. A road less travelled. CNUCED, Genève (non publié).
- Posner P, Ryu S and Tkachenko A (2009). Public-private partnerships : The relevance of budgeting. *OECD Journal on Budgeting*, 1 : 49–74.
- Qian N (2014). Making progress on foreign aid. Working Paper No. 20412, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Quibria MG (2014). Aid effectiveness : Research, policy and unresolved issues. *Development Studies Research : An Open Access Journal*, 1(1) : 75–87.
- Shaoul J (2009). Using the private sector to finance capital expenditure : The financial realities. In : Akintoye A, ed. *Policy, Finance and Management for Public-Private Partnerships*. Chichester, Wiley-Blackwell : 27–46.
- Sovereign Wealth Fund Institute (2015). Sovereign wealth fund rankings. Disponible sur : <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>.
- The Reality of Aid Management Committee (2010). South-South development cooperation : A challenge to the aid system ? *Special report on South-South Cooperation 2010*. Disponible sur : <http://www.realityofaid.org/wp-content/uploads/2013/02/ROA-SSDC-Special-Report1.pdf>.
- UK Aid Network (2015). Leveraging aid. A literature review on the additionality of using ODA to leverage private investments. Disponible sur : <http://www.ukan.org.uk/wordpress/wp-content/uploads/2015/03/UKAN-Leveraging-Aid-Literature-Review-03.15.pdf>.
- Département des affaires économiques et sociales de l'ONU (2015). *Situation et perspectives de l'économie mondiale 2015*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente E.15.II.C.2, Nations Unies, New York.
- CNUCED (2006). *Le développement économique en Afrique – Rapport 2006 – Doublement de l'aide : Assurer la « grande poussée »*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.06.II.D.10, New York et Genève.
- CNUCED (2010). *Le développement économique en Afrique – Rapport 2010 : la coopération Sud-Sud :*

- l'Afrique et les nouvelles formes de partenariat pour le développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.10.II.D.13, New York et Genève.
- CNUCED (2011a). Renforcer l'efficacité de l'aide : de Paris à Busan. Note du secrétariat de la CNUCED. TD/B/EX(53)/3, Genève.
- CNUCED (2011b). Towards an international development architecture for LDCs. UNCTAD Policy Brief n° 20/G, Genève. Disponible sur : http://unctad.org/en/Docs/presspb201110_en.pdf.
- CNUCED (2013). *Le développement économique en Afrique – Rapport 2013 – Commerce intra-africain : libérer le dynamisme du secteur privé*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.13.II.D.2, New York et Genève.
- CNUCED (2014). *Rapport sur l'investissement dans le monde 2014 – L'investissement au service d'un développement durable : Un plan d'action*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.14.II.D.1. New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2007 - La coopération régionale au service du développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.07.II.D.11, New York et Genève.
- CNUCED *Rapport sur le commerce et le développement, 2008 : Prix des produits de base, flux des capitaux et financement de l'investissement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.08.II.D.21, New York et Genève.
- CNUCED *Rapport sur le commerce et le développement, 2013 : S'adapter à la nouvelle dynamique de l'économie mondiale*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.13.II.D.3, New York et Genève.
- CCNUCC (2009). Rapport de la quinzième session de la Conférence des Parties tenue à Copenhague du 7 au 19 décembre 2009. Convention cadre des Nations Unies sur les changements climatiques. FCCC/CP/2009/11/Add.1. Disponible sur : <http://unfccc.int/resource/docs/2009/cop15/eng/11a01.pdf>.
- CCNUCC (2014). Rapport de la Conférence des Parties sur sa vingtième session, tenue à Lima du 1er au 14 décembre 2014. Décision 7/CP.20. Convention cadre des Nations Unies sur les changements climatiques. Disponible sur : <http://unfccc.int/resource/docs/2014/cop20/eng/10a02.pdf#page=14>.
- Nations Unies (2014a). *Rapport du Groupe de réflexion sur le retard pris dans la réalisation des objectifs du Millénaire pour le développement 2014 : L'état du partenariat mondial pour le développement*. Publication des Nations Unies. Numéro de vente F.14.I.7, New York.
- Nations Unies (2014b). Tendances et progrès en matière de coopération internationale pour le développement. Conseil économique et social. E/2014/77, New York.
- Water Justice (2014). Here to stay : Water renationalization as a global trend. Disponible sur : <https://www.tni.org/en/publication/here-to-stay-water-remunicipalisation-as-a-global-trend>.
- Winch G, Onishi M and Schmidt S, eds. (2012). Taking stock of PPP and PFI around the world. Summary of research report 126. The Association of Chartered Certified Accountants, Londres.
- WEF (2014). Infrastructure investment policy blueprint. World Economic Forum, Genève.
- Wolf C, Wang X and Warner E (2013). China's foreign aid and government-sponsored investment activities : Scale, content, destinations, and implications. RAND Corporation, Santa Monica, CA.
- Banque mondiale (2009). *Rapport de suivi mondial 2009 : une crise du développement*. Washington DC.
- Zhou Y (2010). The future of South-South development assistance and the role of the UN. Remarks at the OECD meeting of National Focal Points for Policy Coherence for Development, Paris, 1^{er} octobre. Disponible sur : <http://www.oecd.org/development/pcd/46188961.pdf>.



CONFÉRENCE DES NATIONS UNIES SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT

Palais des Nations
CH-1211 GENÈVE 10
Suisse
(<http://unctad.org>)

Choix de publications de la CNUCED

Rapport sur le commerce et le développement, 2014 Publication des Nations Unies, n° de vente F.14.II.D.4
Gouvernance mondiale et marge d'action pour le développement ISSN 0256-0887

- Chapitre I Tendances récentes de l'économie mondiale
- Chapitre II Pour une reprise économique soutenue : analyse de différentes options possibles
- Chapitre III Marge d'action et gouvernance mondiale : principaux enjeux
- Chapitre IV Marge d'action et origines du système économique multilatéral
- Chapitre V Les politiques industrielles et commerciales dans un régime de gouvernance mondiale changeant
- Chapitre VI Financement international et marge d'action
Annexe : Les accords bilatéraux d'investissement attirent-ils l'IED dans les pays en développement ?
- Chapitre VII Marge d'action budgétaire en tant qu'instrument de stabilité et de développement ; les enjeux actuels

Rapport sur le commerce et le développement, 2013 Publication des Nations Unies, n° de vente F.13.II.D.3
S'adapter à la nouvelle dynamique de l'économie mondiale ISSN 0256-0887

- Chapitre I Tendances et problèmes actuels de l'économie mondiale
Annexe : Trois scénarios pour l'économie mondiale
- Chapitre II Vers une croissance plus équilibrée : faire une plus grande place à la demande intérieure dans les stratégies de développement
Annexe : Modifier les stratégies de croissance : principales conséquences et difficultés
- Chapitre III Financer l'économie réelle

Rapport sur le commerce et le développement, 2012 Publication des Nations Unies, n° de vente F.12.II.D.6
Politiques pour une croissance équitable et équilibrée ISBN 978-92-1-3212399-8

- Chapitre I Tendances et problèmes actuels de l'économie mondiale
- Chapitre II Inégalités de revenu : aspects fondamentaux
- Chapitre III Évolution et dimensions des inégalités de revenu
- Chapitre IV Changements découlant de la mondialisation et du progrès technologique, et incidence de ces changements sur les inégalités de revenu nationales
- Chapitre V Le rôle de la politique budgétaire dans la répartition des revenus
- Chapitre VI Nouveau regard sur les aspects économiques et politiques des inégalités

Rapport sur le commerce et le développement, 2011

Publication des Nations Unies, n° de vente F.11.II.D.3

L'économie mondiale après la crise

ISSN 0256-0887

- Chapitre I Tendances et problèmes actuels de l'économie mondiale
- Chapitre II Crise financière : aspects budgétaires et impact sur la dette publique
- Chapitre III Marge d'action budgétaire, viabilité de l'endettement et croissance économique
- Chapitre IV Reréglementation et restructuration financières
- Chapitre V Marchés des produits de base financiarisés : évolution récente et questions de politique générale
 - Annexe : Réforme de la réglementation des marchés d'instruments dérivés adossés aux produits de base
- Chapitre VI L'ordre monétaire mondial et le système commercial international

Rapport sur le commerce et le développement, 2010

Publication des Nations Unies, n° de vente F.10.II.D.3

Emploi, mondialisation et développement

ISBN 978-92-1-212388-2

- Chapitre I Après la crise mondiale : une reprise inégale et fragile
 - Annexe : Les contrats de couverture de défaillance de crédit
- Chapitre II Effets sur l'emploi d'un rééquilibrage de l'économie mondiale
 - Annexe : Simulation des effets d'un rééquilibrage mondial sur le commerce et l'emploi : note technique
- Chapitre III Les aspects macroéconomiques de la création d'emplois et du chômage
- Chapitre IV Transformation structurelle et création d'emplois dans les pays en développement
- Chapitre V De nouvelles politiques pour une croissance soutenue, la création d'emplois et la réduction de la pauvreté

Rapport sur le commerce et le développement, 2009

Publication des Nations Unies, n° de vente F.09.II.D.16

Faire face à la crise mondiale

ISBN 978-92-1-212371-4

Atténuation des changements climatiques et développement

- Chapitre I L'impact de la crise mondiale et les mesures à court terme pour y faire face
 - Annexe : La récession mondiale aggrave la crise alimentaire
- Chapitre II La financiarisation des marchés de produits de base
- Chapitre III Les enseignements de la crise : Comment rendre les systèmes financiers plus sûrs et plus viables ?
- Chapitre IV Réforme du système monétaire et financier international
- Chapitre V Atténuation des changements climatiques et développement

Rapport sur le commerce et le développement, 2008

Publication des Nations Unies, n° de vente F.08.II.D.21

Prix des produits de base, flux des capitaux et financement de l'investissement

ISBN 978-92-1-212358-5

- Chapitre I Tendances et problèmes actuels de l'économie mondiale
 - Tableau annexe du chapitre premier
- Chapitre II Hausse des prix des produits primaires et instabilité
- Chapitre III Flux internationaux de capitaux, solde des opérations courantes et financement du développement
 - Annexe : Analyse économétrique des déterminants de retournements du solde des opérations courantes accompagnés d'une expansion ou d'une contraction de l'économie
- Chapitre IV Sources intérieures de financement et investissement dans les capacités de production
- Chapitre V L'aide internationale pour la réalisation des OMD et la croissance
 - Annexe : Description des études économétriques
- Chapitre VI Le débat actuel sur la dette extérieure des pays en développement

Rapport sur le commerce et le développement, 2007*La coopération régionale au service du développement*

Publication des Nations Unies, n° de vente F.07.II.D.11

ISBN 978-92-1-212342-4

- Chapitre I La situation actuelle de l'économie mondiale
Annexe statistique du chapitre premier
- Chapitre II La mondialisation, la régionalisation et le défi du développement
- Chapitre III Le « nouveau régionalisme » et les accords commerciaux Nord-Sud
- Chapitre IV Coopération régionale et intégration commerciale entre pays en développement
- Chapitre V La coopération financière et monétaire régionale
Annexe 1 : La communauté de développement de l'Afrique australe
Annexe 2 : Le Conseil de coopération du Golfe
- Chapitre VI La coopération régionale dans les domaines de la logistique commerciale, de l'énergie et de la politique industrielle

* * * * *

Trade and Development Report, 1981–2011*Three Decades of Thinking Development*

United Nations publication, sales no. E.12.II.D.5

ISBN 978-92-1-112845-1

Part One Trade and Development Report, 1981–2011: Three Decades of Thinking Development

1. Introduction
2. Interdependence
3. Macroeconomics and finance
4. Global economic governance
5. Development strategies: assessments and recommendations
6. Outlook

Part Two Panel Discussion on « Thinking Development: Three Decades of the *Trade and Development Report*

Opening statement

by Anthony Mothae Maruping

Origins and evolving ideas of the *TDR*

Introductory remarks by Richard Kozul-Wright

Statement by Rubens Ricupero

Statement by Yilmaz Akyüz

The *TDR* approach to development strategies

Introductory remarks by Taffere Tesfachew

Statement by Jayati Ghosh

Statement by Rolph van der Hoeven

Statement by Faizel Ismail

The macroeconomic reasoning in the *TDR*

Introductory remarks by Charles Gore

Statement by Anthony P. Thirlwall

Statement by Carlos Fortin

Statement by Heiner Flassbeck

Evolving issues in international economic governance

Introductory remarks by Andrew Cornford

Statement by Jomo Kwame Sundaram

Statement by Arturo O'Connell

The way forward

Closing remarks by Alfredo Calcagno

Summary of the debate

* * * * *

Rethinking Development Strategies after the Financial Crisis

Volume I: Making the Case for Policy Space

Edited by Alfredo Calcagno, Sebastian Dullien, Alejandro Márquez-Velázquez, Nicolas Maystre and Jan Priewe

United Nations publication, sales no. E.15.II.D.9
ISBN 978-92-1-112894-9

Introduction

Alfredo Calcagno

Rethinking Development Strategies after the Global Financial Crisis

Jan Priewe

Seven Strategies for Development in Comparison

Eric Helleiner

Restoring the Development Dimension of Bretton Woods

Veerayooth Kanchoochat

The Middle-Income Trap and East Asian Miracle Lessons

Robert H. Wade

The Role of Industrial Policy in Developing Countries

Roberto Frenkel and Martín Rapetti

The Real Exchange Rate as a Target of Macroeconomic Policy

Rachel Denae Thrasher and Kevin P. Gallagher

Defending Development Sovereignty: The Case for Industrial Policy and Financial Regulation in the Trading Regime

The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries

Edited by Sebastian Dullien, Detlef J. Kotte, Alejandro Márquez and Jan Priewe

United Nations publication, sales no. E.11.II.D.11
ISBN 978-92-1-112818-5

Introduction

The Crisis – Transmission, Impact and Special Features

Jan Priewe

What Went Wrong? Alternative Interpretations of the Global Financial Crisis

Daniela Magalhães Prates and Marcos Antonio Macedo Cintra

The Emerging-market Economies in the Face of the Global Financial Crisis

Jörg Mayer

The Financialization of Commodity Markets and Commodity Price Volatility

Sebastian Dullien

Risk Factors in International Financial Crises: Early Lessons from the 2008-2009 Turmoil

The Crisis – Country and Regional Studies

Laike Yang and Cornelius Huizenga

China's Economy in the Global Economic Crisis: Impact and Policy Responses

Abhijit Sen Gupta

Sustaining Growth in a Period of Global Downturn: The Case of India

André Nassif

Brazil and India in the Global Economic Crisis: Immediate Impacts and Economic Policy Responses

Patrick N. Osakwe

Africa and the Global Financial and Economic Crisis: Impacts, Responses and Opportunities

Looking Forward – Policy Agenda

Alejandro Márquez

The Report of the Stiglitz Commission: A Summary and Comment

Ricardo Ffrench-Davis

Reforming Macroeconomic Policies in Emerging Economies: From Procyclical to Countercyclical Approaches

Jürgen Zattler

A Possible New Role for Special Drawing Rights In and Beyond the Global Monetary System

Detlef J. Kotte

The Financial and Economic Crisis and Global Economic Governance

* * * * *

**The Global Economic Crisis:
Systemic Failures and Multilateral Remedies**

United Nations publication, sales no. E.09.II.D.4

ISBN 978-92-1-112765-2

*Report by the UNCTAD Secretariat Task Force
on Systemic Issues and Economic Cooperation*

- Chapter I A crisis foretold
- Chapter II Financial regulation: fighting today's crisis today
- Chapter III Managing the financialization of commodity futures trading
- Chapter IV Exchange rate regimes and monetary cooperation
- Chapter V Towards a coherent effort to overcome the systemic crisis

* * * * *

Ces publications peuvent être obtenues auprès de librairies et de distributeurs partout dans le monde. Adressez-vous à votre librairie habituelle ou écrivez à : United Publications Sales and Marketing Office, 300 E 42nd Street, 9th Floor, IN-919J New York, NY 10017, (États-Unis d'Amérique). téléphone : +1 212 963 8302, télécopieur : +1 212 963 3489, courriel : publications@un.org, <https://unp.un.org>.

**Regional Monetary Cooperation and Growth-enhancing Policies:
The new challenges for Latin America and the Caribbean**

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2010/1

- Chapter I What Went Wrong? An Analysis of Growth and Macroeconomic Prices in Latin America
- Chapter II Regional Monetary Cooperation for Growth-enhancing Policies
- Chapter III Regional Payment Systems and the SUCRE Initiative
- Chapter IV Policy Conclusions

* * * * *

Price Formation in Financialized Commodity Markets: The role of information

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2011/1

1. Motivation of this Study
2. Price Formation in Commodity Markets
3. Recent Evolution of Prices and Fundamentals
4. Financialization of Commodity Price Formation
5. Field Survey
6. Policy Considerations and Recommendations
7. Conclusions

* * * * *

Ces publications peuvent être consultées sur le site Web : <http://unctad.org>. La version sur papier peut être obtenue en s'adressant à l'assistant aux publications du Service des politiques macroéconomiques et des politiques de développement, Division de la mondialisation et des stratégies de développement, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), Palais des Nations, CH-1211 Genève 10 (Suisse), courriel : gdsinfo@unctad.org.

UNCTAD Discussion Papers

No. 222	July 2015	Ulrich Hoffmann	Can green growth really work and what are the true (socio-) economics of climate change?
No. 221	May 2015	Eric Helleiner	International policy coordination for development: The forgotten legacy of Bretton Woods
No. 220	May 2015	Martin Falk and Eva Hagsten	E-commerce trends and impacts across Europe
No. 219	March 2015	Piergiuseppe Fortunato, Carlos Razo and Kasper Vrolijk	Operationalizing the product space: A road map to export diversification
No. 218	Dec. 2014	Daniel Poon	China's development trajectory: A strategic opening for industrial policy in the South
No. 217	Nov. 2014	Yılmaz Akyüz	Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies
No. 216	April 2014	Andrew Cornford	Macroprudential regulation: Potential implications for rules for cross-border banking
No. 215	March 2014	Stephany Griffith-Jones	A BRICS development bank: A dream coming true?
No. 214	Dec. 2013	Jörg Mayer	Towards more balanced growth strategies in developing countries: Issues related to market size, trade balances and purchasing power
No. 213	Nov. 2013	Shigehisa Kasahara	The Asian developmental State and the Flying Geese paradigm
No. 212	Nov. 2013	Vladimir Filimonov, David Bicchetti, Nicolas Maystre and Didier Sornette	Quantification of the high level of endogeneity and of structural regime shifts in commodity markets
No. 211	Oct. 2013	André Nassif, Carmem Feijó and Eliane Araújo	Structural change and economic development: Is Brazil catching up or falling behind?
No. 210	Dec. 2012	Giovanni Andrea Cornia and Bruno Martorano	Development policies and income inequality in selected developing regions, 1980–2010
No. 209	Nov. 2012	Alessandro Missale and Emanuele Bacchiocchi	Multilateral indexed loans and debt sustainability
No. 208	Oct. 2012	David Bicchetti and Nicolas Maystre	The synchronized and long-lasting structural change on commodity markets: Evidence from high frequency data
No. 207	July 2012	Amelia U. Santos-Paulino	Trade, income distribution and poverty in developing countries: A survey
No. 206	Dec. 2011	André Nassif, Carmem Feijó and Eliane Araújo	The long-term "optimal" real exchange rate and the currency overvaluation trend in open emerging economies: The case of Brazil
No. 205	Dec. 2011	Ulrich Hoffmann	Some reflections on climate change, green growth illusions and development space
No. 204	Oct. 2011	Peter Bofinger	The scope for foreign exchange market interventions
No. 203	Sep. 2011	Javier Lindenboim, Damián Kennedy and Juan M. Graña	Share of labour compensation and aggregate demand discussions towards a growth strategy
No. 202	June 2011	Pilar Fajarnes	An overview of major sources of data and analyses relating to physical fundamentals in international commodity markets
No. 201	Feb. 2011	Ulrich Hoffmann	Assuring food security in developing countries under the challenges of climate change: Key trade and development issues of a fundamental transformation of agriculture
No. 200	Sep. 2010	Jörg Mayer	Global rebalancing: Effects on trade flows and employment

* * * * *

Les documents de cette série peuvent être consultés sur le site Web : <http://unctad.org>. La version sur papier peut être obtenue en s'adressant à l'assistant aux publications du Service des politiques macroéconomiques et des politiques de développement, Division de la mondialisation et des stratégies de développement, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), Palais des Nations, CH-1211 Genève 10 (Suisse), courriel : gdsinfo@unctad.org.

QUESTIONNAIRE

Rapport sur le commerce et le développement, 2015

Pour améliorer la qualité et la pertinence du Rapport sur le commerce et le développement, le secrétariat de la CNUCED aimerait avoir votre avis sur cette publication. Nous vous prions de bien vouloir compléter le formulaire et de le renvoyer à l'adresse ci-dessous :

Readership Survey
Division on Globalization and Development Strategies
UNCTAD
Palais des Nations, bureau E.10009
CH-1211 Genève 10, Switzerland
Télécopieur : (+41) (0)22 917 0274
Courriel : tdr@unctad.org

Nous vous remercions de votre coopération.

1. Quelle est votre évaluation de la présente publication ? *Excellent* *Bon* *Satisfaisant* *Médiocre*

Évaluation globale	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Pertinence des questions traitées	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Qualité de l'analyse	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Qualité des conclusions	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Présentation	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

2. Quels sont à votre avis les points forts de cette publication ?

3. Quels sont à votre avis les points faibles de cette publication ?

4. À quelles fins employez-vous cette publication?

Analyse et recherche	<input type="checkbox"/>	Enseignement et formation	<input type="checkbox"/>
Formulation et mise en oeuvre des politiques	<input type="checkbox"/>	Autres (à préciser) _____	

5. Dans quel secteur travaillez-vous ?

Administration publique	<input type="checkbox"/>	Entreprise publique	<input type="checkbox"/>
Organisation non gouvernementale	<input type="checkbox"/>	Université ou recherche	<input type="checkbox"/>
Organisation internationale	<input type="checkbox"/>	Presse/média	<input type="checkbox"/>
Secteur privé	<input type="checkbox"/>	Autres (à préciser) _____	

6. Nom et adresse (facultatif):

7. Observations :
