



Perspectives pour l'économie mondiale

Crise, Finance et Croissance

Aperçu

2010

© 2010 Banque internationale pour la reconstruction et le développement/Banque mondiale

1818 H Street, N.W.

Washington, D.C. 20433 (États-Unis d'Amérique)

Téléphone : 202-473-1000

Internet: www.worldbank.org/perspectives

E-mail: feedback@worldbank.org

Tous droits réservés

1 2 3 4 13 12 11 10

; email : pubrights@worldbank.org.

Aperçu

L'économie mondiale se relève lentement d'une récession d'une ampleur historique provoquée par l'éclatement d'une bulle financière mondiale. L'onde de choc de la bulle initiale et de la crise s'est fait sentir dans pratiquement tous les pays, qu'ils aient contribué directement ou non aux comportements risqués qui ont déclenché le cycle d'expansion et de récession. Et malgré la reprise de la croissance, la gravité de la récession ne permettra pas de résorber le chômage et l'excédent de capacité avant plusieurs années.

Le rapport de cette année sur les perspectives économiques mondiales (*Global Economic Prospects*) examine les conséquences de la crise pour les perspectives de croissance à court et à moyen termes dans les pays en développement. Il conclut que la crise et les mesures réglementaires adoptées à la suite des excès financiers des années précédentes pourraient avoir un effet durable sur les marchés financiers en augmentant le loyer de l'argent et en réduisant les liquidités disponibles et les flux de capitaux internationaux. La croissance du potentiel de production des pays en développement risque donc de ralentir de 0,2 à 0,7 point de pourcentage au cours des cinq à sept prochaines années, les économies devant s'adapter à une situation financière plus difficile. Globalement, le potentiel de production des pays en développement pourrait baisser de 3,4 à 8 % à long terme, par rapport aux tendances d'avant la crise.

Le rapport constate également que l'excès de liquidité durant la première moitié de la décennie a contribué à l'expansion du crédit disponible dans les pays en développement et que cette expansion pourrait contribuer pour près de 40 % à l'accélération de 1,5 point de pourcentage environ de la croissance que de nombreux pays en développement pourraient enregistrer sans causer une flambée des prix.

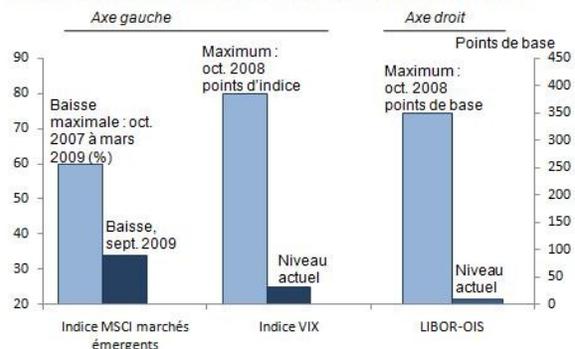
Bien que les pays en développement ne puissent probablement rien faire contre le resserrement attendu de la conjoncture financière internationale, il existe de nombreuses possibilités de réduire le coût de la dette

intérieure ou d'accroître la productivité pour rétablir la dynamique de croissance d'avant la crise.

Le pire de la crise est passé

Les effets immédiats de la crise (rationnement du crédit, fuite de capitaux et effondrement des valeurs boursières et des taux de change) se sont dissipés en grande partie. Depuis mars 2009, les bourses des pays à revenu élevé et des pays émergents ont regagné près de la moitié de la valeur perdue, les pays en développement s'étant relativement mieux redressés que les pays à revenu élevé. Les taux interbancaires ont retrouvé un niveau normal, les primes de risque sur les emprunts souverains des pays en développement sont retombées à environ 300 points de base après avoir atteint un niveau record de plus de 800 points, et les marchés boursiers se sont stabilisés (figure 0.1). La fuite

Figure 0.1 Stabilisation de la situation financière
Écart entre les sommets atteints récemment et les niveaux actuels



Source : JP Morgan et Morgan-Stanley.

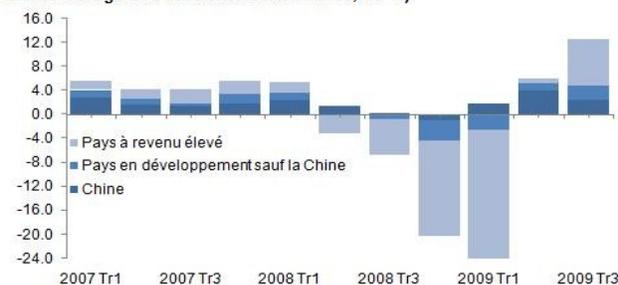
vers la qualité favorable aux obligations d'entreprises et souveraines des marchés émergents a ralenti, les flux obligataires retrouvant des niveaux plus proches de la normale, et les taux de change entre les monnaies des pays en développement et le dollar sont remontés aux niveaux d'avant la crise. Mais ce n'est que récemment que les emprunteurs privés ont eu de nouveau accès aux marchés obligataires et aux prêts bancaires dans les pays en développement, le montant total des prêts syndiqués consentis à ces pays atteignant à peine

123 milliards de dollars en 2009, contre 236 milliards en 2008.

Le secteur réel de l'économie mondiale se redresse également, la production industrielle mondiale ayant augmenté de plus de 12 % en taux annuel au troisième trimestre 2009. La reprise, initialement concentrée dans les pays en développement, se généralise à mesure que les excédents de stock se résorbent dans les pays à revenu élevé et que le niveau d'activité rattrape celui de la demande latente (figure 0.2). Le niveau de la production mondiale demeure néanmoins très faible : en octobre 2009, la production industrielle était encore inférieure de 5 % aux niveaux record enregistrés avant la crise.

Figure 0.2 L'évolution de la situation dans les pays à revenu élevé a lourdement pesé sur le cycle de production industrielle

Contribution à la croissance de la production industrielle mondiale (taux annuel corrigé des variations saisonnières, en %)



Source : Banque mondiale.
Note : Tr = trimestre.

On observe également une reprise du commerce après l'effondrement initial ; les exportations des pays en développement affichaient en octobre une croissance de 36 % en glissement annuel, mais le volume des échanges mondiaux restait inférieur de 2,8 % au niveau d'avant la crise et de quelque 10 % au niveau correspondant à la croissance tendancielle des années précédentes. Globalement, l'économie mondiale continue de tourner au ralenti : chômage en hausse régulière, désinflation générale et prix des matières premières inférieurs de 50 à 25 % aux niveaux de mi-2008.

Une reprise timide

En baisse pendant deux à trois trimestres, le PIB mondial a commencé à se redresser ; la production a augmenté rapidement dans la deuxième moitié de 2009 et la tendance devrait se poursuivre au premier semestre 2010. La

croissance va cependant ralentir à mesure que l'effet positif des plans de relance budgétaire et du cycle des stocks se dissipe, en partie parce que les ménages et les banques vont réduire leurs dépenses pour rééquilibrer leurs comptes. En conséquence, le taux de croissance du PIB mondial devrait s'établir à 2,7 % en 2010 (après un recul sans précédent de 2,2 % en 2009) mais augmenter ensuite moins vite, pour atteindre 3,2 % en 2011 (table O.1).

Tableau 0.1 Une reprise timide

(Croissance du PIB réel, variation en pourcentage par rapport à l'année précédente)

| Région | 2007 | 2008 | 2009 ^e | 2010 ^p | 2011 ^p |
|---------------------------------|------------|------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Monde | 3.9 | 1.7 | -2.2 | 2.7 | 3.2 |
| Pays à revenu élevé | 2.6 | 0.4 | -3.3 | 1.8 | 2.3 |
| Zone euro | 2.7 | 0.5 | -3.9 | 1.0 | 1.7 |
| Japon | 2.3 | -1.2 | -5.4 | 1.3 | 1.8 |
| Etats-Unis | 2.1 | 0.4 | -2.5 | 2.5 | 2.7 |
| Pays en développement | 8.1 | 5.6 | 1.2 | 5.2 | 5.8 |
| Asie de l'Est et Pacifique | 11.4 | 8.0 | 6.8 | 8.1 | 8.2 |
| Europe et Asie centrale | 7.1 | 4.2 | -6.2 | 2.7 | 3.6 |
| Amérique latine et Caraïbes | 5.5 | 3.9 | -2.6 | 3.1 | 3.6 |
| Moyen-Orient et Afrique du Nord | 5.9 | 4.3 | 2.9 | 3.7 | 4.4 |
| Asie du Sud | 8.5 | 5.7 | 5.7 | 6.9 | 7.4 |
| Afrique subsaharienne | 6.5 | 5.1 | 1.1 | 3.8 | 4.6 |

Pour mémoire

| Pays en développement | 2007 | 2008 | 2009 ^e | 2010 ^p | 2011 ^p |
|-------------------------------------|------|------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Non compris les pays en transitioir | 8.1 | 5.6 | 2.5 | 5.7 | 6.1 |
| Non compris la Chine et l'Inde | 6.2 | 4.3 | -2.2 | 3.3 | 4.0 |

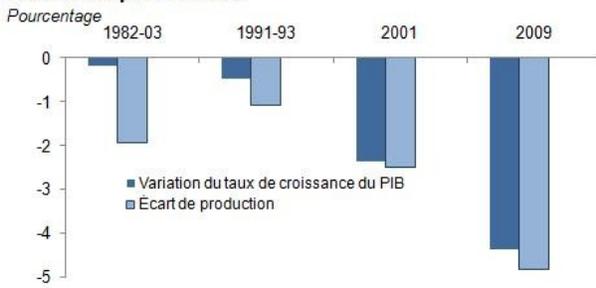
Source : Banque mondiale.

Note : e = estimation ; p = prévision ; taux de croissance globaux du PIB réel en dollars constants de 2005.

On s'attend également à une légère reprise dans les pays en développement. Le cycle des stocks est légèrement plus avancé dans la région Asie de l'Est et Pacifique, et tout donne à penser que l'impact du programme de relance budgétaire en Chine sur la croissance commence à s'estomper (la production industrielle et les importations sont déjà en perte de vitesse). La production s'est accélérée dans pratiquement toutes les autres régions en développement au dernier trimestre 2009 et devrait continuer sur cette lancée au début de 2010, avant de ralentir à des niveaux plus soutenables vers la fin de l'année. La reprise devrait être plus modérée dans la région Europe et Asie centrale parce que le niveau de la demande avant la crise y était très supérieur au potentiel, d'une part, et le système financier de la région a été plus durement ébranlé par la crise, d'autre part.

Après un gain modeste de 1,2 % en 2009 (-2,2 % si l'on exclut l'Inde et la Chine), le PIB global des pays en développement devrait augmenter de quelque 5,2 % en 2010 et de 5,8 % en 2011. Bien que ces taux de croissance soient relativement robustes, ils ne parviendront pas à éponger les excédents de capacité ni le chômage en 2011, et certains secteurs pourraient même périlcliter. Globalement, l'écart de production (la différence entre le PIB réel et le PIB potentiel si le capital et la main-d'œuvre étaient pleinement employés) dans les pays en développement restera important en 2011, à environ 4 % du potentiel de production (figure 0.3).

Figure 0.3 Le ralentissement économique des pays en développement a été plus général et plus marqué que les récessions précédentes



Source : Banque mondiale.

Note : La variation du taux de croissance du PIB est la variation en pourcentage du PIB des pays en développement entre chaque année de crise et l'année précédente. L'écart de production est l'écart en pourcentage entre le PIB réel et le potentiel de production durant les années de crise.

Compte tenu de la sévérité de la récession et de la relative mollesse de la reprise attendue, les pays à revenu élevé comme les pays en développement connaîtront encore un excédent de capacité, un chômage élevé et de faibles poussées inflationnistes pendant un certain temps. On constate déjà une aggravation de la pauvreté sous l'effet du ralentissement de la croissance.

Quelque 64 millions de personnes supplémentaires dans le monde vivront avec moins de 1,25 dollar par jour en 2010, et 30 000 à 50 000 enfants sont morts de malnutrition en Afrique subsaharienne en 2009 à cause de la crise (Friedman et Schady 2009). En outre, la récession a lourdement grevé les recettes publiques des pays pauvres. Les pays admis à bénéficier de prêts concessionnels et de dons de l'Association internationale de développement de la Banque mondiale pourraient avoir besoin

de 35 à 50 milliards de dollars de financements supplémentaires rien que pour maintenir les programmes en place en 2008, sans compter les ressources nécessaires pour répondre aux nouveaux besoins engendrés par la crise.

Des perspectives assombries par l'incertitude qui subsiste et la disparition progressive des mesures de relance

Les perspectives à court terme restent teintées d'incertitude dans les pays en développement. La première question concerne la mesure dans laquelle la consommation privée et la demande d'investissement réagiront à la reprise de l'activité économique stimulée par les mesures de relance budgétaire et monétaire et le cycle des stocks. Si la réponse est inférieure aux projections de référence ou si les mesures de relance sont supprimées trop rapidement, la reprise risque de s'étioler. Bien qu'une récession à double creux, avec un retour à des taux de croissance mondiale négatifs, soit peu probable, la croissance des pays en développement pourrait plafonner à 5,1 % en 2010 et 5,4 % en 2011, et même devenir négative pendant un ou plusieurs trimestres dans certains pays.

Inversement, les mesures de relance pourraient être maintenues trop longtemps. Dans le cas de la politique budgétaire, le principal risque est l'alourdissement de la dette et l'éviction injustifiée de l'investissement privé. S'agissant de la politique monétaire, le gonflement de la masse monétaire risque de créer une dynamique qui pourrait entraîner une surchauffe de l'économie mondiale. On se retrouverait dans la même situation de liquidité que celle qui a créé les bulles à l'origine de la crise, faisant réapparaître les déséquilibres mondiaux et imposant un resserrement beaucoup plus brutal des écrous monétaires — au risque de provoquer une deuxième récession. De fait, le net relâchement des conditions monétaires dans certains pays à revenu intermédiaire pourrait avoir déjà causé des bulles sur les marchés immobiliers et financiers locaux.

Impact de la période de forte expansion sur le potentiel des pays en développement

À certains égards, la crise et la récession dont l'économie mondiale se remet actuellement

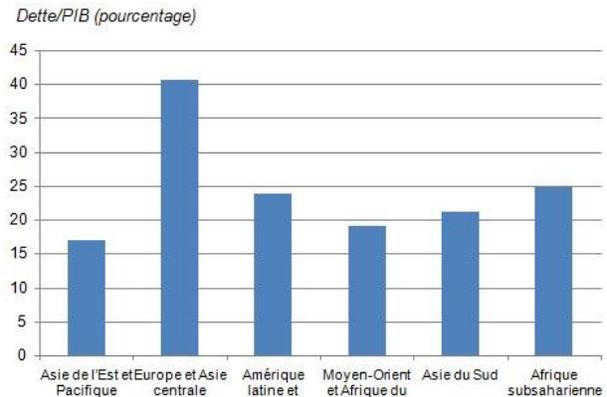
ressemblent aux précédents cycles de surchauffe. Comme beaucoup d'autres crises graves, la crise actuelle se caractérise par un brutal ralentissement de l'activité économique suivi d'une période prolongée d'expansion rapide, mais insoutenable, du crédit qui incite les institutions financières à prendre des risques excessifs.

À d'autres égards, la crise actuelle est fondamentalement différente des précédentes. Le monde n'avait pas connu de récession aussi profonde et généralisée depuis 1945. Selon les estimations, le PIB mondial a chuté de 2,2 % en 2009 (c'est la première fois qu'il diminue en valeur absolue depuis la deuxième guerre mondiale). Même en 2011, la demande devrait rester inférieure de 5 % au potentiel de production de l'économie mondiale, soit près de deux fois plus que l'écart de production enregistré durant la brutale récession de 1982–83.

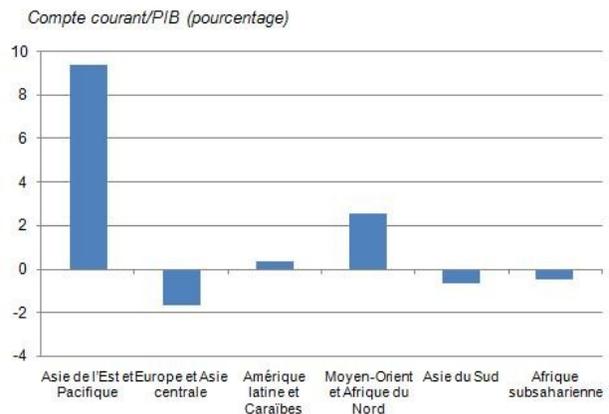
En outre, contrairement aux récessions précédentes, pratiquement tous les pays en développement ont été durement touchés par la crise actuelle, bien que, à l'exception notable de nombreux pays d'Europe et d'Asie centrale, la plupart des pays n'affichent pas des déséquilibres macroéconomiques insoutenables (figure 0.4). En dehors de la région Europe et Asie centrale, les taux d'inflation régionaux se sont maintenus en dessous de 6 % en moyenne (ce qui est nettement inférieur aux taux à deux chiffres atteints dans la plupart des régions au début des années 90) ; le solde des opérations courantes est resté proche de zéro ou nettement positif dans la plupart des régions ; et le rapport de la dette au revenu national brut s'est maintenu à un niveau raisonnable. La crise a montré combien il importe d'appliquer une politique macroéconomique prudente, la production ayant le plus reculé dans les pays qui accusent les déséquilibres les plus larges (voir le chapitre 3).

Le fait que la crise ait atteint un degré de gravité sans précédent pourrait avoir de lourdes répercussions à long terme sur la croissance, la productivité et même la structure de l'économie mondiale. Vu le nombre de pays frappés de plein fouet par la crise, le chômage restera élevé pendant plus longtemps, le nombre de

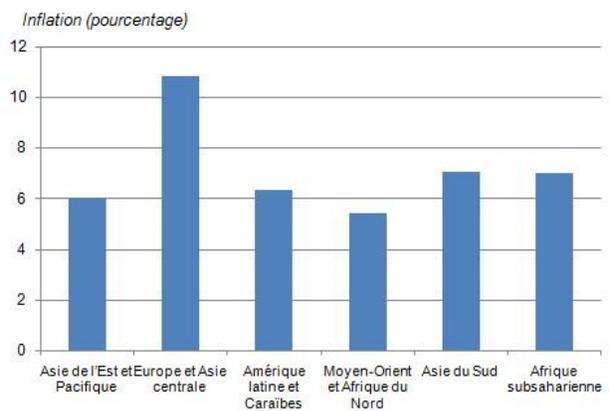
Figure 0.4 Quelques indicateurs de stabilité macroéconomique dans les pays en développement, 2007



Source : Banque mondiale.



Source : Banque mondiale.



Source : Banque mondiale.

travailleurs qualifiés va diminuer, des entreprises solides risquent de périr et les économies resteront profondément perturbées ; la facture sera donc lourde. Le simple passage de la crise

pourrait avoir un effet négatif prolongé sur la productivité et la dynamique de croissance. Dans certains pays, l'inertie de la demande pourrait faire disparaître non seulement quelques entreprises, mais des secteurs entiers, en particulier ceux en déclin. De même, une reprise inégale avec des pôles de croissance concentrés dans certaines régions pourrait détourner les flux d'investissement, faisant ressortir les faiblesses des pays à la traîne et créant de nouveaux avantages comparatifs dans les régions chefs de file. La structure des échanges mondiaux pourrait s'en trouver irrévocablement modifiée.

Le jeu de ces forces et les mesures à mettre en place pour y faire face méritent un examen approfondi. Mais l'objet de cette publication n'est pas d'analyser les répercussions potentielles de la crise sur les pays en développement.

Les conséquences de la crise à moyen terme sont examinées ici sous un angle plus étroit, à savoir l'impact sur les pays en développement de l'évolution des conditions financières observée au cours de la dernière décennie, et les changements auxquels on peut s'attendre au cours des cinq à dix prochaines années. Nous examinons tout d'abord l'impact de l'envolée des marchés financiers mondiaux sur les conditions d'accès au crédit, l'investissement et les perspectives de croissance dans les pays en développement, ainsi que les facteurs pouvant expliquer quels pays ont le plus profité de l'expansion. Nous examinons ensuite la manière dont la modification du cadre réglementaire, l'aversion pour le risque et le changement de ton des politiques pourraient influencer sur la situation financière, l'investissement et la croissance dans les pays en développement.

Tous les pays n'ont pas pleinement bénéficié de l'explosion de la liquidité

L'explosion de la liquidité dans les pays à haut revenu au cours des sept premières années du 21^e siècle a créé des conditions de financement favorables dans les pays à haut revenu et en développement. Un recours plus intensif à une panoplie d'innovations financières, notamment la titrisation des créances et la mise au point d'instruments de financement hors bilan, a

permis aux banques de se débarrasser d'une part importante de leur portefeuille de créances sur les marchés financiers et monétaires.

Effectivement, grâce à ces innovations, les titres non réglementés ont peu soutenu un portefeuille de prêts comme ce fut le cas pour le secteur bancaire traditionnel—mais sans nécessité d'accroître les capitaux propres et tout en étant maintenant un cadre réglementaire beaucoup moins rigide. Cela a permis une mobilisation sans précédent de capitaux propres et l'expansion rapide de la liquidité qui s'est ensuivie a contribué à faire baisser les taux d'intérêt, les primes de taux d'intérêt et le coût du capital tant dans les pays à haut revenu que dans les pays à faible revenu (figure 0.5).

Figure 0.5 Le coût du risque dans les pays à haut revenu a chuté de façon marquée pendant l'expansion



Source : Datastream.

Par conséquent, les secteurs bancaires au niveau national et la quantité de crédit intérieur disponible à l'intérieur des pays en développement se sont rapidement densifiés. Au niveau mondial, les crédits du secteur bancaire international ont augmenté deux fois plus vite que le PIB nominal et le volume des capitaux en direction des pays à faible revenu et à revenu intermédiaire est monté en flèche. Dans l'ensemble, les prêts au secteur privé ont augmenté de 5,5 % du PIB ; le ratio des mouvements de capitaux internationaux par rapport au PIB s'est accru d'environ 5 points ; et la capitalisation du marché boursier a augmenté de 79 % du PIB (tableau 0.2).

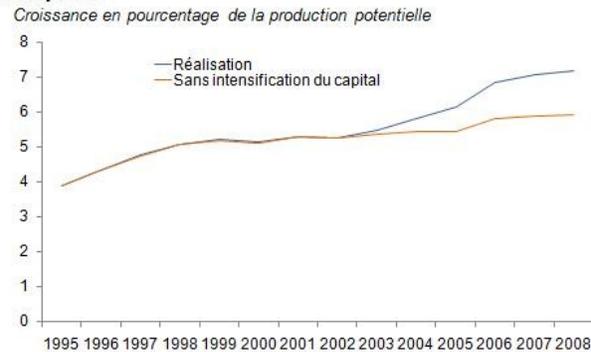
L'explosion des investissements qui a suivi a dopé la capacité des pays en développement en matière d'offre

L'explosion de la liquidité a alimenté l'expansion des investissements dans les pays en développement, qui a eu pour effet de favoriser une expansion du potentiel en termes d'offre des pays à faible revenu et à revenu intermédiaire, mais avec un impact limité sur l'inflation du coût des produits dans la plupart des pays. En moyenne, les ratios des investissements par rapport au PIB dans les pays en développement ont augmenté de 5,5 points, une hausse qui a varié de 1,4 points en Amérique latine et Caraïbe à 8,1 points en Asie du Sud.

C'est ainsi qu'entre 2000 et 2007 les coefficients de capital dans les pays en développement étaient d'environ 10 points plus élevés que si les taux d'investissement étaient demeurés stables à leur niveau de 2002. L'augmentation du ratio capital/service favorisée par l'apport de capital additionnel a contribué pour 40 % environ à l'accroissement de 1,5 points du taux de croissance de la production potentielle (le niveau de production si le capital et la main-d'œuvre étaient totalement employés) pendant cette période (figure 0.6 et tableau 0.3). Dans la mesure où la part des capitaux nouveaux générés dans le sillage des dernières technologies a contribué à la progression observée de la

croissance de la productivité totale des facteurs durant cette période, la contribution réelle de l'expansion au potentiel des pays en développement était bien plus importante.

Figure O.6 La croissance possible de la production dans les pays en développement a été stimulée par le faible coût d'emprunt



L'exception notable a été observée dans la région Europe et Asie centrale. Bien qu'ayant constaté la plus forte augmentation de l'intermédiation, une grande partie des ressources additionnelles est allée à la consommation. En conséquence, les ratios des investissements par rapport au PIB dans la région n'ont augmenté que de 4,9 %, soit moins que la moyenne de 5,5 % pour tous les pays en développement considérés dans leur ensemble. Et au contraire des autres régions, l'expansion du

Tableau O. 2 Répartition régionale des changements dans les conditions de financement, 2000-07

| Variations entre 2000 et 2007 de | | | | | |
|----------------------------------|-------------------------------------|---------------------|-----------------------------------|---|-----|
| Région | Coût du capital (points de base) | Entrées de capitaux | Capitalisation du marché boursier | Crédit accordé au secteur privé par les banques de dépôt Investissement | |
| | | | | (% du PIB) | |
| Pays en développement | -400 | 5.0 | 79 | 5.5 | 5.5 |
| Pays à faible revenu | | | | | 2.3 |
| Pays à revenu intermédiaire | | | | | 5.6 |
| Asie de l'Est et Pacifique | -134 | 2.0 | 118 | -10.7 | 5.5 |
| Europe et Asie centrale | -866 | 12.0 | 60 | 15.7 | 4.9 |
| Amérique latine et Caraïbes | -471 | 2.0 | 40 | 2.2 | 1.4 |
| Moyen-Orient et Afrique du Nord | 269 | 2.0 | 36 | 6.2 | 5.0 |
| Asie du Sud | -142 | 7.0 | 107 | 14.8 | 8.1 |
| Afrique subsaharienne | -685 | 4.0 | 59 | 6.8 | 3.6 |

Source : Banque mondiale; Beck et Demirguc-Kunt, 2009.
 Note : Les valeurs pour la région sont de simples moyennes des chiffres par pays, à l'exception des taux d'investissement, qui sont des moyennes pondérées.

crédit intérieur a alimenté une surconsommation qui a généré d'importants déséquilibres intérieurs et extérieurs et, en fin de compte, créé des conditions macroéconomiques instables.

Les politiques économiques sont indispensables pour comprendre les écarts entre les pays dans le domaine de l'intermédiation

La baisse des coûts d'emprunt était le principal facteur identifiable pour expliquer l'accroissement de l'intermédiation dans les pays en développement entre 1998 et 2008.

Néanmoins, d'autres facteurs restent essentiels pour comprendre les écarts entre les pays concernant le niveau d'intermédiation (et les progressions observées depuis les années 80). La qualité des institutions et le degré d'ouverture des marchés expliquent pour 56 % et 37 % respectivement l'écart entre le niveau moyen d'intermédiation dans les pays en développement du quartile supérieur et dans ceux du quartile inférieur, en prenant comme base le ratio du crédit intérieur par rapport au PIB. En termes pratiques, ce constat donne à penser qu'une amélioration de la qualité des institutions en Afrique subsaharienne à peu près au niveau observé en Amérique latine pourrait engendrer un accroissement du stock de crédit intérieur au secteur privé de 12 % du PIB environ et du financement international d'environ

2 % du PIB.

Les pays ayant des économies relativement ouvertes, des institutions solides et un climat d'investissement favorable ont bénéficié des augmentations les plus importantes des flux externes pendant l'expansion. Les pays riches en ressources naturelles ont eux aussi bien réussi à attirer des capitaux extérieurs, en partie parce que leurs ressources fournissaient des garanties relativement sûres qui ont compensé en partie la faible qualité de leurs institutions.

Les pays ayant un environnement réglementaire sain ont aussi mieux réussi à transformer les nouveaux financements obtenus en investissements nouveaux et, par conséquent, en augmentation du potentiel à long terme dans le domaine de l'offre. Les apports d'investissement direct étranger et la création de crédits intérieurs étaient associés à des investissements plus importants et des effets en termes de croissance qui étaient des flux créateurs de capitaux propres et d'endettement.

Les implications à moyen terme de l'effondrement de la finance dans les pays en développement

Les coûts à court terme de la crise financière ont été lourds et décourageants. Dans nombre de pays, la nette contraction de l'activité a réduit à néant plusieurs années de gains additionnels en

Tableau O. 3 Décomposition de l'accroissement potentiel de la production pouvant être directement attribué à l'intensification du capital

| Régions | Variation du taux de croissance de la production potentielle (comparaison entre 2003–2007 et 1995–2003) | | |
|--|--|---|---|
| | Total | Dû à l'intensification du capital | Part imputable à l'intensification du capital |
| | (points de pourcentage) | | (%) |
| Pays en développement | 1.5 | 0.6 | 40.3 |
| Pays à revenu intermédiaire | 1.5 | 0.6 | 39.8 |
| Pays à faible revenu | 1.3 | 0.8 | 63.7 |
| Asie de l'Est et Pacifique (Non compris la Chine) | 0.4 | -0.1 | -19.8 |
| Chine | 0.3 | 0.9 | 283.5 |
| Europe et Asie centrale | 3.1 | 0.6 | 18.7 |
| Amérique latine et Caraïbes | 0.3 | 0.1 | 46.6 |
| Moyen-Orient et Afrique du Nord | 0.8 | 0.5 | 66.7 |
| Asie du Sud | 1.4 | 1.1 | 78.5 |
| Afrique subsaharienne | 1.9 | 1.5 | 79.5 |
| Source : Banque mondiale. | | | |

termes de PIB générés par la croissance supérieure à la moyenne des années précédentes. Le fait qu'une crise qui tire sa source de l'échec de la réglementation dans les pays à haut revenu ait eu des effets aussi prononcés sur les pays en développement a peut-être provoqué un sentiment de défiance vis-à-vis de la libéralisation du secteur financier et du commerce, en particulier dans de nombreux pays en développement qui ont appliqué des régimes de politique budgétaire plus stricts, amélioré les institutions réglementaires et instauré des taux de change plus souples pendant les années 90 et 2000. Quoique ces mesures aient probablement empêché les lacunes internes de s'accroître pendant la période d'expansion, ce qui aurait aggravé encore davantage la crise, elles n'ont pas totalement protégé les pays en développement contre ses effets.

Un durcissement des conditions de financement se profile à l'horizon, ce qui laisse supposer une réduction des niveaux de financement

Il est probable que les leçons tirées et les répercussions de la crise inspirent les politiques financières et des réactions sur les marchés dans les années à venir. Au-delà de la récession mondiale immédiate et sans précédent qu'elle a provoquée, l'on peut s'attendre à ce que la crise modifie significativement le paysage financier mondial au cours des 5 à 10 prochaines années.

Ces changements pourraient inclure :

- un durcissement et un élargissement de la portée de la réglementation des marchés de capitaux ;
- la mise en place de règles et de politiques destinées à protéger les pays en développement contre la volatilité excessive des marchés de capitaux ;
- une plus grande importance accordée à l'intermédiation interne et aux efforts pour densifier les marchés de capitaux régionaux ;
- une augmentation généralisée de l'aversion pour le risque ; et
- une remise en question de quelques-uns des instruments financiers innovants qui ont été le plus associés à la crise financière.

Les modifications prévues de la réglementation dans les pays à haut revenu devraient élargir la

palette des institutions financières et des activités placées sous surveillance, accroître les normes relatives aux rapports, réduire le champ d'utilisation des instruments dérivés et d'autres instruments financiers innovants et prêter davantage d'attention aux liens interbancaires et aux activités transnationales. Ces changements, conjugués à l'aversion pour le risque et à la nécessité pour les banques dans les pays à haut revenu de constituer leur capital, autorisent à penser que la liquidité sera rare et onéreuse dans les années à venir.

Impacts éventuels d'une raréfaction et d'un enchérissement des financements

Les conditions de financement à l'échelle internationale empiètent sur les finances des pays en développement dans une mesure qui va bien au-delà du financement traditionnel du compte courant des pays en développement (voir ci-dessous). En effet, dans l'ensemble, les pays en développement sont des prêteurs nets aux pays à haut revenu. Une fois déduits les flux transnationaux, les pays en développement ont investi une plus grande partie de leur épargne dans les pays à haut revenu que les pays à haut revenu n'ont investi chez eux entre 2000 et 2008.

Cependant, pour nombre de pays souffrant d'un manque de capitaux, l'épargne extérieure est toujours une source de financement cruciale pour l'investissement. Hormis la Chine et les pays exportateurs de pétrole, les pays en développement restants sont en moyenne des importateurs nets de capitaux. Parmi les 53 pays en développement qui ont fait face à un déficit de financement extérieur en 2009, la plupart ont des déficits courants de 5 % du PIB ou plus, avec des flux d'endettement nets auprès du secteur privé équivalents à environ 2,2 % du PIB (soit près de la moitié du déficit)—0,8 % si les pays d'Europe et Asie centrale sont exclus de l'analyse (tableau 0.4). Pour ces pays, un retrait important des financements extérieurs pourrait avoir de lourdes conséquences sur l'investissement interne et la production à long terme potentielle.

Le ralentissement des flux de capitaux et leur renchérissement à l'échelle mondiale aura aussi

une incidence indirecte sur les conditions de financement dans les pays en développement en influençant les conditions sur les marchés de capitaux internes (modifications du coût et du taux de rendement sur les investissements et les emprunts extérieurs, une pression concurrentielle accrue, les transferts de technologie et de savoir).

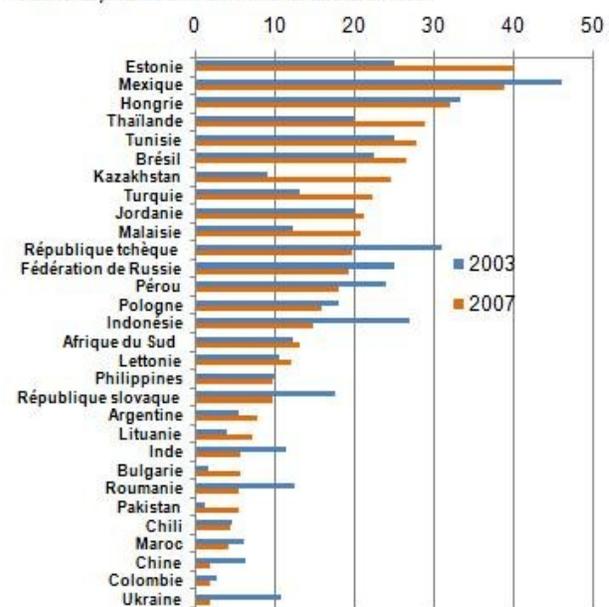
Le durcissement des réglementations, ainsi que la transformation de nombreuses banques d'investissement en banques traditionnelles, peut réduire l'offre de services financiers, notamment l'intermédiation des émissions de capital des pays en développement (figure 0.7). Au cours des 10 dernières années, les banques d'investissement américaines ont apporté 86 % de la valeur des placements initiaux de titres des pays en développement, soit 32 % du nombre de transactions et l'activité des organismes de placement collectif et d'autres structures de placement ont permis aux investisseurs individuels et institutionnels dans les pays à haut revenu de placer de l'argent dans les pays en développement. S'il est vrai que des concurrents dans les pays en développement pourraient redresser certaines de ces activités et tandis que les entreprises à haut revenu continueront presque certainement d'intervenir dans ce domaine d'activité, le résultat probable est que les entreprises des pays en développement auront moins accès aux capitaux. De plus, la productivité globale sera affectée si les banques d'investissement étrangères moins actives jouissent d'un avantage comparatif dans l'identification des entreprises et des produits à fort potentiel sur les marchés mondiaux.

Le durcissement de la réglementation dans les pays à haut revenu et la nécessité pour les banques-mères de renforcer leur capital

pourraient également freiner la participation des banques étrangères dans les pays en développement, ce qui pourrait avoir des conséquences négatives sur leur développement—notamment dans les pays les plus pauvres dotés de bons régimes réglementaires. Les banques étrangères peuvent servir de porte d'accès de l'épargne étrangère

Figura O.7 Participation étrangère dans quelques marchés boursiers émergents

(Entrées d'investissements de portefeuille divisées par la capitalisation du marché boursier, en pourcentage)
% de la capitalisation du marché boursier local



Source : FMI.

vers les pays en développement et peut contribuer à accroître l'intermédiation à moindre coût en renforçant la concurrence. Ceci peut être notamment important dans les pays moins avancés. Cependant, la qualité des institutions

Tableau O.4 Contribution des flux d'endettement étrangers de source privée au financement extérieur des pays en développement affichant des déficits courants, moyenne de 2003–2007

| | Nombre de pays affichant des déficits courants | Déficit courant (% du PIB) | Flux net d'endettement étrangers de source privée (% du PIB) |
|--|--|-------------------------------|--|
| Tous les pays | 53 | 6.3 | 2.2 |
| Pays à faible revenu | 16 | 5.8 | 0.8 |
| Pays à faible revenu, tranche inférieure | 20 | 6.1 | 0.8 |
| Pays à faible revenu, tranche supérieure | 17 | 7.1 | 5.3 |
| Dont : Europe et Asie centrale | 8 | 8.5 | 8.1 |

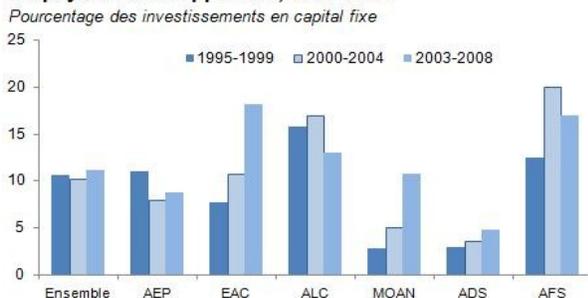
Source : Banque mondiale.

Note : Les données sur les déficits courants et les flux d'endettement sont de simples moyennes des chiffres par pays. Sont exclues les petites économies insulaires.

nationales compte pour beaucoup. Face à des institutions fragiles, il se pourrait que la participation des banques n'ait aucun effet ou un effet négatif net sur l'intermédiation et en termes de réduction des coûts si, comme ce fut le cas dans certaines régions, ils choisissent les meilleurs clients et se limitent à déloger les banques nationales.

L'investissement direct étranger (IDE) devrait être moins affecté que les flux d'endettement par l'aversion grandissante pour le risque et une réglementation plus rigoureuse. Cependant, les sociétés-mères feront face à des coûts en immobilisations plus élevés et ces coûts sont susceptibles de réduire leur capacité de financer des projets individuels. Par conséquent, les flux d'IDE devraient baisser, selon les projections, après les récents pics de 3,9 % du PIB des pays en développement à près de 2,8 à 3,0 % du PIB. Les conséquences d'une telle diminution en termes réels pourraient être sérieuses car l'investissement direct étranger représente jusqu'à 20 % du volume total des investissements en Afrique subsaharienne, en Europe et Asie centrale et en Amérique latine (figure 0.8).

Figure 0.8 L'IDE en pourcentage des investissements dans les pays en développement, 1995-2008

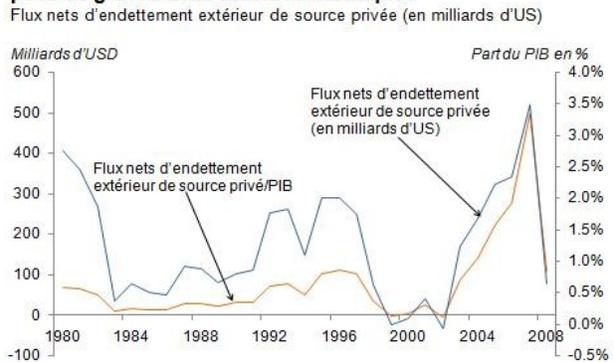


Source : Banque mondiale.
 Note : Ensemble = Ensemble des pays en développement, AEP = Asie de l'Est et Pacifique, EAC = Europe et Asie central, ALC = Amérique latine et Caraïbe, MOAN = Moyen Orient et Afrique du Nord, ADS = Asie du Sud, AFS = Afrique subsaharienne.

Bien sûr, l'accès au capital étranger n'est pas qu'une aubaine car aussi bien cette crise que les crises passées sonnent pour nous comme un rappel. Historiquement, les flux de capitaux privés vers les pays en développement, notamment les flux d'endettement tels que les prêts bancaires et les prêts obligataires, ont été très volatiles (figure 0.9). Étant donné que les flux de capitaux peuvent s'arrêter voire chuter

brutalement, les pays qui en deviennent fortement tributaires peuvent être très vulnérables. De ce point de vue, un système financier mondial moins intégré pourrait présenter quelques avantages s'il réduisait la dépendance des pays en développement à l'égard de mouvements de capitaux volatiles.

Figure 0.9 La forte volatilité des flux d'endettement extérieur pose de graves défis macroéconomiques



Source : Banque mondiale.

En effet, une des principales leçons à tirer de ce cycle d'expansion et de ralentissement est que malgré le fait que l'assouplissement des conditions de financement a contribué au boom de la croissance dans les pays en développement, cette expansion n'était pas durable et la crise, la perte de production et la dislocation sociale qui s'ensuit ont été des conséquences essentielles et peut-être inévitables de l'expansion. Si l'on parvient grâce une meilleure régulation des flux financiers à réduire à l'avenir la volatilité et la fréquence des cycles d'expansion et de ralentissement, les bénéfices générés par des conditions plus stables et plus durables pourraient surpasser les coûts (voir ci-dessous) des capitaux plus onéreux et moins abondants.

Les pays peuvent chercher à s'isoler des marchés financiers mondiaux ...

Bien entendu, la mesure dans laquelle un pays donné subit la volatilité des marchés des capitaux, ainsi que les conséquences pour l'économie réelle, dépend également des politiques nationales. Même si les pays dotés de politiques prudentes et ouvertes ont eu tendance à bénéficier de la forte expansion et à moins souffrir de la récession, les incidences négatives de cette crise, qui se sont étendues aux nombreux pays en développement qui ont très

prudemment géré les apports de la période de forte expansion, peuvent inciter les autorités dans les pays en développement à prendre des mesures supplémentaires visant à réduire la vulnérabilité de leurs économies aux profonds changements intervenant dans des conditions échappant à leur contrôle.

Par le passé, les pays en développement ont réagi aux crises en augmentant leurs réserves officielles ou en durcissant les contrôles de capitaux imposés afin d'atténuer les conséquences intérieures des chocs externes. Ces mécanismes d'auto-assurance peuvent être onéreux. Selon certaines estimations, le maintien des réserves des pays en développement durant la dernière crise a coûté pas moins de 1 % du PIB. Ces réserves ne sont pas non plus forcément efficaces. Par exemple, durant la crise, on a constaté une faible corrélation entre la gravité de la baisse d'activité dans l'économie réelle des pays en développement et le niveau de réserves qu'ils détenaient lorsqu'ils ont commencé à sentir les effets de la crise. Ce défaut de corrélation ne signifie pas que les réserves n'ont pas aidé à amortir le choc – en effet, les pays dotés de réserves limitées et de déficits courants importants ont été les plus durement touchés par la crise. Mais il semble toutefois indiquer que, au-delà d'un certain point, les réserves supplémentaires ajoutent peu de protection contre ce type de choc international observé et que les pays doivent soigneusement peser les coûts supplémentaires liés à l'accumulation et au maintien de réserves encore plus grandes.

Une autre stratégie suivie après les crises précédentes a été l'imposition de contrôles de capitaux ou un ralentissement de la libéralisation. Ces mesures peuvent certes réduire le risque pour une économie de développer un niveau de dette extérieure qui l'expose à un renversement soudain de l'opinion, mais cela se fait aux dépens des bénéfices à plus long terme (tels que les transferts de technologies, la hausse de l'investissement et la poursuite de l'intégration dans l'économie mondiale) qui auraient pu accompagner les apports de capitaux exclus. En outre, les contrôles de capitaux sont souvent inefficaces,

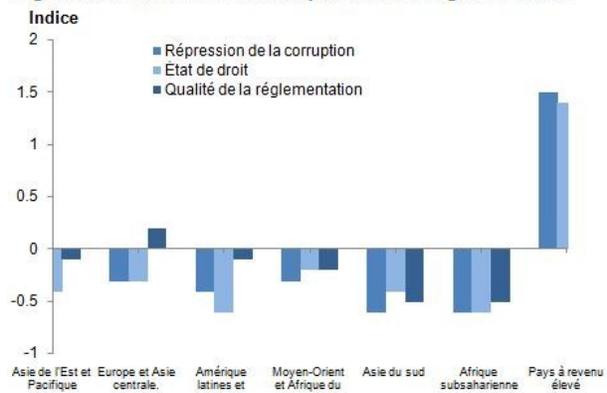
en particulier lorsqu'ils sont utilisés pour appuyer un désalignement important des taux de change.

...et accroître le rôle d'autres solutions nationales et régionales

Confrontés à un système financier extérieur moins actif, les autorités et les chefs d'entreprise des pays en développement peuvent prendre des mesures visant à promouvoir l'intermédiation financière intérieure pour ne pas dépendre des capitaux étrangers. Etant donné l'importance que l'intermédiation revêt pour le développement, cette stratégie pourrait procurer de gros bénéfices aux pays à revenu moyen déjà dotés d'un cadre solide d'intermédiation financière, en améliorant l'efficacité des intermédiaires financiers nationaux via l'apprentissage par la pratique et les économies d'échelle.

Pour les pays à faible revenu, les effets à plus long terme d'un système international fragilisé peuvent être plus graves. A court terme, les pays à faible revenu peuvent être moins directement affectés par la hausse des coûts d'emprunt induite par la crise – simplement parce que leurs économies ne sont pas dotées des mécanismes d'intermédiation voulus. Toutefois, un système financier international fragilisé pourrait les priver des investissements essentiels à leur développement, en particulier parce que les déficiences des mécanismes d'intermédiation intérieurs sont susceptibles de les empêcher de compenser les effets d'une présence étrangère réduite (figure 0.10).

Figure 0.10 Indicateurs de la qualité de la réglementation



Sources : Banque mondiale, Projet Indicateurs mondiaux de la gouvernance.

La crise risque également d'entraîner une coopération régionale accrue, laquelle pourrait donner plus de moyens aux services financiers en procurant des économies d'échelle et en facilitant le partage des risques par la mutualisation des réserves. Cette coopération peut également aider à renforcer les flux financiers Sud-Sud, qui sont susceptibles de jouer un rôle important dans le maintien des flux d'IDE vers de nombreux pays en développement. Toutefois, les progrès accomplis dans la coopération financière régionale ont été lents dans les pays en développement. En outre, ces arrangements devraient être des plus profitables pour les régions déjà dotées de systèmes financiers nationaux relativement robustes, telles que l'Asie de l'Est et le Pacifique. Les pays pauvres pâtissant d'institutions fragiles peuvent bénéficier de l'intégration avec les économies régionales plus fortes, mais la promotion de l'intégration régionale avec d'autres pays ayant des institutions fragiles est peu susceptible d'être avantageuse.

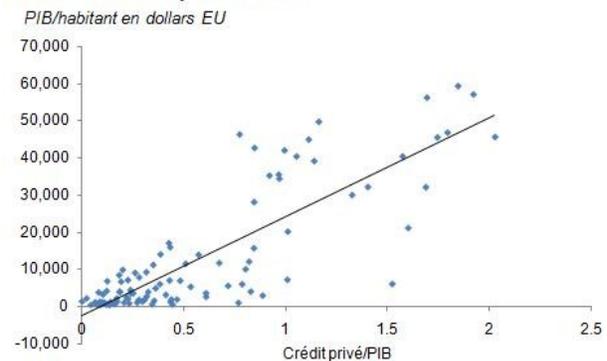
L'incidence à moyen terme sur le potentiel d'offre des pays en développement

L'aversion accrue aux risques, la nécessité pour les banques de se recapitaliser, les besoins d'emprunt accrus auprès des gouvernements à revenu élevé, et la mauvaise réputation de nombreuses stratégies de gestion des risques qui ont contribué au renforcement de la liquidité de l'économie sont autant de facteurs susceptibles d'accroître les coûts d'emprunt aussi bien dans les pays à revenu élevé que dans les pays en développement.

L'essor général de l'investissement et de la croissance durant la période de forte expansion, sans pressions inflationnistes ou déséquilibres externes importants dans de nombreux pays en développement, semble indiquer que, dans ces pays, la forte expansion a atténué ce qui a pu être une contrainte rédhibitoire de capitaux sur la croissance, quoique via une approche qui s'est avérée provisoire et non viable. Le durcissement nécessaire et souhaitable des réglementations réduira, si tout va bien, la fréquence des cycles expansion-récession et procurera une stabilité accrue à l'environnement financier pour les pays

en développement. Toutefois, l'augmentation des coûts d'emprunt supposera probablement une baisse provisoire du taux de croissance de la production potentielle des pays en développement. Les services financiers sont essentiels au bon fonctionnement de l'économie, et le niveau d'intermédiation nationale (par exemple, le ratio crédit bancaire intérieur/PIB) est fortement corrélé avec le développement économique (figure 0.11).

Figure 0.11 L'offre du crédit privé est étroitement corrélée avec les revenus par habitant



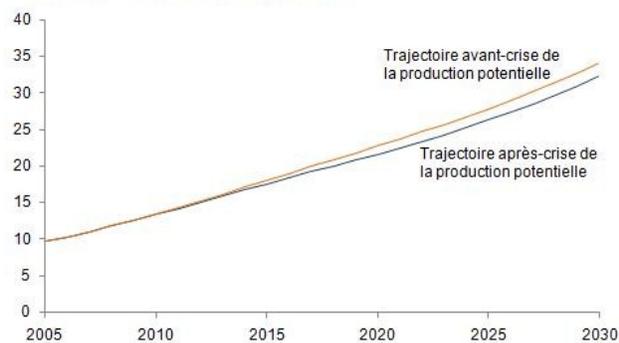
Sources : Statistiques financières internationales, données de la Banque mondiale.

La mesure dans laquelle les changements prévus sur les marchés des capitaux accroîtront les coûts d'emprunt dans les pays en développement dépendra de nombreux facteurs, notamment du niveau des taux de l'intérêt dans les pays à revenu élevé. Actuellement, sous l'effet de mesures exceptionnelles prises par la banque fédérale américaine de réserve et d'autres banques centrales, les taux d'intérêt à moyen (1 an) et long terme (10 ans) rémunérant les titres d'Etat américains sont de 0,4 et 3,8 points de pourcentage, respectivement, environ 290 et 60 points de base, inférieurs à leurs niveaux atteints durant la période de forte expansion. De même, les primes de risque des pays en développement ont baissé et semblent s'être stabilisées près de leurs niveaux antérieurs à la crise ou à environ 150 points de base au-dessus de leur niveau atteint durant la période de forte expansion. Si les taux d'intérêt réels dans les pays à revenu élevé reviennent à leurs niveaux antérieurs à la forte expansion et si la relation historique entre ces taux de base et les écarts de taux d'intérêt restent inchangés, les coûts d'emprunt auxquels les pays en développement doivent faire face

pourraient augmenter de 110 à 220 points de base par rapport à leurs niveaux atteints durant la période de forte expansion.

De même que la baisse des coûts d'emprunt durant les premières années de cette décennie était liée à une hausse marquée de l'activité d'investissement et des taux de croissance potentiels, l'augmentation des coûts d'emprunt à venir tendra à réduire les taux d'investissement et conduira à des niveaux de production potentielle inférieurs à ceux qui auraient été observés autrement. On peut s'attendre à ce que les entreprises réagissent à une hausse des coûts du capital en mobilisant moins de capitaux et plus de main-d'œuvre et de ressources naturelles par unité de production de sorte que les coefficients de capital et ratios investissements/PIB de l'ensemble de l'économie baisseront. Durant la période de transition vers un nouveau coefficient de capital plus faible, le taux de croissance de la production potentielle pourrait ralentir de 0,2-0,7 point de pourcentage par rapport au taux moyen de 6,2 % de la période 2003–2007 (figure 0.12). À long terme, à moins d'être compensée par d'autres facteurs (notamment une amélioration des politiques intérieures, voir ci-dessous), cette substitution qui délaissera les techniques à forte intensité de capital pourrait réduire le potentiel d'offre dans les pays en développement de 3 à 5 %, voire même de 8 %.

Figure 0.12 L'augmentation des coûts d'emprunt entraîne une baisse permanente du PIB des pays en développement
Mille milliards de dollars constants de 2005



Source : Banque mondiale.

Les pays en développement peuvent atténuer les effets de la fragilisation de la conjoncture internationale

Même si les possibilités d'action des pays en

développement sont limitées pour prévenir une détérioration des conditions financières au niveau mondial, ceux-ci ne doivent pas adopter une attitude passive. Beaucoup peut être fait pour atténuer les coûts d'un durcissement des conditions financières mondiales en réduisant les dépenses intérieures de l'intermédiation via le renforcement des institutions régionales et nationales ou en améliorant la croissance de la productivité de long terme.

L'inefficacité des secteurs financiers intérieurs résultant de la corruption, d'institutions de réglementation fragiles, de la piètre protection des droits de propriété, et de contraintes excessives limitant la concurrence, peut porter les coûts d'emprunt dans les pays en développement à 1000 points de base au-dessus du niveau existant dans les pays à revenu élevé (même davantage si l'on tient compte des coûts plus élevés encore imposés par des prêteurs informels).

Les améliorations des politiques et institutions régissant le secteur financier peuvent ainsi avoir une incidence importante sur l'expansion de l'intermédiation financière intérieure, une incidence capable de l'emporter sur tout éventuel impact négatif de la hausse des primes de risque mondiales. A en croire les simulations, si les pays en développement continuent d'améliorer leurs politiques et les autres fondamentaux, en sorte que leurs écarts entre taux d'intérêt tombent dans une fourchette moyenne de 25 points de base par an, ils pourront plus que compenser les effets de long terme de la crise financière – procurant une hausse de 13 % de la production potentielle durable ainsi que des hausses de croissance de production potentielle de 0,3 % par an environ à l'horizon 2020.

Les efforts visant à accroître l'intermédiation financière intérieure doivent mettre l'accent sur le renforcement des institutions et non sur la discrimination à l'encontre des capitaux étrangers. En particulier dans les pays pâtissant d'une réglementation fragile ou de faibles capacités de coercition, décourager les capitaux étrangers pourrait avoir pour effets nuisibles de forcer les entreprises à dépendre davantage des sources intérieures onéreuses de financement et éventuellement de réduire le niveau général

d'intermédiation. La suppression des capitaux étrangers pourrait également réduire l'accès des entreprises aux nouvelles technologies, aux savoirs-faires et aux marchés internationaux.

Conclusion

Les conditions financières internationales de la période de forte expansion n'étaient pas viables et ont abouti à la crise extrêmement perturbatrice et coûteuse dont l'économie mondiale se relève seulement maintenant. En même temps, elles ont démontré que, lorsqu'ils ont été soumis à des coûts d'investissement inférieurs, les pays en développement ont été capables de soutenir pour une très large part des taux de croissance supérieurs sans générer une hausse de l'inflation.

À moyen terme, les coûts d'investissement internationaux vont être supérieurs à ce qu'ils étaient durant la période de forte expansion. Le potentiel de croissance des pays en développement restera alors très en deçà des niveaux élevés récemment atteints, ce qui sera sans doute une source de frustration pour de nombreux pays. Des réformes prudentes peuvent certes être conseillées visant à réduire la sensibilité des économies intérieures à certaines des formes plus volatiles des capitaux internationaux, mais les décideurs doivent garder à l'esprit les bénéfices que peuvent apporter l'ouverture financière et une amélioration de l'intermédiation.

Pour ce qui est de l'avenir, il n'est pas souhaitable de recréer les conditions internationales instables et non viables de la période de forte expansion. Toutefois, l'épargne intérieure dans les pays en développement représente un potentiel de croissance considérable qui attend d'être libéré via des réformes visant à renforcer et à accroître l'intermédiation intérieure. Même si ces réformes prendront du temps avant de porter leurs fruits à plus long terme, elles peuvent peut-être encore une fois permettre aux pays en développement de s'engager dans le sentier d'une plus forte croissance que la crise a fait capoter.

Bibliographie

- Beck, Thorsten, et Asli Demirgüç-Kunt. 2009. « Financial Institutions and Markets across Countries and over Time: Data and Analysis ». Document de travail consacré à la recherche sur les politiques 4943. Banque mondiale, Washington.
- Friedman, Jed, et Norbert Schady. 2009. « How Many More Infants Are Likely to Die in Africa as a Result of the Global Financial Crisis? ». Document de travail consacré à la recherche sur les politiques 5023. Banque mondiale, Washington.