

Sommaire

L'accès aux marchés financiers internationaux procure d'importants avantages aux pays emprunteurs, mais pose également des risques. L'environnement économique international se caractérise de longue date par l'instabilité des flux de capitaux privés et l'existence de périodes d'expansion et de contraction dans les pays importateurs de capitaux. Ces mouvements cycliques, prédominants dans les années 90, ont également été observés à plusieurs reprises au cours du siècle dernier, en période d'afflux de capitaux privés vers les marchés émergents. Il est probable qu'ils continueront de se manifester au XXI^e siècle.

Le tarissement soudain, et rapide, des financements disponibles sur les marchés financiers internationaux, conjugué aux carences des politiques macroéconomiques et des secteurs bancaire et financier des pays en développement, a contribué à l'enchaînement des crises financières qui ont récemment ébranlé les économies en développement, et à leur ampleur entre 1997 et 1999. Les dix pays auxquels étaient destinés, jusque-là, la moitié des flux des marchés financiers internationaux vers les pays en développement ont soudainement enregistré une diminution de moitié de leurs entrées brutes de capitaux. Ils ont, par ailleurs, été ébranlés par une crise de confiance qui a amené les résidents nationaux à procéder à d'importantes sorties de capital et, ce faisant, à aggraver la crise financière. D'autres pays en développement, touchés par l'effet de contagion, ont vu leurs entrées brutes de capitaux en provenance des marchés financiers diminuer d'environ un quart. Or, ces pays auraient eu besoin, à l'époque, d'obtenir davantage de ressources extérieures pour pouvoir ajuster leurs économies à la contraction des échanges internationaux et à la chute des cours des produits de base, de sorte que le tarissement des financements en provenance des marchés financiers internationaux a contribué au ralentissement économique. Il est noté dans l'édition précédente de *Global Development Finance* que l'évolution du financement extérieur a eu pour effet cumulatif de ramener le taux de croissance global des pays en développement à 1,6 % en 1998 — soit le taux le plus faible enregistré depuis l'amorce de la crise d'endettement en 1982. La croissance s'est ralentie dans toutes les régions, mais plus particulièrement en Asie de l'Est et en Amérique latine, c'est-à-dire les deux régions qui avaient jusque-là le plus profité de l'essor des marchés émergents dans les années 90.

Cette année, le rapport analyse, au chapitre premier, les perspectives de croissance à court terme des pays en développement, deux ans et demi après l'amorce de la crise, dans un environnement caractérisé par la faiblesse des flux en provenance des marchés financiers internationaux et une forte aversion au risque. Les chapitres 2 et 3 analysent plus en détail l'évolution récente du financement mondial du développement et de ses perspectives, d'une part, globalement et, d'autre part, au niveau des différentes composantes privées et publiques. Le chapitre 4 examine les avantages et risques particuliers des flux de capitaux à court terme, sur lesquels l'attention se porte davantage depuis la dernière crise, car ils sont les plus instables et les plus facilement réversibles des flux de capitaux privés vers les pays en développement. Le chapitre 5 étudie les options qui s'offrent aux pouvoirs publics dans le cadre de la formulation et de l'adoption de mesures de sécurité — tant au plan des incitations qu'à celui des contrôles — pour aider les pays à réduire leur

vulnérabilité à des chocs extérieurs engendrés par des crises du système. Enfin, le dernier chapitre replace l'évolution des flux de capitaux privés dans une perspective à plus long terme, en considérant les périodes d'expansion et de contraction des flux à destination des marchés émergents sur plus d'un siècle, pour en tirer des enseignements pour le XXI^e siècle.

Les pays en développement commencent à se remettre de la crise financière mondiale de 1997-99, comme le prévoyaient *Global Development Finance 1999* et *Global Economic Prospects 2000*. Cette reprise est à présent impulsée par la croissance plus forte que prévu enregistrée par un vaste groupe de pays industrialisés, la vigueur exceptionnelle de la reprise des échanges internationaux et le raffermissement des cours des produits de base. Ces facteurs permettront au développement de « s'autofinancer » dans une large mesure et aux pays en développement de connaître une reprise plus durable qui devrait profiter à tous plutôt qu'une relance engendrée par une augmentation sélective et incertaine des flux de capitaux à partir des marchés financiers internationaux. Étant donné la vigueur actuelle des échanges internationaux et de l'expansion des pays industrialisés, le présent rapport a révisé en hausse de 0,6 point de pourcentage l'estimation de la croissance des pays en développement en 1999, qui passe ainsi à 3,3 %. Le taux de croissance prospective des pays en développement devrait également être majoré à la hausse, par rapport aux prévisions portées dans *Global Economic Prospects 2000*, de 0,4 point de pourcentage en 2000 pour atteindre 4,6 % et de 0,1 point de pourcentage entre 2000 à et 2002 pour atteindre 4,8 %.

Tous les pays en développement ne participeront pas à la reprise au même degré. Les résultats seront probablement mitigés, et l'on peut compter que la croissance sera plus rapide dans les pays dont l'économie dépend dans une large mesure des échanges, qui sont plus diversifiés et qui attirent un volume plus important d'investissements directs étrangers (IDE) comme dans ceux qui ont récemment amélioré leur compétitivité ; plusieurs pays d'Asie de l'Est, les pays d'Europe de l'Est candidats à l'adhésion à l'Union européenne, le Brésil et le Mexique remplissent au moins deux de ces conditions. La Chine et l'Inde, où vivent 46 % de la population des pays en développement et 55 % des pauvres, devraient également connaître une croissance relativement rapide même s'ils sont aux prises avec les problèmes posés par les réformes intérieures. La croissance sera probablement plus lente pour les pays exportateurs de pétrole (essentiellement parce qu'ils sont surendettés et que les cours du pétrole devraient se tasser) et pour les exportateurs de denrées agricoles (dont les termes de l'échange se sont dégradés). Le processus d'ajustement aux effets de la crise financière mondiale n'est en outre pas terminé. La croissance à court terme (2000-02) devrait s'effectuer à un rythme inférieur à celui enregistré avant la crise, sauf dans les pays où l'ajustement et la reprise ont été exceptionnellement rapides. Les pays et les régions qui s'ajustent plus rapidement en raison des réformes qu'ils ont dû entreprendre à cause de la crise seront gagnants à long terme, mais il faudra un certain temps pour remédier aux carences révélées par cette dernière. Un plus grand nombre de pays en développement sortiront de la situation catastrophique dans laquelle ils se trouvaient en 1998-99, pour commencer à enregistrer une croissance par habitant positive en 2000. Toutefois, dans 41 pays en développement, pour la plupart à faible revenu et comptant au total plus de 1 milliard d'habitants, cette

croissance sera pratiquement nulle. Ces estimations témoignent de la précarité du sentier d'ajustement et de la reprise. Par ailleurs, si les risques systémiques qui se posent à l'échelon mondial se sont atténués, le risque d'une dégradation de la situation persiste. En effet, quatre transitions doivent s'opérer simultanément : l'économie américaine doit atterrir en douceur ; le Japon doit fonder sa croissance non plus sur un stimulant budgétaire mais sur la demande privée ; les pays d'Asie doivent assainir leurs secteurs financiers et leurs entreprises ; et les pays exportateurs de pétrole doivent procéder à un ajustement. Le renchérissement des cours du pétrole à court terme engendre également certains risques.

Les flux de capitaux privés à destination des pays en développement en 1999 ont connu trois transformations fondamentales. Premièrement, le volume des flux en provenance des marchés financiers internationaux a manifestement diminué pour retomber au niveau enregistré au début des années 90. Cette évolution témoigne de l'augmentation de l'aversion au risque depuis les événements de 1997-99, qui ont bloqué l'accès de nombreux emprunteurs privés aux flux de capitaux et ont orienté les marchés obligataires vers le secteur public (emprunts souverains). Deuxièmement, la contraction des flux de capitaux privés reflète aussi l'effondrement de la demande de capitaux étrangers dans les pays qui procèdent à un ajustement rapide, notamment en Asie de l'Est. Troisièmement, contrairement à ce qui précède, les flux d'IDE, qui ont continué au même rythme durant la crise, sont maintenant la principale source, stable et fiable, de financements à long terme pour tous les pays en développement. Ces flux se sont intensifiés pour passer d'environ 35 milliards de dollars en 1991 à 131 milliards de dollars en 1996 et à 192 milliards de dollars en 1999.

Le cycle observé sur les marchés des capitaux privés semble donc se rapprocher de son point de retournement, si l'on considère le gonflement des crédits entre 1990 et 1996 puis la forte contraction de l'offre entre 1997 et 1999 qui devrait faire place à une reprise progressive sur la période 2000-02. Le caractère progressif de la reprise s'explique par la persistance des obstacles à l'obtention de crédits dans certains cas, et le rétablissement d'une demande de financement fondamentale à un niveau plus viable (et une meilleure utilisation des ressources) dans de nombreux pays en développement parallèlement à la réduction de l'endettement des entreprises, l'amélioration du contrôle et du cadre réglementaire des banques, et la poursuite de meilleures politiques macroéconomiques. On compte également que les IDE augmenteront plus lentement que dans le passé, leur récent essor s'expliquant en partie par le rythme soutenu des privatisations et le nombre accru de fusions et d'acquisitions d'entreprises en difficulté.

L'évolution des *flux de capitaux officiels* en 1999 a reflété une reprise modeste (et probablement temporaire) des flux d'aide ainsi que le lancement d'un programme renforcé d'allègement de la dette des pays pauvres très endettés. Les flux de capitaux officiels non concessionnels ont brusquement chuté l'an dernier, après avoir atteint un niveau record en 1998 en raison des programmes de sauvetage proposés à plusieurs pays en crise.

Les flux d'aide sont limités par différents facteurs, tels que la contraction des volumes d'aide depuis la fin de la guerre froide, les compressions budgétaires réalisées dans les pays bailleurs de fonds et l'impression que l'aide consentie jusqu'à présent n'a pas produit de résultats. D'autres problèmes se posent, qui tiennent au nombre très élevé des organismes d'aide et des organisations non gouvernementales qui participent aux programmes d'aide, au manque d'efficacité de l'allocation et de l'utilisation de l'aide, à la forte dépendance de certains pays par rapport à l'aide, ainsi qu'à l'augmentation de la demande d'aide humanitaire. Il importe qu'un nouveau partenariat se constitue entre les bailleurs de fonds et les bénéficiaires pour que les ressources fournies au titre de l'aide soient utilisées de manière plus judicieuse. Des mesures devraient être prises dans le but de rationaliser l'allocation de l'aide, en ciblant les pays qui poursuivent des politiques de développement et des programmes de réduction de la pauvreté plus efficaces, et de s'attaquer à de nouveaux problèmes, notamment en cherchant à ralentir la propagation de maladies infectieuses d'un pays à un autre et à fournir d'autres biens publics d'envergure mondiale.

L'Initiative PPTE renforcée doit assurer un allègement de la dette plus rapide, plus complet et plus étendu aux pays les plus pauvres fortement endettés et mieux lutter contre la pauvreté que les programmes antérieurs. D'importants progrès ont été accomplis, mais de graves problèmes continuent de se poser. Il importera d'examiner la situation de nombreux pays en vue de leur inclusion dans les programmes d'allègement de la dette dont il sera convenu au cours de l'année à venir. Il importera également d'obtenir l'appui de tous les bailleurs de fonds de manière à maintenir les apports d'argent frais au titre de l'aide tout en allégeant la dette des pays pauvres (principe de l'additionnalité), comme convenu. Certains organismes multilatéraux régionaux auront également besoin d'un appui financier extérieur pour pouvoir renoncer au remboursement de prêts antérieurs. Le plus difficile, pour tous les intéressés, sera peut-être de s'assurer que les programmes de réduction de la pauvreté poursuivis par les pays aux fins de l'Initiative PPTE donnent les résultats escomptés.

Le volume des financements officiels non concessionnels aux pays en crise diminue au fur et à mesure que celle-ci s'estompe. Le risque moral que ce type de financement peut engendrer s'avère préoccupant. Aussi est-il demandé au secteur privé d'assumer une plus grande partie du coût du financement de pays en crise — tels que l'Équateur, le Pakistan et l'Ukraine. Cette pratique devrait avoir pour effet d'inciter les prêteurs comme les emprunteurs à mieux gérer leurs risques à l'avenir, mais aussi d'accroître le coût des nouveaux emprunts, en particulier pour les pays moins solvables.

Les *emprunts à court terme* contractés par les pays en développement auprès de banques internationales ont presque triplé entre 1990 et 1997, et ont augmenté à un rythme particulièrement soutenu en Asie de l'Est et en Amérique latine. Cette rapide progression a eu d'importants avantages à certains égards, car elle a permis de financer l'accroissement des échanges et l'accélération de la croissance économique. Les distorsions induites par l'action des pouvoirs publics ont, en revanche, également contribué au gonflement des emprunts à court terme. Celles-ci résultent en partie de la rapide libéralisation des systèmes bancaires intérieurs et de l'ouverture de comptes de

capital dans les pays emprunteurs sans que ceux-ci n'aient mis en place des méthodes de supervision et de gestion des risques adaptées. Citons également la stérilisation des entrées de capitaux visant à préserver des taux de change définis par rapport à une autre monnaie, et l'application des prescriptions sur la couverture des fonds propres dans les pays d'origine, qui a favorisé les prêts à court terme. Des facteurs conjoncturels, tels que la baisse des taux d'intérêt dans les pays d'origine et l'essor du marché des actifs dans les pays emprunteurs, ont également encouragé un gonflement rapide des emprunts à court terme, avec tous les risques que cela comporte. Les prêts à court terme aux pays en développement suivent aussi généralement de près les mouvements de la conjoncture, pour augmenter lorsque les conditions sont favorables, mais pour chuter encore plus rapidement lorsqu'il se produit des chocs défavorables. Ces prêts amplifient donc fréquemment les phases d'expansion et de contraction au lieu de permettre de lisser la consommation. Par suite des emprunts risqués dictés par l'action des pouvoirs publics et des comportements motivés par les mouvements de la conjoncture, il existe une étroite relation entre le volume excessif (par rapport aux réserves) des emprunts à court terme des pays en développement et le brusque renversement de la situation économique, qui a eu pour effet d'induire ou d'amplifier les crises financières. L'analyse des principales crises survenues dans les années 90 — y compris celles qui ont secoué le Mexique en 1994, la Thaïlande et la Corée en 1997, et la Russie en 1998 — montre que les liquidités contribuent dans une mesure très importante à provoquer, induire ou amplifier les crises, en conjuguant leurs effets à ceux d'autres facteurs intérieurs de vulnérabilité, tels que l'essor du marché des actifs, un déficit du compte des transactions courantes excessif ou le maintien d'un taux de change rattaché ou surévalué. Le suivi de la dette à court terme et la présentation des données correspondantes continuent de poser d'importants problèmes.

Il est probable que les *mesures de protection* prises en sus de mesures visant à réduire les risques de crise en longue période revêtiront une grande importance. Trois conclusions peuvent être tirées de l'examen des dernières propositions formulées en ce domaine. Premièrement, ces mesures ont toutes un certain coût (que ce soit parce qu'elles limitent l'accès aux emprunts extérieurs ou parce qu'elles en accroissent le prix), bien que celui-ci soit vraisemblablement moins élevé que celui d'une véritable crise financière. Elles présentent d'autant plus d'intérêt qu'elles protègent les pauvres en réduisant la probabilité d'une profonde récession et en faisant retomber les coûts sur ceux qui profitent plus directement des emprunts extérieurs.

Deuxièmement, aucune de ces mesures ne permettra à elle-seule de résoudre tous les problèmes, et il pourra être nécessaire d'en appliquer plusieurs simultanément et de les adapter aux circonstances propres à chaque pays. L'imposition « à la chilienne » des emprunts à court terme n'est pas une panacée et, pour produire des résultats, ce type de mesure doit s'appliquer à toutes les entrées de capitaux à court terme. Les contrôles des capitaux motivés par l'application de règles de gestion prudente aux emprunts internationaux du secteur bancaire sont une forme plus ciblée de contrôle qui, toutefois, accroît le coût des emprunts et peut être difficile à exercer. Il peut être utile d'imposer des limites aux sorties de capitaux en temps de crise, mais ce type de mesure est encore plus difficile à mettre en oeuvre. L'accroissement, par un pays, du niveau de ses réserves

internationales permet à ce dernier d'avoir les liquidités requises pour faire face à une brusque inversion des flux de capitaux, mais il doit, pour ce faire, assumer un important coût budgétaire, qui est d'autant plus élevé que sa position en compte courant et sa position budgétaire sont précaires. Les lignes de crédit conditionnelles ouvertes par le secteur privé procurent des liquidités, en cas de besoin, à moindre coût qu'une augmentation des réserves, mais impliquent la fourniture d'onéreuses garanties pouvant se solder par une diminution du volume des prêts et elle ne seront probablement offertes qu'aux pays dont la surface financière est relativement satisfaisante. À court terme, les institutions multilatérales peuvent elles aussi appuyer ces mesures en utilisant de nouveaux instruments financiers, tels que leurs propres mécanismes de crédit conditionnel et l'octroi de garanties partielles de crédit, bien que ces mesures puissent, elles aussi, réduire l'accès à d'autres formes de capitaux.

Troisièmement aucune de ces mesures ne peut remplacer une amélioration des éléments macroéconomiques déterminants. Par exemple, elles ne peuvent pas protéger les pays des répercussions d'un important déficit budgétaire ou de la surévaluation de la monnaie.

Il est possible de tirer diverses leçons de l'évolution des flux de capitaux internationaux au cours des 130 dernières années, même si les conditions se soient radicalement transformées depuis la fin du XIX^e siècle. Premièrement, l'essor des flux de capitaux vers les marchés émergents (au cours de quatre périodes antérieures) s'est généralement inscrit dans le cadre plus vaste d'une expansion rapide de l'économie mondiale. Ces périodes d'expansion se sont elles-mêmes caractérisées par de rapides progrès techniques qui ont permis d'améliorer les communications et les transports, ainsi que par la poursuite d'une croissance soutenue, le développement des échanges internationaux, de nombreuses innovations financières et un climat politique favorable.

Deuxièmement, si l'essor des flux de capitaux enregistré dans les années 90 est similaire aux poussées précédentes en ce sens qu'il est aussi important (par rapport à l'économie des pays emprunteurs) et qu'il se produit en période de croissance économique et de progrès technologique rapides, il s'en distingue néanmoins fortement par la gamme étendue des instruments et des bénéficiaires en jeu, l'importance croissante accordée à l'équité par opposition aux flux d'endettement, et les disparités accrues entre les niveaux de revenu et autres éléments caractéristiques des pays créanciers et des pays débiteurs.

Troisièmement, ces diverses périodes d'accroissement rapide des flux de capitaux vers les marchés émergents ont toutes débouché sur une crise financière ou politique internationale — c'est-à-dire qu'elles se sont terminées par des « atterrissage brutaux » et non des « atterrissage en douceur ». (Les crises financières et les épisodes de surendettement ont, en revanche, été relativement rares pendant la période de Bretton Woods, durant laquelle les taux de change étaient fixes, les mouvements de capitaux assujettis à des contrôles et les réglementations du secteur financier très strictes.)

Quatrièmement, une nouvelle expansion des flux de capitaux vers les marchés émergents pourrait survenir au cours de la prochaine décennie, elle aussi caractérisée par une forte instabilité et la menace d'une crise. Si l'on fait abstraction de la pause récente des

mouvements de capitaux, il est probable que, étant donné la poursuite des progrès technologiques, la rapide croissance économique et l'existence d'un climat politique favorable, les flux de capitaux en direction des marchés émergents reprendront à un rythme soutenu au cours des dix prochaines années et pourraient même de nouveau s'accroître très rapidement, tout en restant très instables. Les fortes disparités entre les niveaux de revenu et les cadres juridiques et institutionnels des différents pays créanciers et emprunteurs auront, en général, pour effet d'exacerber les conséquences d'une information asymétrique et de l'uniformisation des comportements des prêteurs. L'importance croissante revêtue par les systèmes bancaires dans les marchés émergents pourrait accroître les risques auxquels sont exposés les systèmes financiers. Par ailleurs, il est probable que la poursuite des innovations financières encouragera les flux spéculatifs et des changements de direction rapides des flux de capitaux sur les marchés émergents.

On peut toutefois compter que ces pays tireront les leçons de l'histoire — comme l'ont fait avant eux les pays qui sont maintenant industrialisés — et prendront les mesures requises pour réduire l'impact de l'instabilité des flux de capitaux. Une meilleure compréhension des rapports entre les brusques poussées des mouvements de capitaux et les crises encouragera probablement l'adoption d'une démarche plus prudente quant au rythme et au calendrier de l'ouverture de comptes de capital compatibles avec les capacités institutionnelles dont disposent les pays pour gérer les risques connexes. Elle devrait également favoriser l'adoption de mesures visant à améliorer la sûreté et la solidité des entreprises et des banques intérieures en termes institutionnels et politiques. Enfin, la menace d'une crise future devrait cibler l'attention des pouvoirs publics sur le renforcement des filets de sécurité mis en place pour les pauvres, et l'allocation de ressources suffisantes à cette fin. Il existe donc des raisons d'espérer que ces changements permettront aux pays en développement de bénéficier dans une plus large mesure des avantages qu'ils peuvent espérer tirer d'un accès aux marchés financiers mondiaux, tout en courant moins de risques.