

Abrégé

LA CROISSANCE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE SE RALENTIT, et les marchés des capitaux signalent un changement des conditions de financement pour le monde en développement. Ces évolutions commençant à faire sentir leurs effets, il est probable que 2007 sera une année d'ajustement des flux de capitaux à destination des pays en développement.

Après la reprise qui a suivi la forte contraction observée en 2001-2002, les flux de capitaux privés sont passés, à plusieurs reprises, par des phases caractérisées par une volatilité financière à l'échelle mondiale, et par le cycle complet des assouplissements et des resserrements des conditions monétaires dans le monde entier, pour atteindre le niveau record de 647 milliards de dollars en 2006, soit 17 % de plus qu'en 2005. Le montant total des flux de capitaux, y compris les prêts des créanciers publics, s'est stabilisé à un niveau équivalent à 5 % du produit intérieur brut (PIB) en 2005-2006, juste en dessous du niveau de 5,25 % observé en 1995-1997 avant que n'éclate la crise qui a secoué l'Asie de l'Est.

Une grande partie de la croissance de la production et des échanges mondiaux est imputable aux pays en développement, ce dont les investisseurs internationaux ont de plus en plus conscience. Les économies en développement ont affiché une croissance supérieure à 7 % en 2006 — c'est-à-dire un taux égal à plus du double de celui des pays à revenu élevé (3 %). Cette expansion a été particulièrement évidente en Chine, dont la production a augmenté de 10,7 %, et en Inde, qui a enregistré un taux de

croissance de 9,2 %. Mais cette solide performance a été largement répartie, et toutes les régions en développement ont affiché un taux de croissance d'au moins 5 %. Même les pays en développement importateurs de pétrole ont connu une solide croissance, qui s'est effectuée à un rythme proche de 5 %, bien que les prix du pétrole soient restés élevés pour la troisième année consécutive.

La plupart des pays en développement ont profité d'un contexte extérieur porteur pour mettre en œuvre des politiques intérieures conçues pour réduire la mesure dans laquelle ils sont exposés à des perturbations financières et à des inversions des flux de capitaux. En particulier, les pays ont allégé le fardeau de leur endettement extérieur et en ont allongé les échéances. Plusieurs d'entre eux ont procédé à d'importants rachats de titres de leur dette, en utilisant à cette fin leurs abondantes réserves en devises et ils ont refinancé leurs dettes à des conditions plus favorables. Le marché des titres de créances souveraines a considérablement évolué car les autorités nationales privilégient les emprunts intérieurs, généralement libellés en monnaie nationale, au détriment des emprunts extérieurs. L'évaluation par les créanciers de la surface financière des emprunteurs des pays en développement est restée positive, comme en témoignent les spreads sur les obligations et sur les prêts bancaires dans les marchés émergents, qui oscillent juste au dessus des niveaux les plus bas jamais enregistrés.

Il est possible de conclure, sur la base de ces données, que la plupart des pays en développement ont manifestement amélioré leur aptitude à faire face aux chocs modérés qui peuvent accompagner les

transformations du contexte international du crédit. Toutefois, la bonne tenue des marchés des capitaux, conjuguée au ralentissement de la croissance et à la poursuite du resserrement progressif des conditions monétaires, incite à la prudence. En particulier, s'il est vrai que l'ajustement sans heurts à une croissance plus lente et plus durable décrit dans les projections de référence présentées dans ce rapport est le scénario le plus probable, les inversions de tendance de cette nature comportent, par définition, des risques. La mesure dans laquelle les corrections qui s'effectueront dans le secteur du logement aux États-Unis se propageront à d'autres secteurs de l'économie, les résultats donnés par les efforts déployés par les pays en développement en surchauffe pour maîtriser l'inflation et réduire les déséquilibres de leurs transactions courantes, et le temps qui s'écoulera avant que les marchés des capitaux ne cessent de considérer les risques à long terme avec autant de sérénité que maintenant sont autant de facteurs d'incertitude qui pourraient se traduire par un ajustement plus brusque et plus perturbateur et par une croissance plus lente.

La forte croissance enregistrée en 2006 correspond probablement à un sommet conjoncturel

Le PIB mondial a augmenté de 4 % en 2006, malgré les signes d'un ralentissement de l'expansion actuelle. Le resserrement des politiques monétaires, l'apparition de nouvelles contraintes de capacité dans de nombreux pays et l'arrivée généralisée à maturité du cycle d'investissement ont contribué à un ralentissement de la production industrielle vers la fin de l'année dans les grands pays à revenu

élevé et en Chine. Le ralentissement plus marqué observé aux États-Unis a contribué à atténuer des tensions notables. Les prix du logement se sont tassés, et ont même diminué dans certaines parties du pays, sans (pour l'instant) déclencher de vague de ventes. Pendant ce temps, l'épargne s'est lentement accrue aux États-Unis, et le déficit des transactions courantes est tombé à l'équivalent de 5,9 % du PIB au dernier trimestre de 2006.

Les taux d'intérêts internationaux à court et à long terme ont augmenté par suite des mesures prises par les pouvoirs publics et des réévaluations des risques à long terme induites par le marché, et les primes de risque, notamment des actifs de rang inférieur, se sont accrues au cours des derniers mois. Les prix des produits de base semblent également avoir atteint des pics conjoncturels, si l'on considère que les prix du pétrole ont légèrement diminué par rapport à leur niveau record du milieu de 2006 et que les prix du cuivre et du zinc, deux des métaux dont les cours avaient grimpé le plus rapidement, sont en baisse. Les conditions financières restent plus favorables que par le passé, toutefois, et les liquidités sont abondantes. Le passage à une phase de croissance plus lente devrait donc s'effectuer relativement sans heurts. Le rythme d'expansion des économies en développement se ralentira progressivement, selon les projections, pour tomber de 7,3 % en 2006 à environ 6 % en 2009 ; ce ralentissement se produira dans toutes les régions qui continueront, toutefois, d'afficher de solides résultats. Dans le même temps, on compte que la croissance des pays à revenu élevé sera plus lente en 2007 (du fait principalement de la réduction du taux de croissance aux États-Unis) avant

de reprendre en 2008 et en 2009 sous l'effet de la reprise aux États-Unis et de la poursuite de l'expansion des économies japonaises et européennes à un rythme proche de leur taux potentiel.

L'expansion des flux de capitaux a été entraînée par les flux de portefeuille, les sources de financement privées l'emportant sur les sources publiques

La composition des flux de capitaux continue de se transformer puisque les financements par fonds propres l'emportent dans une large mesure sur les financements par l'emprunt et que ces derniers proviennent dans une mesure croissante non plus de créanciers publics mais de sources privées. Les flux de portefeuille se sont chiffrés au total à 419 milliards de dollars en 2006 et ont représenté près des trois-quarts des flux de capitaux, contre les deux tiers en 2004, des avancées notables étant affichées aussi bien pour les investissements de portefeuille que pour les investissements étrangers directs (IED). Les cours des actions sur les bourses des marchés émergents ont continué d'être supérieurs par de larges marges à ceux des marchés matures tout en faisant preuve d'une plus grande volatilité. Les entrées d'IED à l'échelle mondiale ont atteint 1,2 million de milliards de dollars en 2006, dont un quart (325 milliards de dollars) étaient destinées à des pays en développement.

Les prêts nets des institutions financières internationales et d'autres créanciers publics membres du Club de Paris ont fortement chuté au cours des deux dernières années, tandis que les prêts privés ont connu un important essor. Plusieurs pays ont effectué des ponctions sur leurs importantes réserves en devises pour rembourser leur dette envers les créanciers publics et pour

obtenir accès à des sources privées de financements à des conditions favorables. Les remboursements du principal au titre de la dette envers les membres du Club de Paris et les institutions multilatérales (en particulier le Fonds monétaire international) ont dépassé les décaissements d'environ 146 milliards de dollars en 2005-06, tandis que les flux nets de titres de créances privées ont atteint 432 milliards de dollars.

Le développement de marchés obligataires de portée régionale et dans les pays à faible revenu, ainsi que l'ont souligné les ministres des Finances du G7 lors de leur réunion de février 2007, offre des possibilités d'améliorer l'infrastructure financière et crée une source de financement supplémentaire. Les marchés obligataires kényan, nigérian et zambien, et ceux d'autres pays encore ont déjà attiré l'intérêt des investisseurs étrangers. Si la poursuite d'opérations sur ces marchés par des investisseurs étrangers peut avoir des avantages importants, notamment en diversifiant la base d'investisseurs et en accroissant la liquidité, elle suscite également des risques, en particulier lorsque que certains segments de ces marchés sont dominés par ces investisseurs, car ils sont alors davantage exposés à un changement d'humeur brutale de ces derniers. Les progrès accomplis au plan de l'amélioration de la qualité des institutions, de la gouvernance et des politiques économiques auront en fin de compte un impact majeur sur l'efficacité avec laquelle les pays en développement gèrent ces risques. Étant donné la vulnérabilité de ces pays à des chocs intérieurs et extérieurs, les autorités nationales auraient intérêt à améliorer la collecte de données et leurs procédures pour pouvoir mieux assurer le suivi des

flux d'investissements étrangers.

La mondialisation du financement des entreprises présente d'importants avantages pour les pays en développement

La mondialisation du financement des entreprises du monde en développement, embryonnaire pendant de nombreuses années, s'accélère depuis 2002 en raison de la libéralisation par les autorités nationales des réglementations des mouvements de capitaux et de l'accroissement des rendements obtenus par les gérants de portefeuilles internationaux qui ont diversifiés ces derniers en incluant des titres de sociétés de pays émergents. Grâce à cela, un plus grand nombre d'entreprises installées dans des pays en développement ont pu pénétrer sur les marchés financiers mondiaux et ainsi élargir leurs sources de financement, emprunter à plus longue échéance et améliorer leur gestion des risques en ayant recours à des instruments de financement complexes. Les sociétés du secteur privé sont les principales responsables de cet accroissement, puisque plus de 60 % des emprunts bancaires et 75 % des nouvelles émissions d'obligations leur sont imputables pour la période 2002-2006. Les sociétés financières, en particulier les banques commerciales en Fédération de Russie, en Inde, au Kazakhstan et en Turquie, sont à l'origine de ce qui pourrait bien constituer un essor majeur du crédit extérieur dans les secteurs bancaires de ces pays. Les banques se sont tournées vers les marchés des titres de créances internationaux pour financer des portefeuilles de prêts intérieurs de plus en plus volumineux et satisfaire à des conditions de plus en plus strictes d'adéquation du capital. Confrontées à

une concurrence toujours plus intense et des marchés extrêmement liquides, les banques internationales ont accepté de réduire leurs marges, d'allonger leurs échéances et d'assouplir leurs normes de crédit.

De plus en plus d'entreprises choisissent de suivre une procédure de cotations croisées de leurs actions sur les grandes places boursières du monde entier pour faciliter l'achat et la vente de ces titres par des investisseurs étrangers et établir des circuits qui leur permettront de satisfaire à leurs futurs besoins de capitaux. Les sociétés accroissent souvent leur valeur en contournant les marchés financiers locaux sous-développés et en s'engageant à respecter les normes plus contraignantes de comptabilité, de présentation de rapports, de divulgation de l'information et de gouvernement d'entreprise qu'exigent les grands centres financiers. En respectant ces normes, les sociétés peuvent abaisser le coût de leur capital. Toutefois, un recours effectif à des sources de capitaux internationales présente aussi des inconvénients :

- à mesure que les sociétés des marchés émergents s'agrandissent et développent leurs opérations internationales, elles accroissent leurs risques de change et de taux d'intérêt. Malgré les progrès accomplis par de nombreuses sociétés au plan de la gestion des risques, la situation reste préoccupante à deux grands égards. Premièrement, le volume croissant des engagements libellés en yens que détiennent certaines sociétés peut ne pas être suffisamment couvert face aux risques de mouvements de taux de change. Deuxièmement, pour beaucoup d'entreprises des marchés

émergents, la capacité de mettre en place un cadre de gestion des risques couvrant l'intégralité des activités de l'entreprise est compromise par le sous-développement des marchés des produits dérivés de sorte qu'il leur est difficile de mesurer, de regrouper et de se couvrir des risques. Par ailleurs, le risque de crédit peut être fortement sous-estimé en la phase actuelle du cycle du crédit.

- Les responsables de l'action publique doivent prêter une attention particulière aux engagements bancaires en devises. Les emprunts extérieurs contractés par des banques de pays en développement peuvent contribuer à étendre les circuits du secteur financier et à moderniser celui-ci si les cadres de politique et de réglementation sous-jacents encouragent la poursuite de pratiques bancaires judicieuses, une saine allocation des crédits et une bonne gestion des risques. Lorsque que la supervision manque de rigueur, les risques systémiques peuvent être considérables — et ils se limitent rarement aux pays dans lequel est basé l'emprunteur qui court ces risques. Plusieurs pays, en particulier des économies en transition d'Europe et d'Asie centrale, connaissent actuellement un essor du crédit entraîné par des banques dont la solidité financière et la viabilité n'ont pas encore été prouvées. Il est de plus en plus préoccupant de constater que certaines banques — en particulier en Estonie, en Hongrie, au Kazakhstan, en Lettonie, en Lituanie, en Russie et en Ukraine — ont entrepris de porter leurs engagements en devises à des niveaux qui pourraient compromettre la stabilité financière.

Pour préserver les avantages que la mondialisation peut avoir pour les pays en développement et leurs sociétés, les autorités nationales du monde en développement devront adopter des politiques adaptées aussi bien sur le plan macroéconomique que réglementaire. S'il importe que les décisions des sociétés de lever des capitaux sur les marchés étrangers soient principalement dictées par les forces du marché, les autorités publiques ne doivent toutefois pas hésiter à intervenir lorsque les difficultés financières éprouvées par une société peuvent se propager au secteur bancaire et accroître le risque systémique. Les responsables de l'action publique doivent avoir présent à l'esprit les deux dimensions de cette question. En effet, la mondialisation des sociétés basées dans les pays en développement est pilotée par de puissantes forces du marché et suit une évolution inséparable du processus, plus vaste, de mondialisation de l'économie internationale. Il s'agit là d'une tendance à très long terme qui ne manifeste aucun signe de ralentissement. Elle est dans l'ensemble positive et mérite le maintien de l'appui des décideurs et des organismes de réglementation. Mais il est aussi vrai que les pouvoirs publics doivent veiller à gérer les risques et les fluctuations à court terme. Il est nécessaire que les taux de change soient déterminés par le marché, que les sociétés opèrent de manière transparente et que les emprunts extérieurs des banques soient réglementés par l'État pour réduire la probabilité d'emprunts excessifs par les sociétés qui seraient sources de difficultés financières.

Les institutions financières internationales et les organisations supranationales (en particulier celles

dont les activités concernent les questions boursières et comptables) peuvent avoir une contribution positive en définissant des règles claires et cohérentes d'accès aux marchés des capitaux du monde industriel. Les systèmes nationaux et régionaux de réglementation des valeurs mobilières font intervenir des normes, des règles, et des systèmes différents. Il peut être très onéreux pour les sociétés de se conformer à plusieurs séries de règles. Les pressions exercées par le marché et les mesures prises par les organismes de réglementation internationaux ont permis de rapprocher les systèmes dans certains domaines, notamment au niveau des règles comptables, mais il reste nécessaire de trouver un équilibre entre les réglementations publiques et les incitations du marché aux fins de la gestion des cotations transfrontières et des inscriptions à la cote sur les grandes places boursières. Pour ce faire, il importera d'accomplir de plus amples progrès au niveau de la rationalisation et de l'harmonisation des réglementations nationales des pratiques de gouvernement d'entreprise, des règles de diffusion de l'information, des normes de comptabilité financière et du respect des règles par les sociétés.

Les progrès accomplis aux fins d'accroître l'échelle de l'aide sont limités

La vague de financements privés dans le monde en développement peut témoigner d'une tendance lourde à très long terme, mais elle n'a pas bénéficié à tous les pays. Soixante pour cent de tous les pays en développement (79/135) n'ont poursuivi aucune opération sur un marché obligataire extérieur entre 1980 et 2006 ; huit pays seulement sont fréquemment intervenus sur ces

marchés.

La plupart des pays à faible revenu n'ont pas facilement accès aux marchés des capitaux privés, et nombre d'entre eux continuent d'être fortement tributaires des prêts concessionnels et des dons pour satisfaire leurs besoins de financement. Lors de la Conférence des Nations Unies sur le financement du développement organisée à Monterrey en 2002, les donateurs publics se sont engagés à accroître le montant du surcroît d'aide qu'ils accorderont, en sus des importants allègements de la dette déjà prévus. Les donateurs se sont, par la suite, engagés à nettement renforcer leur aide durant le reste de la décennie, en particulier au profit des pays à faible revenu d'Afrique subsaharienne.

Les progrès accomplis en direction de ces objectifs ont été minimes en 2006. Abstraction faite des allègements de la dette, les décaissements nets au titre de l'aide publique au développement sont restés statiques alors qu'ils avaient augmenté en moyenne de 16 % par an au cours des trois années précédentes.

Plusieurs nouveaux bailleurs d'aide sont apparus au cours des quelques dernières années. Certains comme le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie sont maintenant à la fois bailleurs et bénéficiaires d'aide au développement. On ne dispose que de peu d'informations sur l'aide accordée par la plupart des nouveaux pays bailleurs de fonds parce que leurs activités ne font pas l'objet de rapports détaillés. Toutefois, du fait de l'apparition de nouveaux intervenants dans les programmes d'aide, il importera de coordonner de manière encore plus rigoureuse l'aide des bailleurs de fonds et d'assurer un meilleur suivi des flux d'aide, de façon à ce que celle-ci puisse être dirigée vers ceux qui en ont le plus

besoin et qui l'utiliseront probablement de la manière la plus efficace.

Il importe de poursuivre les bonnes politiques et d'en développer la portée pour gérer l'ajustement qui s'annonce

Les conditions n'ont jamais été si propices à une progression notable avancée en direction d'une croissance durable et d'une réduction de la pauvreté. Les pays en développement sont prêts à profiter des importants avantages qu'ils pourront tirer de l'accès de leurs entreprises aux grands centres financiers mondiaux, à leurs abondantes ressources financières, au large éventail de leurs investisseurs et à leurs plates-formes de transactions modernes. Les économies en développement, y compris celles d'Afrique subsaharienne, affichent une forte croissance pour la quatrième année consécutive. L'aptitude des pays à faible revenu à obtenir accès aux marchés des capitaux privés a été considérablement renforcée par les récentes initiatives d'allègement de la dette qui ont considérablement réduit le fardeau de leur dette et qui ont amélioré leur cote de crédit. Ce terrain durement gagné mérite d'être protégé.

Le plus important, pour atteindre cet objectif, consiste à maintenir et à renforcer les solides politiques et cadres qui ont permis de créer des conditions propices à la croissance des pays en développement et qui ont attiré l'attention d'une gamme d'investisseurs plus large que jamais sur les marchés émergents. Ces avancées fondamentales, qui se sont amorcées dans de nombreux pays dès le début des années 90, incluent les progrès accomplis en direction de régimes de taux de change souples ; l'élimination progressive des réglementations des mouvements de capitaux, parallèlement à l'amélioration

des capacités institutionnelles et réglementaires ; et la privatisation des entreprises publiques. Il importera également de déployer de plus amples efforts pour promouvoir le développement de marchés financiers locaux bien réglementés et liquides, offrant aux pays en développement une solide protection contre les chocs extérieurs, et pour assurer le respect de règles de prudence par les banques locales et autres entités financières réglementées procédant à des emprunts extérieurs. De telles améliorations structurelles auront pour effet de fortement réduire la probabilité de difficultés financières au niveau des sociétés et la vulnérabilité de ces dernières tout en encourageant le développement harmonieux de nouvelles institutions du marché et des capacités réglementaires nécessaires pour assurer une bonne gestion macroéconomique des économies de plus en plus ouvertes du monde en développement.

Malgré ces améliorations, en raison de la dimension conjoncturelle des entrées de flux financiers dans les pays en développement, le récent élargissement de l'accès des sociétés et des autorités nationales des économies à marché émergent aux capitaux mondiaux pourraient se résorber. Les marchés des capitaux mondiaux sont connus pour leurs vives réactions aux mauvaises nouvelles durant les phases de ralentissement conjoncturel de l'économie mondiale, et la possibilité d'une brusque réaction du marché à des événements économiques ou politiques inattendus ne peut être écartée. Les perspectives sont encore assombries par l'ampleur des déficits des transactions

courantes de plusieurs pays en développement à revenu intermédiaire (en particulier en Europe et en Asie centrale) et par les incertitudes concernant le comportement de produits financiers résultant de montages peu courants et leur aptitude à résister à un changement d'humeur radicale des investisseurs.

Ce sont là les thèmes et préoccupations abordées dans l'édition de cette année du rapport *Global Development Finance*.