



**MESURES EN RÉACTION A LA
CRISE FINANCIÈRE MONDIALE :**

**QUESTIONS-CLÉS POUR LES PAYS
EN DÉVELOPPEMENT**

**Centre Sud
Genève**

Email : south@southcentre.org

Site Internet : <http://www.southcentre.org>

L'AUTEUR

Le présent document a été écrit par Yilmaz Akyüz, conseiller économique spécial du Centre Sud, Genève. Il est l'ancien directeur de la Division de la mondialisation et des stratégies de développement de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED). Il est joignable à l'adresse suivante : *yilmaz.akyuz@bluewin.ch*

LE CENTRE SUD

Le Centre Sud est une organisation intergouvernementale de pays en développement. Le Centre prépare, publie et distribue des documents d'information, des analyses stratégiques et des recommandations sur les questions économiques, sociales et politiques internationales concernant les pays du Sud. Afin de réaliser ces objectifs, et ce, dans les limites de ses capacités et de son mandat, le Centre répond également aux demandes, entre autres, de conseil en matière de politique et de soutien technique émanant d'entités collectives, telles que le Groupe des 77 et le Mouvement des non alignés. Dans la poursuite de ses objectifs, qui sont de promouvoir la solidarité entre pays du Sud, la coopération Sud-Sud et la participation coordonnée des pays en développement aux forums internationaux, le Centre Sud jouit d'une indépendance intellectuelle.

Ce document est produit par le Centre Sud pour aider les pays en développement à mieux participer aux négociations multilatérales. Les lecteurs sont encouragés à citer ou à reproduire le contenu de ce document pour leur usage personnel. Cependant, nous leur demandons de bien mentionner le Centre Sud comme source et d'envoyer au Centre Sud une copie de la publication dans laquelle apparaît la reproduction ou la citation. Tous droits réservés.

Les publications du Centre Sud ne représentent pas obligatoirement les positions et les points de vue de ses États membres ou des autres pays en développement.

Une version électronique du présent document et d'autres publications du Centre Sud peuvent être téléchargées gratuitement à l'adresse suivante : <http://www.southcentre.org>

Centre Sud
Ch. du Champ d'Anier 17, 1211 Genève 19, Suisse
Tél. : +41 22 7918050 Fax : +41 22 7988531
Email: south@southcentre.org
Site Internet : <http://www.southcentre.org>

Traduction de l'anglais : Marie Mériageu

© South Centre, Yilmaz Akyüz (2009)

Centre Sud

MESURES EN RÉACTION A LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE :

QUESTIONS-CLÉS POUR LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT

A.	Introduction.....	3
B.	Obstacles aux mesures des pays en développement et émergents : déséquilibre de la balance des paiements et aide internationale.....	4
	1. <i>Les conséquences de la crise et les options de politique nationale</i>	4
	2. <i>Apport de liquidités internationales</i>	7
C.	Réforme de l'architecture financière internationale	13
	1. <i>Axes de réforme de la prévention des crises</i>	14
	a. Discipline en matière de politique monétaire et financière multilatérale	14
	b. Un système de réserves international stable	16
	c. Réglementation des marchés financiers internationaux et des mouvements de capitaux	22
	2. <i>Intervention et solutions en cas de crise</i>	27
D.	Récapitulatif des conclusions tirées et des propositions formulées	31
	1. <i>Mesures d'urgence</i>	31
	2. <i>Prévention des crises : la surveillance multilatérale des politiques</i>	32
	3. <i>Prévention des crises : système de réserves international</i>	32
	4. <i>Prévention des crises : réglementation des marchés financiers internationaux</i>	33
	5. <i>Intervention et solutions en cas de crise</i>	34
	6. <i>Autres axes de réforme du FMI</i>	35
	Bibliographie.....	37

MESURES EN RÉACTION A LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE : QUESTIONS-CLÉS POUR LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT

A. Introduction

La crise financière mondiale qui est née de la généralisation des prêts et des investissements spéculatifs au sein des institutions financières internationales pose deux types de difficultés d'ordre politique. D'une part, elle impose de prendre des mesures d'urgence visant à stabiliser les marchés financiers et les mouvements de capitaux internationaux, à stopper le déclin économique et à relancer l'économie. Jusqu'à présent, les plus grands pays industrialisés ont pris de telles mesures. Ils ont non seulement fait des opérations de sauvetage en injectant des capitaux dans les institutions financières et des entreprises industrielles affaiblies et en offrant des garanties d'État sur des actifs financiers et des dépôts bancaires risqués, mais aussi considérablement assoupli les politiques monétaires et brusquement réduit les taux d'intérêts et, enfin, pris d'importantes mesures de relance budgétaire. Les pays en développement et émergents ont également adoptés des mesures visant à assouplir les conditions de crédit et à stimuler les dépenses privées afin de contrer les mouvements déstabilisateurs et déflationnistes découlant de la crise. Cependant, plusieurs d'entre eux manquent de ressources financières pour adopter des politiques anticycliques en réaction à la crise. Le recours à des politiques commerciales et financières en vue de pallier l'insuffisance de ressources financières est donc justifiable. Très souvent toutefois, l'efficacité des mesures dépend fortement de l'offre de liquidités internationales adéquates en des termes et conditions appropriés de la part des institutions financières internationales.

D'autre part, la crise actuelle a montré encore une fois qu'il était indispensable de fondamentalement réformer le système financier international pour garantir une plus grande stabilité et empêcher l'éclatement de crises aux conséquences d'ordre mondial. Il semblerait que les principaux acteurs de l'économie mondiale s'accordent sur la nécessité d'une réforme. Plusieurs initiatives *ad hoc* ont été lancées et des propositions ont été soumises dans divers forums, dont l'Organisation des Nations Unies (ONU), le Groupe des Vingt (G20) et les institutions de Bretton Woods. Reste cependant à savoir dans quelle mesure ces propositions aboutiront sur les changements véritablement nécessaires. A ce sujet, les antécédents ne sont pas encourageants. Malgré un large consensus sur la réforme du système pour instituer une gouvernance plus efficace des finances internationales suite à une série de crises au sein des économies émergentes dans les années 90 et à la prolifération des propositions de réformes, l'initiative du *financement du développement* mise en œuvre n'a, à cet égard, donné aucun résultat concluant au cours des sept dernières années.¹ L'enjeu d'une telle réforme est particulièrement grand pour les pays en

¹ Voir Akyüz (2002) pour des informations sur les problèmes soulevés et les propositions faites après la crise financière asiatique.

développement et émergents étant donné les répercussions disproportionnées de l'instabilité financière internationale qu'ils subissent. Il est par conséquent essentiel qu'ils influencent le processus de réforme et qu'ils expriment une vision cohérente pour engager un véritable changement dans de nombreux domaines pour lesquels ils ont un intérêt capital, tels que le mandat, les ressources, les modalités opérationnelles et la gouvernance du Fonds monétaire international (FMI), de manière à réduire leur vulnérabilité vis-à-vis de l'instabilité et des crises financières tout en préservant une autonomie politique adéquate concernant leur intégration dans le système financier international et la gestion des mouvements de capitaux et des taux de change.

Ces deux types de problèmes coïncident sur certains points. Nombre des déficiences des mesures d'urgence que prend la communauté internationale contre la crise proviennent des faiblesses des mécanismes institutionnels mondiaux visant à gérer la crise et à y apporter des solutions. La section B du présent document présentera les obstacles auxquels se heurtent les pays en développement et émergents pour contrer les mouvements déstabilisateurs et déflationnistes de la crise, ce qui permettra de faire une évaluation des initiatives internationales qui ont été entreprises jusqu'à maintenant dans le but de leur apporter un soutien. La section C portera sur la réforme de l'architecture financière internationale et abordera deux thèmes principaux : la prévention des crises et l'intervention et les solutions en cas de crise. La présentation sera axée sur les questions qui sont considérées comme particulièrement importantes pour la stabilité et la croissance des pays en développement et émergents, et non pas sur tous les problèmes que soulève la crise. Enfin, la section D consistera en un récapitulatif des propositions de politique formulées dans le présent document.

B. Obstacles aux mesures des pays en développement et émergents : déséquilibre de la balance des paiements et aide internationale

1. Les conséquences de la crise et les options de politique nationale

Les retombées de la crise financière mondiale sont dévastatrices dans les pays en développement et émergents. La chute des recettes provenant de l'exportation des produits de base et des produits manufacturés, l'effondrement des envois de fonds de la part des ressortissants émigrés, l'inversion des mouvements de capitaux privés, la propagation croissante des risques, un degré extrême de resserrement du crédit touchant même le financement pour le commerce et les pertes des valeurs d'actifs contribuent tous à accentuer le fort ralentissement économique, voire la récession, dans de nombreuses parties du monde en développement. D'après les toutes dernières prévisions du FMI, la croissance moyenne des pays en développement et émergents ne devrait pas dépasser 1,6% en 2009, comparé à une moyenne de 8,7% en 2007. La perte de croissance de ces pays, qui s'élèverait à plus de 6 points de pourcentage, est plus forte que celle du pays qui est au cœur de la crise ; on s'attend en effet à ce que la production de l'économie américaine diminue de 2,8% en 2009 après avoir affiché une hausse de 2% en 2007. Ce ralentissement résultera en de considérables baisses de revenus par habitant dans la plupart des régions et pays en développement. Par conséquent, nombre des progrès qui ont été réalisés en matière de développement et de lutte contre la pauvreté, grâce aux réformes et aux efforts considérables qui ont été faits ces dernières années, risquent d'être détruits.

Il y a désormais un large consensus sur la nécessité de prendre des mesures macroéconomiques expansionnistes et anticycliques en réaction aux mouvements déflationnistes provoqués par la crise. De même, la communauté internationale s'accorde sur le fait que les politiques monétaires auraient peu d'effets sur l'expansion du crédit et les dépenses privées dans les conditions actuelles d'extrême aversion au risque et de préférence pour les liquidités. Par conséquent, il convient essentiellement d'adopter des politiques budgétaires expansionnistes et, plus particulièrement, d'augmenter les dépenses publiques.

Pour de nombreux pays en développement et émergents, la contrainte imposée par la balance des paiements est le principal obstacle à l'adoption de politique macroéconomique anticyclique. Bien que plusieurs pays aux revenus intermédiaires aient réussi à se constituer de fortes positions de la balance des paiements et de grandes provisions de réserves internationales au cours de la précédente période d'expansion, la contrainte de la balance des paiements s'est, de façon générale, accrue avec la chute des recettes issues des exportations et l'inversion des mouvements de capitaux privés. En effet, les réserves internationales ont fortement diminué dans presque tous les pays en développement. Même des pays qui avaient d'amples provisions, tels la Chine, ont dû faire face à des sorties de capitaux. Une accélération de la croissance fondée sur l'expansion de la demande intérieure réduirait certainement davantage les réserves au fur et à mesure que les importations augmenteraient, ce qui exercerait une pression sur la monnaie et menacerait la stabilité externe et financière. Cela signifie que pour les pays en développement et émergents qui manquent de ressources financières, les politiques macroéconomiques expansionnistes dépendraient principalement de l'offre de financement externe adéquat. Pour les pays plus pauvres où les mouvements de capitaux publics se répercutent directement sur le budget, l'injection de financement externe additionnel aiderait également à réduire les contraintes budgétaires qui se sont durcies suite aux répercussions de la chute des recettes provenant des exportations et des recettes publiques et aux effets des dépréciations monétaires sur le service de la dette publique externe.

D'après la Banque mondiale (2009 : p. 6), les besoins de financement externe en 2009 devraient être supérieurs aux sources de financement privé dans 98 des 102 pays en développement et émergents. En l'absence de financement public adéquat permettant de compléter la différence, ces pays se verraient contraints d'utiliser tout instrument politique national sous leur contrôle pour surmonter la crise en limitant au maximum les dommages occasionnés. Les options qui s'offrent à eux sont toutefois limitées. Les ajustements de change ne seraient pas très efficaces pour encourager les exportations lorsque les marchés internationaux se contractent. De brutales dévaluations dans des pays où la dollarisation des engagements s'est généralisée pourraient également avoir des effets néfastes sur les bilans des organismes privés, créant de grandes asymétries de devises et d'échéances.

Au contraire, la restriction sélective des importations de produits de luxe et non indispensables, ainsi que des biens et services pour lesquels des substituts nationaux existent, contribuerait davantage à alléger les contraintes de la balance des paiements et à encourager les politiques macroéconomiques expansionnistes, à travers l'augmentation des importations de biens intermédiaires et d'équipement qui sont

nécessaires pour accroître la production et le revenu intérieurs. Pour certains pays en développement et émergents, l'écart entre les droits de douane appliqués et les droits de douane consolidés dans le cadre de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) leur donne une marge de manœuvre suffisante pour mener à bien une telle politique. Pour un grand nombre d'entre eux, cependant, l'écart est généralement très faible, voire inexistant. Par contre, de nombreux pays peuvent, sous certaines conditions et en dernier recours, invoquer les clauses de sauvegarde relatives à la balance des paiements de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce ou GATT (et de l'Accord général sur le commerce des services ou AGCS), notamment celles de la section B de l'article XVIII qui se réfèrent en particulier aux difficultés qu'un pays rencontre lorsqu'il tente d'élargir son marché intérieur ou lorsque ses termes de l'échange sont instables.

Dans l'idéal, lorsque des facteurs déflationnistes mondiaux sont à l'œuvre, il serait hautement souhaitable d'éviter de prendre des mesures commerciales restrictives, particulièrement celles de nature discriminatoire. En effet, l'Entre-deux-guerres a montré que des restrictions *ad hoc* et discriminatoires, associées à des politiques du « chacun pour soi » en matière de taux de change, peuvent aggraver plutôt qu'alléger les difficultés économiques et provoquer des conflits. Le récent Sommet du G20 s'est engagé à ne pas « répéter les erreurs historiques de protectionnisme commises dans le passé » et « à s'abstenir d'élever de nouveaux obstacles à l'investissement ou au commerce des biens et des services, d'imposer de nouvelles restrictions à l'exportation ou de mettre en œuvre des mesures incompatibles avec les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) pour stimuler les exportations » (G20, Communiqué de 2009 : paragraphe 22). Toutefois, le G20 n'a pas indiqué quelles mesures seraient considérées comme des mesures protectionnistes ou comme incompatibles avec les règles de l'OMC. De même, aucun engagement concret n'a été mentionné.

La question de savoir si une mesure commerciale particulière est de nature protectionniste dépend des conditions dans lesquelles elle est adoptée. A cet égard, il est nécessaire de faire la différence entre les restrictions appliquées par les pays dont la monnaie sert de monnaie de réserve et les pays riches en réserves, et les restrictions appliquées par les pays en développement et émergents qui se confrontent aux contraintes de la balance des paiements. En effet, dans le premier cas de figure, les restrictions à l'importation reviendraient à exporter le chômage à l'étranger, car en augmentant les exportations nettes, une telle action remplacerait la demande de biens étrangers par la demande de biens nationaux ; ce qui ne serait pas le cas des restrictions appliquées dans les pays en développement et émergents qui manquent de liquidités internationales. En effet, dans ce dernier cas de figure, l'économie des pays en développement et émergents stagnerait ou se contracterait et, par conséquent, la demande des biens et services étrangers diminuerait. Au contraire, les restrictions sélectives à l'importation permettraient aux pays en développement et émergents d'utiliser leurs rares devises étrangères pour favoriser l'expansion de l'économie nationale sans réduire la demande totale de biens étrangers. Cela ne peut pas être considéré comme une action de nature protectionniste.

Ainsi, les pays en développement et émergents qui manquent de ressources financières ne devraient pas se voir refuser d'appliquer les droits qu'ils ont en vertu des accords commerciaux multilatéraux de recourir à des mesures légitimes pour parer à la contraction de l'économie. Il ne devrait pas être fait d'amalgame entre de telles mesures

commerciales et les politiques « du chacun pour soi » en matière de restrictions et de subventions, dont celles adoptées par quelques-uns des plus grands pays industrialisés (telles que les clauses « Buy American » encourageant l'achat de produits des États-Unis et les subventions industrielles utilisées dans le plan de relance et de sauvetage américain) qui servent davantage à protéger les emplois nationaux qu'à favoriser les mesures expansionnistes, et qui contournent la question de la compatibilité avec les règles de l'OMC.

Il y a un second ensemble de mesures auxquelles les pays disposant de peu de réserves internationales pourraient avoir recours pour encourager l'expansion nationale et qui relèvent du compte de capital. Les pays en développement et émergents doivent faire face à des sorties nettes de capitaux imputables aux investissements de portefeuille et aux emprunts bancaires internationaux. En outre, dans plusieurs de ces pays, on assiste non plus seulement à la fuite des capitaux des investisseurs et prêteurs internationaux, mais aussi à celle des résidents. Cela est principalement dû à la libéralisation des investissements de résidents à l'étranger qui s'est accrue ces dernières années, souvent dans le but d'alléger la pression croissante exercée par la forte hausse des entrées de capitaux sur les monnaies. En d'autres termes, dans la mesure où les réserves, les recettes provenant des exportations et les prêts publics seraient utilisés pour compenser la fuite des capitaux, il y aurait moins de liquidités internationales disponibles pour financer le compte courant. En outre, dans les conditions actuelles, la fuite des capitaux compromettrait également la possibilité de recourir à des politiques monétaires pour encourager l'expansion de l'économie. Il y a donc de bonnes raisons pour restreindre les sorties de capitaux dans des pays dont les réserves diminuent rapidement. Les restrictions élargiraient aussi la marge de manœuvre permettant de prendre des mesures monétaires et budgétaires anticycliques en vue de stabiliser l'activité économique et de limiter le déclin des monnaies et les asymétries des bilans des organismes privés en découlant.

2. *Apport de liquidités internationales*

La mesure dans laquelle les restrictions commerciales et financières devraient être appliquées par les pays en développement et émergents qui manquent de ressources financières dépend de la rapidité avec laquelle le commerce international, les marchés financiers et les mouvements de capitaux sont stabilisés et de la mise à disposition du financement nécessaire de la part des institutions financières internationales. Concernant ce dernier point, plusieurs initiatives ont été prises au sein du G20 et des institutions de Bretton Woods au cours des mois derniers, dans le but de progresser sur trois points : l'augmentation du financement pour les institutions financières internationales, l'élargissement de l'accès au financement multilatéral pour les pays en développement et émergents et la prévision de meilleurs termes et conditions des prêts multilatéraux. Certaines de ces initiatives ont des répercussions qui vont au-delà des problèmes relevant des mesures immédiates prises en réaction à la crise et pourraient, en réalité, engendrer des changements systémiques de plus long terme dans la façon dont le FMI intervient dans les crises financières. Ces aspects seront présentés dans la prochaine section du présent rapport portant sur la réforme de l'architecture financière internationale. Nous donnerons ici une brève description des initiatives qui ont été prises jusqu'à présent concernant ces trois aspects. Nous évaluerons si elles sont adaptées aux défis immédiats consistant à stabiliser la

situation économique des pays en développement et émergents et à préparer la reprise. Puis, nous soumettrons des propositions de mesures supplémentaires.

S'agissant des nouvelles ressources, selon l'accord qui a été conclu lors du Sommet du G20 en avril dernier, les engagements ont été fixés à 1,1 milliard de dollars supplémentaire d'apport international. Cela inclut l'allocation de 250 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS), approuvée lors de la réunion du FMI qui a suivie, le triplement des ressources mises à disposition du FMI à 750 milliards de dollars, l'attribution de 100 milliards de dollars aux banques multilatérales de développement, censés provenir de l'émission d'obligations², et le déblocage de 250 milliards de dollars en tant que financement pour le commerce de la part des diverses institutions publiques et privées dont des agences de crédit à l'exportation. Des 500 milliards de dollars supplémentaires attribués au FMI, seuls 250 milliards sont actuellement mis à disposition par certains des principaux actionnaires à travers des prêts bilatéraux et qui doivent, par la suite, être incorporés dans un accord sur les Nouveaux accords d'emprunt (NAE) « élargis et assouplis ». ³ Cependant, il ne semble y avoir aucun accord sur la façon dont l'autre partie des fonds doit être levée. Alors que certains des principaux actionnaires préfèrent augmenter de 250 milliards de dollars supplémentaires les ressources du FMI au titre des NAE et encouragent les pays riches en réserves à lui concéder des prêts bilatéraux, les principaux pays émergents, particulièrement la Chine, l'Inde, la Russie et le Brésil, insistent pour que ces ressources proviennent d'emprunts faits sur les marchés, et ont déclaré être intéressés d'acheter des emprunts à court terme (obligations) que le Fonds pourrait émettre à cet effet. ⁴ Cette question est actuellement débattue au sein du Fonds.

Les principales décisions prises récemment sur l'accès des pays en développement et émergents au financement multilatéral comprennent, outre l'accord sur l'allocation de DTS citées ci-avant, le doublement des limites d'accès normales aux ressources du FMI, le doublement des limites d'emprunt applicables aux pays les plus pauvres éligibles à la Facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC) et la Facilité de protection contre les chocs exogènes (PCE), et la création d'une nouvelle ligne de crédit modulable (LCM) pour la prévention aux crises dans les pays émergents contaminés par la crise mondiale. La LCM concerne

² La Banque mondiale a également mis en place un mécanisme de financement en faveur des pays vulnérables pour les plus touchés par les crises alimentaire et financière, mais sa contribution potentielle aux mesures prises en réaction à la crise dans les pays en développement et émergents n'est pas très claire.

³ Il existe deux types d'accords bilatéraux à travers lesquels le FMI peut emprunter à ses actionnaires : les Accords généraux d'emprunt (AGE) et les Nouveaux accords d'emprunt (NAE). Les AGE ont été établis en 1962 sur la base des dispositions des Statuts du FMI (article VII, 2^e paragraphe) sur la reconstitution des avoirs du Fonds en monnaies et monnaies rares qui ont donné naissance au G10. Ils ont été reconduits dix fois, dont en 1983 où le montant des lignes de crédit est passé de 6 milliards à 17 milliards de DTS suite à la crise d'endettement. Les NAE ont été établis en 1998. Ce sont des accords de crédit conclus avec 26 pays membres pour un montant total de 17 milliards de DTS. Ils ont, depuis lors, été reconduits deux fois. Dans les AGE comme les NAE, les engagements de chaque pays reposent sur leurs quotes-parts. Le montant total des ressources fournies au Fonds s'élève à environ 50 milliards de dollars.

⁴ Voir « IMF Planning to Sell Bonds to Finance New Loans », *New York Times* du 26 avril 2009.

les « pays ayant un cadre et des fondamentaux économiques solides et de bons antécédents », lesquels sont évalués par le FMI selon plusieurs critères prédéfinis. La LCM peut être utilisée comme un instrument de prévention. A la différence de la Facilité de liquidité à court terme (SLF) qu'elle remplace, la LCM n'a pas de plafond.⁵ Il n'est cependant pas clair si cela implique que le Fonds agira en tant que prêteur de dernier recours aux pays qu'il juge admissibles et qu'il leur prêtera des montants illimités et sans condition, mis à part les intérêts de pénalisation. Pour le moment, un accord de 47 milliards de dollars a été approuvé en faveur du Mexique dans le cadre de la LCM. La Pologne a demandé un accord préventif de 20 milliards de dollars dans le cadre de la LCM et la Colombie a demandé un accord similaire pour un montant de 10 milliards de dollars.

Enfin, des initiatives ont été prises quant à la « modernisation de la conditionnalité du FMI pour tous les emprunteurs » dans le cadre de la réforme du dispositif de prêt du FMI.⁶ Premièrement, l'accès aux ressources du FMI au titre de la LCM sera basé sur des conditionnalités prospectives et non plus rétrospectives. Deuxièmement, il a été décidé de mettre un terme aux critères de réalisation structurels dans tous les accords approuvés par le FMI y compris ceux en faveur des pays à faible revenu. Ces mesures permettront au Fonds de s'axer sur ses objectifs fondamentaux.

Il est difficile de déterminer définitivement si ces initiatives répondront aux besoins de financement extérieur des pays en développement et émergents, car la réponse dépend essentiellement de l'efficacité des mesures adoptées par les économies avancées responsables de la crise, en vue de ramener la stabilité et la croissance. D'après la Banque mondiale (2009 : p.6), le montant total des besoins de financement public extérieur des 98 pays en développement et émergents affichant un déficit sont estimés à 270 milliards de dollars. Ce chiffre pourrait considérablement s'élever et atteindre 700 milliards de dollars. D'après la CNUCED (2009), les besoins pourraient s'élever à 2 000 milliards de dollars. Alors que le Sommet du G20 prétend s'être engagé à débloquer la somme supplémentaire de 1 100 milliards de dollars, le véritable montant additionnel actuellement disponible est inférieur, certainement bien en-dessous du chiffre annoncé.⁷ Il est à noter que malgré ces initiatives très médiatisées d'apport d'un financement supplémentaire en faveur des pays en développement et émergents, les prévisions de croissance du FMI faites en avril 2009

⁵ La SLF a été créée en octobre 2008 suite à la profonde expansion mondiale de la crise à l'intention des pays membres qui « appliquent de solides politiques économiques et ont établi de bons antécédents » et dont l'éligibilité était basée sur des critères prospectifs. Contrairement à la LCM, la SLF était plafonnée à 500% des quotes-parts et ne pouvait pas être utilisée comme une ligne de crédit préventive. Elle n'a pas été utilisée avant d'être remplacée par la LCM. Les pays membres qui ne sont pas éligibles à la LCM peuvent recourir aux Accords de confirmation dont les modalités permettront aux pays d'obtenir un montant élevé à titre de précaution. Le plafond et le décaissement seront sujets à des examens rétrospectifs. Voir FMI (2009a).

⁶ Voir FMI, Communiqué de presse n° 09/85, 24 mars 2009.

⁷ En particulier, les 250 milliards de dollars additionnels à l'intention du Fonds ne sont pas encore visibles, la provenance des 100 milliards de dollars supplémentaires en faveur de la Banque mondiale n'est pas claire et les 250 milliards de dollars destinés au financement pour le développement semblent être fictifs. Voir Giles (2009) et Khor (2009).

concernant lesdits pays revoient à la baisse les prévisions faites en janvier 2009, de 1,7 point de pourcentage pour 2009 et de 1 point de pourcentage pour 2010. Les chiffres sont plus ou moins similaires pour les pays développés (FMI 2009b ; tableau 1.1).

Il faut s'attendre à ce que le volume du financement additionnel des institutions financières internationales ainsi que les termes et les conditions pour y accéder varient considérablement d'un pays à l'autre, selon leurs limites d'accès et leur admissibilité aux différentes catégories de financement. Des 250 milliards de dollars de DTS, les pays en développement et émergents en recevraient 80 milliards, dont moins du quart devrait être mis à disposition des pays à faible revenu. Ces montants ne sont que de petites parts des besoins estimés du monde en développement en termes de financement extérieur. Tout prêt additionnel de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) financé par l'émission d'obligations ne sera pas accessible à un grand nombre de pays pauvres, y compris les pays à revenu faible ou intermédiaire. Selon les règles appliquées actuellement, les prêts supplémentaires du FMI financés par des emprunts bilatéraux et/ou par des emprunts sur les marchés devraient, en principe, être inconditionnels. A en juger par les critères de présélection établis, un grand nombre de pays en développement et émergents, dont plusieurs pays ayant accès aux marchés financiers, enregistrant un important déficit de la balance courante, ayant une dette publique élevée et affichant une inflation forte et instable, etc. ne devraient pas être éligibles à la LCM.

On considère généralement que si les déséquilibres de balance des paiements d'un pays membre du Fonds sont dus à des bouleversements exogènes permanents ou à une augmentation excessive de l'absorption intérieure, le financement du FMI devrait s'accompagner d'ajustements de politique intérieure en vue de réduire le déficit. Toutefois, lorsque les problèmes de balance des paiements sont dus à des bouleversements endogènes temporaires, le déficit doit être réduit à l'aide de financements plutôt que par des ajustements de politique. La crise financière actuelle semble contenir des bouleversements permanents et temporaires. On peut s'attendre à ce que la crise corrige durablement le déficit extérieur des États-Unis dérivant de la compression de la demande qui est attendue depuis longtemps. Un ajustement peut certainement être appliqué dans les pays excédentaires, notamment les pays en développement d'Asie, la Chine en particulier, mais pas dans les pays en développement et émergents qui manquent de ressources.⁸ Ainsi, tout prêt supplémentaire dont les pays en développement et émergents déficitaires ont besoin pour corriger les déséquilibres de balance des paiements engendrés par les bouleversements commerciaux et financiers dus à la crise ne devraient pas être assortis de conditions en matière de politiques macroéconomiques procycliques. Cependant, malgré la « récente modernisation des conditionnalités », le Fonds a continué d'imposer le resserrement des politiques macroéconomiques procycliques dans presque tous les programmes d'urgence récents (resserrement budgétaire en Hongrie, au Pakistan et en Ukraine et relèvement des taux d'intérêt en Lettonie et au Pakistan (TWN 2009)). Même si quelques-uns de ces pays ont affiché de grands déficits budgétaires lorsqu'ils ont fait une demande de prêt au Fonds, les périodes de

⁸ Concernant les répercussions de la crise actuelle sur l'ajustement des paiements extérieurs des États-Unis et de la Chine, voir Akyüz (2008a).

récession ne sont pas idéales pour entreprendre un rééquilibrage des finances publiques.

Le financement international attribué aux pays en développement et émergents pour remédier à leurs problèmes de balance des paiements du fait de la crise mondiale, de laquelle il ne sont pas responsables, ne devrait pas non plus être une charge qui les accable. Il serait donc nécessaire que les conditions de prêt soient largement favorables. En effet, le FMI a créé deux mécanismes pétroliers à des conditions de faveur dans les années 1970 jouant le rôle de dispositifs anticycliques délibérés visant à empêcher les hausses des cours du pétrole de provoquer une récession mondiale, et pour lesquels les pays bénéficiaient d'un accès presque automatique sans conditions macroéconomiques anticycliques.

Les pays à faible revenu devraient être déchargés et non pas chargés de dettes et de services de la dette supplémentaires à cause du financement qui leur est attribué pour se remettre des bouleversements résultant de la crise. Pour des raisons politiques et d'efficacité, l'apport d'aide publique au développement (APD) n'est pas la meilleure façon d'y arriver. Une autre option consisterait à allouer une somme unique de DTS à ces pays, en fonction de critères de besoin.⁹ Le coût de tirage sur de telles allocations pourraient être financés collectivement à l'aide des ressources du FMI, y compris des ventes d'or. A cela devrait être associé un moratoire sur le service de la dette dû par les pays en question aux créanciers publics, sans aucune autre charge d'intérêt.¹⁰

Une allocation de DTS consentie aux pays à faible revenu à titre gratuit peut être conjuguée à une importante allocation de DTS réversible consentie à d'autres pays en développement et émergents, dont les DTS peuvent être rachetés au sortir de la crise, afin d'apporter aux premiers des ressources à bas prix et sans conditions. Dans les années 90, des propositions d'allocation de DTS réversible ont été faites pour permettre au FMI de jouer le rôle de prêteur de dernier recours pour des opérations de sauvetage dans les pays émergents touchés par les crises financières. Le recours à ce type d'allocation est sans aucun doute encore plus pertinent à l'heure actuelle, étant donné la sévère contraction de la production et du commerce mondiaux.

Une importante allocation de DTS réversible étendrait au monde entier la politique d'« assouplissement monétaire », qui est largement utilisée par les plus grandes économies pour stabiliser la situation des marchés financiers et de crédit intérieurs et encourager les dépenses. La réversibilité mènerait automatiquement à la sortie de la crise et, de cette manière, elle empêcherait les tensions inflationnistes une fois la reprise amorcée. De plus, le fait de répondre aux besoins de financement extérieur principalement par l'allocation de DTS permettrait d'éviter des effets indésirables découlant du financement des prêts du FMI par des prêts bilatéraux accordés par ses actionnaires, un point que nous présenterons dans la section suivante. Enfin, une importante allocation de DTS pourrait permettre aux pays émergents

⁹ Pour lire sur le thème de l'allocation de DTS aux pays pauvres en tant que méthode de réduction des coûts de possession de réserves, voir Polak et Clark (2006).

¹⁰ La CNUCED aussi a demandé un moratoire temporaire sur le service de la dette publique des pays en développement et émergents. Voir CNUCED (2009).

excédentaires, comme la Chine, de diversifier leurs réserves et de diminuer leur vulnérabilité vis-à-vis de l'instabilité du dollar.

L'objectif exact et l'utilisation des prêts du FMI dans les conditions actuelles sont deux autres points qui méritent d'être étudiés. Tout comme dans le passé, les programmes d'urgence existants du Fonds semblent être fondés sur le maintien de la non application de restrictions aux mouvements de capitaux et sur la garantie que les pays en développement débiteurs continuent de régler leurs dettes aux créanciers privés. De tous les pays qui appliquent des programmes d'urgence du FMI, seule l'Islande a renforcé le contrôle des opérations du compte de capital réalisées par les résidents et les non-résidents, qu'elle avait mis en place au début de la crise. Aucun des marchés émergents bénéficiant de programmes du FMI n'a introduit de mesures similaires, en dépit du fait que les sorties de capitaux continuent. Même si le Fonds a cessé de faire la promotion de la libéralisation du compte de capital, son aversion aux restrictions semble être toujours aussi forte.

Il ne fait aucun doute que les raisons pour contrôler les sorties de capitaux des pays se heurtant à de graves problèmes de balance des paiements soient bien plus solides que celles en faveur de restrictions commerciales. Cependant, ces dernières ont proliféré dans les pays en développement et émergents comme dans les économies avancées après l'éclatement de la crise du crédit, alors qu'aucune restriction majeure n'a été appliquée aux mouvements de capitaux dans les pays où les sorties de capitaux sont massives et s'inscrivent dans la durée.¹¹

Dans de tels cas, le Fonds ne devrait pas uniquement soutenir, mais aussi recommander le recours provisoire à des restrictions de change, ce qui empêcherait que le commerce endosse de façon disproportionnée la charge des ajustements. De telles restrictions devraient comprendre des moratoires sur la dette. Il est vrai que la communauté internationale n'a pas été capable d'instaurer un mécanisme régulier de protection des débiteurs contre les contentieux dans de tels cas, un point que nous aborderons dans la section D. Le FMI peut toutefois exprimer son soutien en « octroyant des crédits aux pays en situation d'arriérés », ce qui freinera les créanciers privés de recourir à d'éventuelles actions en justice.

De telles restrictions devraient également être appliquées dans les pays éligibles à la LCM, si l'accès à titre de précaution fourni par la LCM ne réussit pas à stopper les attaques spéculatives et si les sorties de capitaux sont massives et persistantes. Ces dernières peuvent en effet s'accélérer si la reprise des économies émergentes va bien plus lentement que celle des économies avancées. Emprunter au FMI en vue de financer les sorties de capitaux pourrait augmenter la charge de la dette publique, en particulier lorsqu'une part importante des créances sur l'étranger concerne le secteur privé, comme cela a été le cas en Asie au cours de la crise de 1997. En outre, il est très risqué que le Fonds joue le rôle de prêteur de dernier recours aux pays, une question sur laquelle nous reviendrons à la section D. Il serait donc prudent d'examiner enfin cette question dans le contexte plus large de la réforme systémique de l'architecture financière internationale.

¹¹ Concernant les restrictions commerciales, voir Gamberoni et Newfarmer (2009) et la Banque mondiale (2009).

C. Réforme de l'architecture financière internationale

Pour les pays en développement et émergents, il y a deux questions-clés dans la réforme de l'architecture financière internationale. La première relève de la prévention des crises : comment réduire au mieux leur vulnérabilité à l'instabilité et aux crises financières, tout en conservant une autonomie d'action suffisante pour déterminer leur rythme et leur degré d'intégration aux marchés financiers mondiaux et pour gérer les mouvements de capitaux et les taux de change ? Pour prémunir les pays contre les crises ayant des répercussions d'ordre mondial, il faut s'attaquer à trois sources principales d'instabilité : les politiques, les marchés et le système de réserves international basé sur le dollar. Plus précisément, il faut :

- Établir une discipline multilatérale en matière de politiques financières, macroéconomiques et de taux de change des économies importantes ;
- Établir un système de réserves international qui ne soit pas fondé sur une ou des monnaies nationales ;
- Instaurer une réglementation et une surveillance efficaces des marchés financiers et des mouvements de capitaux.

Il ne faudrait cependant pas oublier que bien qu'il soit important de compter sur des mécanismes multilatéraux efficaces pour réduire la possibilité qu'éclatent des crises aux incidences mondiales, ces derniers ne peuvent pas protéger totalement les pays en développement et émergents contre l'instabilité et les crises. Ce ne sont pas des substituts aux politiques et institutions nationales de prévention des crises. Il est donc d'autant plus important que les pays en question conservent une marge de manœuvre politique à l'échelle nationale, en même temps qu'un nouveau cadre multilatéral de gouvernance des finances internationales est mis en place.

Le second domaine de réforme relève des mesures prises en réaction à la crise. On considère généralement que malgré les mesures qui peuvent être adoptées pour garantir une meilleure stabilité, d'autres crises aux conséquences d'ordre planétaire se produiront. Les dommages qu'elles occasionneront sur l'économie mondiale et l'ampleur de leurs conséquences dépendront des mesures prises aux échelles nationale et internationale. La crise actuelle prouve qu'une coopération multilatérale plus étroite et une discipline plus stricte sont nécessaires pour garantir que les mesures adoptées par un pays prennent en compte leur impact sur les autres pays et pour éviter les retombées internationales et les politiques « du chacun pour soi ». Plus important encore, il est indispensable d'améliorer les interventions internationales lors des crises monétaires, d'endettement et de la balance des paiements dans les pays en développement et émergents. A cet effet, il est nécessaire, entre autres, de réformer le mandat, les modalités opérationnelles et le financement du FMI.

1. *Axes de réforme de la prévention des crises*

a. Discipline en matière de politique monétaire et financière multilatérale

Les politiques nationales sont presque toujours responsables de l'instabilité et des crises financières. Une déréglementation imprudente des marchés financiers nationaux, une libéralisation prématurée du compte de capital et des politiques macroéconomiques et de taux de change insoutenables sont souvent les causes immédiates de l'instabilité monétaire et de la balance des paiements ainsi que des crises financières. Cela est vrai pour les pays en développement et émergents comme pour les économies avancées. Cependant, les répercussions d'ordre mondial des crises financières et de l'instabilité monétaire des économies importantes sont bien plus graves que celles des pays en développement et émergents, même s'il est fréquent que des crises touchant les économies émergentes se propagent au niveau régional, comme cela a été le cas en Asie orientale en 1997.

Les cycles d'expansion et de ralentissement des mouvements de capitaux vers les pays en développement ainsi que les crises financières internationales majeures sont généralement liés aux changements de situation macroéconomique et financière des plus grands pays industrialisés. La brusque augmentation des taux d'intérêt américains et de l'appréciation du dollar a été le principal facteur de la crise d'endettement des années 80. De même, dans les années 90, l'alternance entre une période de hausse et une période de baisse des mouvements de capitaux, qui a dévasté nombre de pays d'Amérique latine et d'Asie orientale, a été en grande partie provoqué par des changements de politique monétaire aux États-Unis et de taux de change entre les principales monnaies de réserve. (CNUCED, TDR 1998, Partie II, chap. IV; et 2003, chap.II). Cela est encore plus manifeste à l'heure actuelle où le cycle de prospérité et de marasme des marchés financiers américains a engendré la plus grave crise économique et financière mondiale de l'après-guerre.

Désormais, il est évident que les retombées internationales des politiques macroéconomiques, financières et de taux de change des pays avancés sur les pays en développement et émergents sont bien plus destructrices que celles des politiques commerciales. Toutefois, contrairement au commerce, il n'existe pas de discipline multilatérale efficace en matière de mouvements de capitaux et de finance. Tous les pays membres du FMI ont les mêmes obligations *de jure* de maintenir de bonnes conditions macroéconomiques et de balance des paiements, ainsi que de maintenir la stabilité des taux de change. Pourtant, les contrôles de politiques du Fonds se dirigent, principalement, à ses membres les plus pauvres qui ont besoin de tirer sur ses ressources, car ils ont un accès réduit aux fonds privés et, occasionnellement, aux économies émergentes dont l'accès aux marchés financiers privés est interrompu. À l'inverse, le Fonds est totalement incapable d'imposer une discipline significative sur les politiques de ses principaux actionnaires qui exercent une influence disproportionnée sur la stabilité monétaire et financière mondiale.

Les problèmes ne sont pas uniquement de l'ordre de l'efficacité et de l'équité, mais aussi de la qualité de l'activité de surveillance. Après une série de crises dans les pays émergents, le Comité intérimaire du Fonds (rebaptisé aujourd'hui le Comité monétaire et financier international ou CMFI) a reconnu, en avril 1998, que le Fonds devrait renforcer la surveillance des secteurs financiers et des mouvements de

capitaux, et prêter particulièrement attention à l'interdépendance des politiques et aux risques de contagion (FMI, 1998). La surveillance accrue du Fonds sur les économies émergentes n'a pourtant pas permis d'éviter d'autres crises en Argentine, en Russie et en Turquie, des pays qui, à l'époque, exécutaient des programmes supervisés par le Fonds et ce, en grande partie parce que le FMI n'a pas réussi à identifier les sources du problème et à réagir. En effet, d'après une évaluation indépendante de la surveillance du Fonds, les responsables des politiques interrogés ont émis d'importantes réserves quant à la qualité de l'analyse du Fonds sur les questions de compte de capital (IMF/GEI 1999 : p. 13).

De même, juste avant la crise actuelle, le Fonds n'a pas su déterminer la nature, ni l'ampleur de la montée de la spéculation potentiellement dangereuse et mettre en garde suffisamment tôt. Dans leurs consultations avec les États-Unis menées au titre de l'article IV de ses Statuts pour la période 2005-2006, les représentants du FMI voyaient la réduction des déficits budgétaires et des déséquilibres des paiements extérieurs et le maintien du contrôle sur l'inflation comme les principaux défis à relever pour les États-Unis, tout en étant rassurants sur le fait que le « secteur financier américain [s'était] montré extrêmement résistant ces dernières années ». (FMI, 2005 : p.31 et 2006 : p.23). Même un mois avant le début de la crise du crédit, les services du FMI ont déclaré que « le scénario le plus probable était celui d'un atterrissage en douceur étant donné que la croissance [repartait] et que l'inflation [diminuait], bien que les deux [fussent] fragiles ». (FMI 2007a : p. 26). Le même mois, en juillet 2007, l'évaluation des représentants du FMI sur les conditions économiques de l'Islande était également très optimistes. Ces derniers soutenaient que « les perspectives à moyen terme de l'Islande [étaient] enviables » et ajoutaient quelques mises en garde quant aux risques liés à un important déficit de la balance courante, l'augmentation de la dette et une forte inflation (FMI 2007b : p.17).

L'incapacité du FMI à proprement évaluer les risques d'instabilité et à mettre en garde suffisamment tôt semble directement provenir des convictions du secrétariat du Fonds, soutenues par certains de ses principaux actionnaires, que les déséquilibres provoqués par les marchés financiers et monétaires libres s'autocorrigent, sans que cela n'implique de coûts élevés d'ajustement économique et social. Le Fonds fait une obsession du déficit budgétaire et de l'inflation qui sont pour lui les principales menaces à la stabilité macroéconomique et à la croissance, et il ignore le fait que l'inflation sur les marchés des actifs axés sur les prêts et les investissements spéculatifs nationaux et internationaux tend à représenter de plus grandes menaces encore, bien que cela soit de plus en plus patent au vu des crises récurrentes des marchés émergents et développés.

La principale question qui se pose alors est de savoir comment résoudre les problèmes de qualité, d'efficacité et d'équité de la surveillance exercée par le FMI. Les participants au G20 (2009c ; par.12) ont déclaré soutenir une « surveillance du FMI qui soit intègre, juste et indépendante » sans pour autant faire de recommandations sur la façon de mettre cela en pratique. Par la suite, le CMFI a de nouveau souligné l'importance de l'« intégrité, [de] l'équité et [de] l'indépendance » et la nécessité de « renforcer l'efficacité de la surveillance » (FMI 2009c : par. 11). Cette déclaration est cependant très peu crédible, car le CMFI est connu pour régulièrement

faire de telles déclarations, en particulier lors des réunions qui se sont tenues après des épisodes d'instabilité des marchés monétaires et financiers internationaux.¹²

Il ne fait pas de doute que les problèmes concernant la qualité, l'efficacité et l'équité de l'exercice de surveillance du FMI ne peuvent pas être résolus sans remédier aux déficiences de sa gouvernance. Il n'existe cependant pas de solution toute faite. Il est nécessaire de réfléchir davantage aux façons et aux moyens d'y parvenir. Étant donné que les mécanismes existants au sein du Fonds n'y sont, jusqu'à présent, pas parvenu, malgré plusieurs déclarations d'intention, un tel processus devrait être mené en dehors du Fonds.

Pour améliorer la surveillance, un fonctionnaire du Trésor britannique a suggéré avec raison de séparer l'activité de surveillance et celle d'octroi de prêts au titre de programmes et d'utilisation des ressources du FMI, de façon à ce que le Fonds soit aussi indépendant de l'influence politique pour mener ses activités de surveillance sur les pays que l'est une banque centrale dans ses opérations de politique monétaire (Balls 2003). Il est vrai que la structure actuelle du FMI assimile la conception des programmes à une extension de l'exercice de surveillance, mais le manque de distinction claire entre les activités d'octroi de prêts et de surveillance se traduit par de mauvaises mesures d'incitation et une réduction de l'efficacité de la surveillance. De plus, à l'heure actuelle il n'y a aucun mécanisme officiel régulier chargé d'évaluer si le Fonds mène ses activités de surveillance de façon objective, rigoureuse et conforme à l'égard de tous les pays membres (ceux exécutant ou non des programmes). Outre la responsabilité qui leur incombe de garantir l'efficacité des activités du Fonds, les administrateurs doivent aussi rendre des comptes à leurs autorités. Il y a donc un conflit d'intérêts dans lequel les administrateurs tendent à agir de concert pour défendre les pays qu'ils représentent et, de ce fait, transforment la pression de groupe en protection de groupe. L'exercice de surveillance devrait donc être confié à des autorités qui sont indépendantes de leur gouvernement et qui ne participent pas aux décisions sur les prêts ; ce qui en ferait un exercice impartial, légitime, faisant autorité, transparent et responsable.

b. Un système de réserves international stable

Un système de réserves basé sur une monnaie nationale comme moyen de règlement international et comme instrument de réserve pose un problème majeur. C'est ce qu'a fait remarqué Triffin (1960) il y a presque cinquante ans, lorsqu'il a remis en cause la viabilité du système de Bretton Woods fondé sur le dollar des États-Unis. Dans un système basé sur le dollar, les avoirs nets d'actifs en dollars du reste du monde dépendent du déficit de la balance courante enregistré par les États-Unis. Si les États-Unis n'étaient plus déficitaires, la pénurie de liquidités internationales

¹² En septembre 2000, par exemple, le Comité a souligné l'importance d'« améliorer la surveillance du Fonds et de promouvoir la stabilité et la transparence du secteur financier ». En avril 2002, il a encouragé le Fonds « à continuer les récentes initiatives destinées à améliorer l'efficacité de la surveillance et la prévention des crises, dont le Programme d'évaluation du secteur financier ». En octobre 2004, il a consacré quatre paragraphes sur le fait « de rendre la surveillance plus efficace et de renforcer la prévention des crises ». Enfin, en avril 2006, il a proposé une « nouvelle organisation de la surveillance exercée par le FMI » dont le fait que les fonctionnaires du FMI « [aient] à répondre de la qualité de la surveillance ».

étoufferait la croissance, le commerce et l'investissement à l'échelle mondiale. D'un autre côté, si le déficit des États-Unis se creusait et que donc l'économie mondiale était suffisamment approvisionnée en liquidités, l'accumulation de dettes pourrait ébranler la confiance dans le dollar et, par conséquent, la devise américaine pourrait perdre de sa valeur par rapport aux autres instruments de réserve, c'est-à-dire l'or dans le système de Bretton Woods. Pour restaurer la confiance et dépasser les pressions inflationnistes, les États-Unis seraient obligés d'augmenter leurs taux d'intérêt et de diminuer leur déficit, ce qui contracterait l'activité économique et l'emploi. Ainsi, bien qu'émettre une monnaie de réserve donne au pays l'avantage de financer ses déficits, cela peut également lui poser des difficultés. En accumulant des engagements à l'étranger, le pays en question peut perdre son autonomie monétaire et se voir forcé d'adopter des politiques déflationnistes.

En effet, le système de taux de change de Bretton Woods s'est effondré lorsque la pénurie de dollars de l'immédiat après-guerre a été remplacée par une surabondance de dollars résultant de l'augmentation du déficit américain ; d'où il a été impossible de maintenir la convertibilité en or du dollar à un taux fixe, ce qui a engendré une suspension unilatérale de convertibilité en 1971 (le premier et le plus important manquement à ses engagements internationaux d'un pays dans la période de l'après-guerre). Les fluctuations des taux de change, la croissance rapide des marchés financiers internationaux et des mouvements de capitaux et l'émergence de l'Allemagne et du Japon comme des puissances industrielles n'ont pas remis en question la suprématie du dollar. Comme l'a expliqué James M. Houghton, historien du FMI (2001 : p.937), l'Allemagne et le Japon « étaient réticents à ce que leur monnaie soit *internationalisée* et utilisée en tant que réserve [...] En outre, la perspective d'un système fondé sur plusieurs monnaies de réserve était généralement considérée, au sein et en dehors du Fonds, comme un schéma potentiellement déstabilisateur qu'il fallait éviter dans la mesure du possible. Si les banques centrales possédaient différentes monnaies, elles changeraient probablement la composition de leur portefeuille afin d'optimiser les rendements attendus. Cette spéculation pourrait amplifier les effets qu'ont les variations de l'état de confiance et des rendements attendus sur les marchés. » Durant la période de suspension de la convertibilité en or du dollar, la part du dollar dans toutes les réserves officielles autres que l'or était estimée à 70%, contre 65% à l'heure actuelle.

Au cours de l'après-Bretton Woods, l'instabilité de la balance des paiements des États-Unis a persisté, et s'est même aggravée du fait de l'absence de discipline multilatérale efficace en matière de politique macroéconomique (une discipline que le système de Bretton Woods se devait d'établir à travers la convertibilité en or du dollar). Cela a engendré des fluctuations récurrentes du dollar par rapport à d'autres monnaies de réserve et a été un des principaux facteurs de l'augmentation de l'instabilité financière mondiale.

Après l'effondrement du système de Bretton Woods, on s'attendait à ce que le besoin de réserves diminue au fur et à mesure que les pays accédaient aux marchés financiers internationaux et devenaient plus désireux d'adopter des mesures d'ajustement de taux de change pour résoudre les difficultés de balance des paiements. Cependant, la libéralisation du compte de capital des pays en développement et émergents et leur accès grandissant aux marchés financiers internationaux ont conduit au résultat inverse. Il ne fait aucun doute que les mouvements de capitaux

internationaux ont engendré des déficits de la balance courante plus importants et plus tenaces que ce qui aurait été le cas si les pays s'étaient reposés sur leurs réserves internationales. Cela a également généré une accumulation considérable d'engagements extérieurs et une présence croissante de non-résidents sur les marchés des titres nationaux. Les pays débiteurs sont par conséquent devenus de plus en plus vulnérables aux arrêts et renversements brutaux des mouvements de capitaux, ce qui a eu de graves conséquences sur la stabilité, la croissance et le développement. Ces faits sont devenus de plus en plus manifestes après la crise asiatique de 1997, lorsque l'unique garantie collective accessible, c'est-à-dire les prêts du FMI, s'est révélée incertaine et contreproductive.

Ainsi, la combinaison de la libéralisation accrue du compte de capital dans les pays en développement et émergents, de l'accumulation des engagements extérieurs, du comportement procyclique des marchés financiers internationaux et de l'absence mécanisme multilatéral efficace pour l'apport de liquidités internationales et de bonnes procédures de renégociation de la dette a obligé les pays en développement et émergents à chercher à s'auto-assurer en accumulant d'importantes provisions de réserves internationales, la plupart du temps en dollars. Alors qu'en règle générale les réserves couvrant trois mois d'importations étaient estimées suffisantes pour surmonter les problèmes de liquidité issus du laps de temps existant entre le paiement des importations et les recettes provenant des exportations, il est devenu largement préférable, pour éviter une crise de liquidité, que les réserves internationales des pays en développement et émergents répondent au moins à leurs engagements extérieurs à court terme.¹³

Fin 2008, la totalité des réserves internationales des pays en développement et émergents s'élevaient à 5,5 milliards de dollars, soit l'équivalent de 7 mois d'importations. Même si les pays en développement et émergents tous ensemble ont affiché une balance courante excédentaire ces dernières années, seule la moitié environ de leurs réserves totales provient de l'excédent des comptes courants, principalement de la Chine et des pays exportateurs de pétrole. Le reste est issu des intrants de capitaux, c'est-à-dire des réserves obtenues par l'emprunt.¹⁴ Dans quelques pays comme la Chine, l'excédent des comptes courants et l'accumulation de réserves ont été associés à une croissance rapide. Dans un grand nombre de pays en développement et émergents toutefois, les réserves additionnelles provenaient soit d'entrées de capitaux, soit d'excédents commerciaux obtenus par une réduction de la croissance de peur qu'une éventuelle chute des prix des produits de base ou une inversion des mouvements de capitaux nécessite davantage de liquidités internationales.

Ces réserves sont investies dans des actifs à faible rendement, essentiellement des notes et des bons du Trésor des États-Unis. Sur la base des écarts historiques

¹³ Telle est la règle de Guidotti-Greenspan formulée après la crise asiatique. Pour en savoir plus sur le niveau adéquat de réserves, voir CNUCED TDR (1999 ; chap.V).

¹⁴ Elles sont acquises par l'emprunt dans le sens où elles accompagnent des créances accrues des non-résidents sous une forme ou une autre, y compris des investissements directs et de portefeuille, qui entraînent des sorties de revenus.

moyens entre le taux d'emprunt et les intérêts perçus sur les réserves, le coût annuel supporté par les pays en développement et émergents pour accumuler des réserves par l'emprunt est estimé à 130 milliards de dollars environ. Cette somme représente un transfert net de ressources vers les pays dont la monnaie sert de monnaie de réserve, essentiellement les États-Unis, et excède la totalité de l'aide publique au développement octroyée aux pays en développement.¹⁵ Le coût supporté par les pays en développement et émergents serait plus grand s'il était envisagé de délaissier la croissance en plaçant les excédents à l'exportation dans des bons du Trésor américain plutôt que dans des investissements et des importations. Par ailleurs, les pays en développement et émergents pourraient subir des pertes d'avoirs en dollars si la large accumulation d'obligations des États-Unis suite à un plan de sauvetage et de relance budgétaire venait à engendrer l'inflation et la dépréciation du dollar.

Le G20 comme le CMFI ne se sont pas prononcés sur une réforme de ce domaine-clé. Il existe plusieurs options pour établir un système de réserves international qui ne soit pas basé sur des monnaies nationales de façon à éviter ce genre de problème. L'une d'entre elles est de revenir à l'or comme étalon des monnaies. Une autre est de revoir la proposition de Keynes, faite à la Conférence de Bretton Woods. Celle-ci consiste à introduire une monnaie mondiale, le *bancor*, qui aurait un taux de change fixe avec les monnaies nationales et qui serait émise par une banque centrale mondiale, la International Clearing Union, pour fournir des liquidités aux pays afin qu'ils effectuent leurs paiements internationaux et qu'ils bénéficient de facilités de découvert en fonction de la valeur de leur commerce.¹⁶ Cependant, une amélioration des mécanismes et des institutions existants et un détachement progressif du dollar en faveur du DTS (ou du DTS élargi) semble être une solution plus pratique.

Les avoirs de DTS présentent l'énorme avantage, particulièrement pour les pays en développement et émergents, qu'ils n'engendrent pas de coûts, contrairement aux réserves en dollars. Les coûts sont uniquement supportés lorsque les DTS sont utilisés. En vertu de ses Statuts, le FMI peut allouer des DTS aux pays membres en proportion de leurs quotes-parts. Les membres se procurent ou utilisent des DTS au moyen d'accords d'échange librement consentis ou lorsque le Fonds désigne les pays membres dont la position extérieure est forte pour acquérir des DTS de pays membres dont la position extérieure est faible. Si le montant des avoirs en DTS des pays membres dépasse leur allocation ou si, à l'inverse, il est inférieur à leur allocation, ils perçoivent ou paient des intérêts sur l'excédent ou la différence, respectivement. Le taux d'intérêt est fixé sur la base de la moyenne pondérée des taux d'intérêt

¹⁵ La méthode utilisée ici pour estimer les coûts de réserve diffère de celle utilisée dans la littérature en ce qu'une distinction est faite entre les réserves générées et les réserves acquises par l'emprunt. Polak et Clark (2006) ont également recours aux réserves acquises par l'emprunt pour estimer le coût supporté par les pays en développement.

¹⁶ Voir Monbiot (2008) pour une présentation de cette proposition en fonction de la crise actuelle. L'ironie veut que cette proposition soit maintenant réétudiée pour résoudre les problèmes liés au système de réserves basé sur le dollar et l'endettement des États-Unis alors qu'à la Conférence de Bretton Woods, c'est ce même pays qui s'y est opposé car il était, à l'époque, le plus grand créancier et que Keynes proposait de taxer les excédents au compte courant. À l'inverse, dans un récent discours sur la réforme du système monétaire international proposant l'adoption du DTS comme monnaie de réserve mondiale, le gouverneur de Chine, le pays qui enregistre le plus grand excédent commercial, a qualifié la proposition de Keynes sur le *bancor* de proposition « perspicace ». Voir Zhou (2009).

représentatifs de certaines obligations à court terme émises sur le marché monétaire des pays dont la monnaie entre dans la composition du DTS.

En raison de l'avantage relatif aux frais de réserve en DTS, de plus en plus de voix s'élèvent en faveur d'une distribution régulière de DTS pour alléger la charge qui pèse sur les pays à faible revenu concernant la détention de réserves. En effet, Jacques Polak, ancien directeur du Département des études du FMI, a déclaré dans un rapport commun que l'unique principe sur lequel devrait désormais se fonder l'allocation de DTS devait être « l'avantage permettant les pays à faible revenu d'acquérir et de détenir des réserves à des taux d'intérêt bien plus bas que ceux qu'ils auraient à payer sur les marchés et une moindre dépendance du système aux réserves acquises par l'emprunt qui sont susceptibles d'être réclamées lorsque les pays en ont le plus besoin. »¹⁷

Des allocations de DTS régulières selon les règles existantes ne peuvent pas promouvoir le DTS en tant qu'instrument de réserve majeur et résoudre les inégalités et les instabilités issues du système actuel fondé sur des monnaies nationales, même si lesdites allocations sont faites plus fréquemment que cela a été le cas jusqu'à présent. Une solution consiste à faire du FMI une organisation financée par le DTS, et de permettre que le DTS remplace les quotes-parts, les AGE et les NAE afin qu'il soit l'unique source de financement du FMI. Le Fonds pourrait être autorisé à s'allouer des DTS à lui-même jusqu'à une certaine limite qui devrait s'élever parallèlement à la croissance du commerce mondial. Dans ce cas, la pratique actuelle consistant à allouer des DTS aux pays en fonction de leurs quotes-parts ne serait plus de mise. Des limites d'accès inconditionnelles (ce que l'on appelle la tranche de réserve ou la tranche-or) auraient besoin d'être redéfinies et considérablement élargies en fonction, entre autres, de critères de besoin.

Dans ce cas de figure, la demande de DTS (ou de tirages de DTS du FMI) peut être inversement liée au dynamisme des échanges et des revenus mondiaux et à l'accessibilité au financement privé pour les paiements extérieurs. Les allocations pourraient donc être modifiées de façon procyclique, c'est-à-dire accélérées en période de ralentissement économique mondial. Cela aiderait à contrecarrer les forces déflationnistes de l'économie mondiale et à réduire les fluctuations du financement privé permettant de couvrir les déficits de la balance des paiements.

Il faudrait cependant étudier plus en profondeur d'autres détails, mais une fois un accord conclu pour remplacer les sources traditionnelles de financement par le DTS, le FMI pourrait, en réalité, devenir une institution technocratique du même type que celui proposé par Keynes au cours des négociations de Bretton Woods. Son financement ne serait plus sujet à des négociations ardues et à caractère politique dominées par les principaux pays industriels. Il n'aurait plus besoin non plus d'emprunter auprès de certains de ses membres en vue de concéder des prêts à d'autres. Cette façon de procéder pourrait, par conséquent, considérablement améliorer la gouvernance du FMI, car ce dernier pourrait rester à égale distance de tous ses membres et mener son activité de surveillance de façon juste et efficace.

¹⁷ Voir Polak et Clark (2006) qui abordent également la question de savoir si le DTS devrait être alloué à tous les membres ou aux pays à faible revenu uniquement.

Faire du Fonds une institution financée par le DTS résultera sans aucun doute sur une augmentation considérable de l'offre en DTS, comparé aux réserves existantes ou à l'évolution à laquelle on peut s'attendre en vertu des pratiques actuelles. Cela permettrait aux plus grands pays excédentaires d'investir leurs réserves en DTS au lieu de les investir en monnaies de réserves. Cela pourrait également être complété par un mécanisme visant à éliminer l'excès de dollars en permettant aux pays de remplacer rapidement leurs réserves de dollars actuelles par des DTS sans causer de perturbations sur les marchés monétaires. C'est le gouverneur de la Banque populaire de Chine qui a émis cette proposition. Ainsi, le FMI « constituerait un fonds évolutif libellé en DTS basé sur la pratique du marché, permettant, comme voulu, que divers investisseurs s'acquittent de leurs dettes au titre d'une souscription ou d'un rachat en monnaies de réserves existantes » (Zhou 2009).

Cette proposition correspond à ce que l'on a appelé le « compte de substitution ». Elle a largement été débattue au sein du FMI lors des deux derniers épisodes de forte dévaluation du dollar, mais elle a été abandonnée pour plusieurs raisons, d'abord au début des années 70 au sein du Comité intérimaire réuni en vue de remplacer le système de Bretton Woods par un système plus viable, puis à la fin des années 70 et au début des années 80 lorsque le dollar s'est fortement affaibli.¹⁸ L'idée est simple : le FMI émettrait des certificats portant intérêts libellés en DTS contre des réserves en dollars remises par des banques centrales au taux de change du marché, et investirait ces réserves dans des notes et des bons du Trésor des États-Unis. L'opération n'affecterait pas le volume total des réserves internationales, mais sa composition. Il n'y aurait donc pas de risque d'« inflation ». Les pays peuvent utiliser ces certificats pour régler des paiements internationaux ou pour acquérir des monnaies de réserve. La substitution résulterait en un retrait de larges provisions de réserves de dollars du marché qui seraient placées dans des coffres du FMI. Cela éliminerait le risque de crise monétaire que pourrait provoquer un éventuel désapprovisionnement généralisé de réserves en dollars de la part des banques centrales.¹⁹

Plusieurs questions importantes pour les pays en développement et émergents auraient besoin d'être réglées.²⁰ Avant tout, il y a la question de l'entité qui supportera les risques du taux de change. Un changement du taux de change entre le dollar et le DTS créerait des pertes et des gains pour le FMI étant donné que, par définition, un compte de substitution conduirait à une asymétrie entre les monnaies de libellé des actifs et des passifs. Un déclin continu du dollar par rapport aux autres monnaies qui composent le DTS impliquera des pertes. L'exposition au risque du Fonds peut être considérable si le volume du compte est illimité plutôt que restreint. Il n'y a aucune garantie que la différence d'intérêt entre le dollar et le DTS permette de couvrir ces

¹⁸ Pour un rapport sur ces discussions, voir Boughton (2001 : p. 936-943). Voir également Bergsten (2009).

¹⁹ Kenen (2005) a proposé qu'une vente généralisée en euros des réserves de dollars pourrait être absorbée en établissant un compte de substitution semblable au sein de la Banque centrale européenne de façon à éviter les effets non souhaités d'une fuite du dollar sur les taux d'intérêt et de change.

²⁰ Ces questions sont présentées dans les ouvrages de Boughton (2001, 2007) et Bergsten (2007a, 2007b).

pertes.²¹ Cela est vrai que les intérêts des DTS soient calculés selon la méthode actuelle ou qu'ils soient fixés sur le marché établi pour le DTS.

Dans les précédents débats sur cette proposition, il a été suggéré d'utiliser les réserves d'or du FMI en tant que garantie. Cependant, dans ce cas, les pertes se répercuteraient sur tous les membres du Fonds, riches et pauvres. En outre, si les risques de change étaient supportés par les détenteurs de DTS, l'opération n'aurait aucun intérêt ; cela n'inciterait en effet pas les détenteurs de réserves en dollars à recourir au compte de substitution. Une autre possibilité serait que les États-Unis supportent les risques, c'est-à-dire qu'ils apportent davantage d'actifs en dollars portant intérêts pour couvrir les pertes de change, si le dollar chutait par rapport aux autres monnaies. Il serait plus équitable de partager le risque entre les États-Unis et les banques centrales recourant au compte de substitution, plutôt que le Fonds, dont ses pays membres pauvres, le supporte seul.

Ensuite, la deuxième question relève de la privatisation des DTS. Créer un marché privé pour le DTS en permettant aux banques d'en détenir et de les utiliser dans des interventions en monnaies améliorerait certainement sa liquidité et son statut en tant qu'instrument de réserve. De même, on considère que cela est nécessaire pour que le compte de substitution soit attractif aux banques centrales pour remplacer non seulement les réserves en dollars mais aussi les réserves détenues dans d'autres monnaies, dont des monnaies potentielles comme le yuan chinois. Cependant, cela ferait du DTS un nouvel instrument de spéculation et une source d'instabilité. En d'autres termes, il serait difficile de concilier un fort degré de liquidité et la stabilité de sa valeur de change. Il est par conséquent important de trouver le juste équilibre entre les deux et de garantir que le DTS soit utilisé principalement pour régler des paiements liés aux échanges et aux investissements internationaux.

c. Réglementation des marchés financiers internationaux et des mouvements de capitaux

L'expérience montre que même lorsqu'une discipline monétaire et budgétaire est respectée et que les prix sont relativement stables, des marchés financiers incontrôlés sont capables de générer des situations d'instabilité ainsi que des crises ayant de graves conséquences sur l'économie réelle, notamment l'emploi et les revenus. Les turbulences financières mondiales provoquées par la crise des prêts hypothécaires à risque ont prouvé une fois encore que la vision anglo-américaine selon laquelle les marchés financiers s'autorégulent est non seulement fautive, mais très nuisible.

La plupart s'accordent sur la nécessité d'instaurer une réglementation plus stricte, mais les points de vue divergent sur la meilleure façon de le faire et sur le degré de réglementation. En outre, la réglementation des mouvements de capitaux internationaux est controversée. Le point de vue qui domine toujours est qu'il n'y a pas besoin de restreindre les mouvements de capitaux internationaux dès lors que les

²¹ Une autre solution consisterait à ce que le FMI investisse des réserves en dollars dans des bons du Trésor à long terme qui sont généralement porteurs de plus hauts taux d'intérêt. Cela ne couvrirait cependant pas obligatoirement les pertes de change.

institutions et les marchés financiers sont correctement réglementés. Il n'en reste toutefois pas moins évident que des règles de prudence n'apportent pas obligatoirement une plus grande stabilité aux mouvements de capitaux internationaux, ni ne peuvent empêcher lesdits mouvements d'avoir de graves répercussions sur une économie (Akyüz 2008b).

Plusieurs raisons sont généralement invoquées pour justifier la réglementation financière. Premièrement, étant donné que l'instabilité financière a souvent des retombées d'ordre mondial, les pratiques réglementaires nationales devraient être soumises à des disciplines multilatérales. Deuxièmement, les règlements multilatéraux assureraient des règles du jeu équitables et éviteraient le recours à l'arbitrage réglementaire, c'est-à-dire des entreprises fuyant les juridictions aux réglementations strictes pour celles aux réglementations souples. Enfin, ils réduiraient l'influence qu'ont les hommes politiques sur les organismes de réglementation et donneraient à ces derniers un certain niveau d'indépendance, une préoccupation qui est maintenant partagée par la plupart, suite à la politique de non-intervention de la précédente administration américaine concernant les marchés financiers.

Bien que ces observations soient valables sur le fond, il existe des obstacles politiques et techniques à l'établissement d'une discipline multilatérale sur la réglementation et la supervision financière. Il n'est pas au programme de créer un organisme international suprême qui aurait une autorité réglementaire et de surveillance à part entière sur toutes les institutions financières. Toutefois, on entend de plus en plus souvent que la réglementation et le contrôle des institutions mondiales et d'importance systémique devraient être faits à l'échelle internationale et non pas nationale. Plusieurs propositions ont été faites en vue de créer des organismes internationaux chargés des agences de notation et des banques transnationales dépassant une certaine taille.²²

Une solution est de laisser la responsabilité de la réglementation et de la supervision aux autorités nationales dans un cadre établi selon les mêmes principes appliqués à l'OMC.²³ Dans ce cas, des accords multilatéraux contraignants sur un ensemble de règles et de règlements ayant trait aux institutions financières dont les banques, les investisseurs institutionnels, les agences de notation, et les sociétés d'assurance-crédit, devraient être passés. Les États devraient s'engager à mettre en application de telles règles et réglementations à travers les organismes de réglementation nationaux. Enfin, il pourrait y avoir un organe multilatéral visant à superviser la mise en œuvre et imposer des sanctions pour défaut d'observation des règles, comme refuser l'accès des institutions financières des pays contrevenants aux marchés d'autres membres.

²² Plusieurs auteurs dans Eichengreen et Baldwin (2008) suggèrent de recourir à un unique organisme de réglementation mondial chargé des institutions et des banques au fort taux d'endettement et ayant d'importantes activités transfrontalières.

²³ Après la crise asiatique, il a été proposé d'instaurer une autorité financière mondiale ou de transformer la Banque des règlements internationaux (BRI) en un organisme suprême de ce type « qui aurait la plus grande autorité pour établir la meilleure pratique de réglementation financière et de gestion des risques sur les marchés financiers internationaux..., de mettre en place des normes réglementaires, à l'aide d'une surveillance de haut niveau... [et] de suivre et négocier la réglementation des opérations en capital réalisées par les Etats ». Voir Eatwell et Taylor (1998). Pour de plus amples informations, voir Eatwell et Taylor (2000) et pour une évaluation, voir Akyüz et Cornford (2002).

Cependant, il est encore très irréaliste d'attendre des économies importantes, dont certains pays émergents, qu'elles abandonnent autant de leur autonomie politique nationale. Il est à noter que même l'Union européenne (UE) n'a pas réussi à instaurer un système réglementaire unifié. En outre, il pourrait être très difficile d'harmoniser et de combiner divers systèmes juridiques et divers cadres conceptuels pour former un ensemble de règles uniformes s'appliquant à des économies ayant des niveaux inégaux de développement financiers ainsi que des institutions et cultures financières différentes.

Plus important encore, un tel système comporterait des risques et des désavantages pour les pays en développement et émergents. Il est irréaliste d'envisager qu'une institution mondiale exerçant une véritable influence sur les plus grands pays développés pourrait être établie sur la base d'une distribution du pouvoir nettement différente de celle des institutions financières multilatérales déjà existantes. Il ne serait donc pas judicieux de créer un autre organisme multilatéral avant de régler de façon satisfaisante les problèmes de gouvernance qui touchent les institutions actuelles telles le FMI, la Banque mondiale et l'OMC.

Vient ensuite le problème de l'universalité. Selon toute probabilité, les règles et les règlements qui seraient convenus dans un tel cadre seraient constitués en fonction des exigences des institutions et des marchés financiers des économies les plus avancées, ce qui ne serait pas forcément adapté aux pays en développement et émergents. D'un autre côté, on retient de l'exemple de l'OMC qu'un traitement spécial et différencié pouvant être octroyé aux pays en développement et émergents n'est, en pratique, pas pertinent.²⁴

Par ailleurs, entrer dans des négociations multilatérales globales pourrait ouvrir la boîte de Pandore de l'accès aux marchés des services financiers, de la libéralisation des mouvements de capitaux et des accords multilatéraux sur les investissements directs étrangers (IDE), ce qui aboutirait à une réduction accrue de la marge de manœuvre politique des pays en développement et émergents. Le véritable danger pour les pays en développement et émergents est qu'un processus destiné à élargir la portée de la gouvernance mondiale de la finance finisse par étendre au monde entier l'empire des marchés financiers. Il faut remarquer que l'une des recommandations du groupe de travail du G20 sur la coopération internationale était que les pays membres du Forum de stabilité financière (FSF) « maintiennent la transparence de leur secteur financier » (G20 2009a : p.7). Ce n'est pas clair si les experts se réfèrent à la libéralisation de l'accès au marché des services financiers ou si leurs propos s'appliquent aux nouveaux pays membres en développement du FSF élargi. Cependant, c'est un signe évident que les accords mondiaux sur la

²⁴ Eichengreen (2008) propose la création d'une organisation financière mondiale dans laquelle les membres auraient l'obligation d'appliquer la réglementation et la supervision établies dans sa charte et ses accords constitutifs, mais seraient libres de le faire comme ils le souhaitent. Ainsi, les réglementations pourraient être adaptées à la structure de chaque marché financier. Un groupe indépendant d'experts décideraient ensuite de si les membres ont rempli leurs obligations et, si tel n'est pas le cas, imposeraient des sanctions, comme le refus aux banques des pays contrevenants d'accéder aux marchés d'autres membres. Toutefois, un arrangement aussi flexible que celui-là sans règles et obligations clairement définies pourrait ne pas apporter suffisamment de protection aux pays en développement et émergents, ni éviter le recours à l'arbitrage réglementaire.

réglementation financière sont susceptibles d'aboutir sur de nouvelles obligations pour les pays en développement et émergents consistant à ouvrir leurs secteurs financiers aux sociétés étrangères.

Une autre approche, moins ambitieuse, serait d'étendre le mandat et d'améliorer la gouvernance d'organes existants comme le FSF, le BRI, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, l'Association internationale des contrôleurs d'assurances et l'Organisation internationale des commissions de valeurs. La plupart des propositions qui ont été faites pour améliorer la gouvernance mondiale des finances préfèrent un processus volontaire de coordination plus étroite entre les organismes de réglementation nationaux qui soit fondé sur une organisation convenue au sein de ces organismes à un système basé sur des règles et prévoyant des sanctions.²⁵

Le G20 aussi semble abonder dans ce sens et mettre l'accent sur le besoin de « normes rigoureuses convenues sur le plan international », d'« un cadre international commun et cohérent, que les autorités financières nationales devraient appliquer dans leur pays en fonction de leur situation nationale » et d'« une coopération systématique entre les pays ».²⁶ Il propose « d'établir des groupes de supervision pour toutes les institutions financières transfrontalières » (G20 2009a : p.5). De même, le G20 a convenu de transformer le FSF en un comité de stabilité financière en élargissant le nombre de ses membres de façon à inclure tous les pays membres du G20 et en étendant son mandat à la réglementation et au contrôle de l'ensemble des institutions, instruments et marchés financiers importants, y compris les fonds spéculatifs et les agences de notation.

D'aucuns ont également proposé que le FMI joue un rôle plus important dans la surveillance financière. Toutefois, son rôle ne devrait pas inclure l'établissement de normes réglementaires ou la surveillance des institutions et des marchés financiers. Dans ce domaine, la mission du Fonds est de surveiller l'évolution du climat macroéconomique et financier et de prévenir suffisamment tôt en cas de risques. La réalisation de rapports sur l'observation des normes et des codes (RONC), une activité introduite après la crise asiatique et menée dans le cadre des consultations au titre de l'article IV et parallèlement au Programme d'évaluation du secteur financier (PESF), établi conjointement avec la Banque mondiale, est destinée à aider à promouvoir la stabilité financière mondiale. Cependant, ces activités ont été très inefficaces, car elles ont montré plusieurs faiblesses dans la conception et l'application des normes et des codes.²⁷ Par conséquent, avant de confier de nouvelles attributions au FMI dans l'architecture financière, il est important de bien comprendre les facteurs qui expliquent l'inefficacité des instruments et des mécanismes existants pour les rénover par des réformes adéquates.

²⁵ Voir, par exemple, les propositions du G30 (2008) et celles présentées dans différents documents par Eichengreen et Baldwin (2008).

²⁶ G20 (2009b : par.4 et 2009c : par. 13-15).

²⁷ Pour en savoir plus sur ces faiblesses, voir Cornford (2001), Schneider et Silva (2002) et Schneider (2005).

Dans la réforme de l'architecture financière mondiale, les pays en développement et émergents pourraient suivre un principe phare concernant la réglementation et la supervision financière qui serait de maintenir une large autonomie quant à l'établissement de normes pour les institutions financières dont les activités transfrontalières ne sont pas significatives. L'introduction d'un cadre multilatéral pour les systèmes de réglementation nationaux ou les organismes de réglementation mondiaux devrait uniquement concerner les institutions financières transfrontalières. La nature et l'étendue des réglementations des diverses activités et institutions financières transfrontalières qui sont nécessaires constituent une question très complexe de laquelle il faudrait longuement débattre. Même si les pays en développement n'ont pas d'institutions financières transfrontalières, ils devraient avoir leur mot à dire dans l'établissement de règles et de normes mondiales, étant donné qu'ils traitent fréquemment avec celles des économies avancées. Par exemple, les contrôleurs issus des pays en développement et émergents devraient être des participants permanents aux groupes de supervision proposés par le G20, plutôt que d'y être conviés en tant que contrôleurs invités « le cas échéant », tel que le groupe de travail du G20 l'a prévu (G20 2009a : par.4).

Dans la réglementation des institutions financières transfrontalières, l'objectif principal des pays en développement et émergents devrait être de s'assurer que les mécanismes proposés apportent des solutions à leur vulnérabilité à l'instabilité et aux crises financières extérieures. A cet égard, il faut au moins prendre en considération plusieurs aspects.

Premièrement, les prêteurs internationaux aux pays en développement et émergents se comportent d'une manière procyclique, ce qui amplifie la vulnérabilité de ces derniers aux bouleversements externes. En période d'expansion, ils baissent les normes de prêts appliquées aux sociétés financières et non-financières des pays en développement. Les gouvernements ne sont pas toujours entièrement capables d'empêcher les brusques augmentations de prêts, ce qui crée de grandes asymétries de devises et d'échéances dans le bilan des sociétés privées. Puis, lorsque la situation change et que l'évaluation des risques s'inverse, les prêts sont rapidement retirés, ce qui a généralement pour conséquence l'effondrement des monnaies et des faillites généralisées, l'État couvrant alors souvent des engagements privés. Ainsi, le principal intérêt qu'ont les pays en développement et émergents dans les mesures de prévention anticycliques très utilisées concernant les banques internationales est leur potentiel impact sur le comportement procyclique des prêts internationaux.

Deuxièmement, les gouvernements et les sociétés privées des pays en développement et émergents se heurtent à des problèmes similaires lorsqu'ils empruntent à l'étranger à travers l'émission internationale de titres. Non seulement les agences de notation ont un comportement procyclique, mais elles préviennent aussi contre ceux qui empruntent aux pays en développement et émergents. Avant que n'éclate la crise des prêts hypothécaires à risque, la notation accordée à nombre d'économies émergentes d'Asie affichant des positions de balance des paiements, de réserves et budgétaires saines était inférieure à la notation donnée à certaines économies avancées montrant de graves faiblesses dans ces domaines, comme l'Islande. Par conséquent, pour les pays en développement et émergents, l'objectif premier de la réglementation des agences de notation internationales devrait être de faire disparaître leur parti pris et leur comportement procyclique.

Troisièmement, les pays en développement et émergents ne se contentent pas d'emprunter sur les marchés internationaux. Ils investissent également dans des titres émis dans les économies avancées par des institutions publiques ou des institutions et des sociétés subventionnées par l'État. Plusieurs banques centrales de pays en développement et émergents ont investi des montants importants dans des obligations émises par des entreprises administrées par le gouvernement américain, dont les organismes de refinancement hypothécaire Fannie Mae et Freddie Mac. De même, les actifs toxiques émis par les institutions financières privées ont fait leur place dans le portefeuille de banques et d'investisseurs institutionnels des pays en développement et émergents. En réalité, à cause de la libéralisation accrue des mouvements de capitaux des résidents, une telle pratique s'est répandue. Les pays en développement et émergents ont donc de plus en plus intérêt à une transparence et une objectivité plus grande quant à l'évaluation de la qualité de ces titres. Pour cela, il faut concevoir un cadre comptable et réglementaire, des règles de garantie et entreprendre des réformes de fonds des agences de notation. Une commission mondiale de sécurité des produits financiers, où la participation des pays en développement et émergents serait équitable et totale, est également susceptible d'être mise sur pied à cet effet.

Quatrièmement, les investisseurs de portefeuille internationaux, dont les investisseurs institutionnels et les institutions à fort coefficient d'endettement, essentiellement les fonds de placement spéculatifs, représentent une source d'instabilité croissante des mouvements de capitaux dans les pays en développement. Il revient naturellement aux États et aux organismes de réglementation nationaux de définir la nature et l'étendue de leurs opérations sur leur territoire. Cependant, la transparence des investisseurs les aiderait largement à remplir leur fonction. L'exigence minimale requise est l'enregistrement auprès des autorités financières nationales. L'accès à l'information sur le degré et la nature de l'endettement, la taille et la composition des portefeuilles et les stratégies d'investissement de ces investisseurs seraient également des composantes très importantes pour les autorités financières des pays en développement et émergents pour réaliser une évaluation réaliste des risques encourus du fait de leur entrée sur les marchés des actifs intérieurs.

2. *Intervention et solutions en cas de crise*

Malgré les mesures qui sont susceptibles d'être prises pour imposer une discipline dans les pays importants et pour réglementer les institutions, instruments et marchés financiers de taille, il est fort probable que d'autres crises éclatent. Pour les pays dont la monnaie n'est pas une monnaie de réserve, essentiellement les pays en développement et émergents, les difficultés de balance des paiements et les crises d'endettement appelleront encore à l'intervention internationale, sauf lorsque des solutions régionales efficaces existent. Conformément au système en place, c'est au FMI qu'incombe cette responsabilité.

Cependant, il y a plusieurs questions litigieuses et sans réponse concernant l'intervention du FMI en temps de crise dans les pays émergents, notamment son objectif, son financement et les conditions auxquelles elle est assortie. Plusieurs pays développés et en développement ont exprimé leur mécontentement quant à la façon dont les interventions ont été dirigées et menées à la fin des années 90. Des

propositions d'amélioration ont été faites au sein et en dehors du Fonds, mais elles ont été mises de côté face à l'opposition des principaux actionnaires du FMI et la complaisance qu'a suscitée la relance rapide de la croissance de la plupart des pays touchés par les crises financières et la forte reprise des mouvements de capitaux au début de cette décennie.

Dans le passé, l'intervention du Fonds en temps de crise s'est essentiellement manifestée par l'injection de liquidités dans le but que les pays continuent de s'acquitter de leurs dettes aux créanciers privés et de maintenir la convertibilité du compte de capital et de prévenir les défauts de paiements, et était assortie d'un resserrement des politiques monétaire et budgétaire afin de restaurer la confiance. Le montant des plans de sauvetage a été de plusieurs fois supérieur aux limites acceptées et a souvent été associé à des contributions bilatérales de la part des plus grands pays industrialisés. Comme indiqué précédemment, la façon dont le FMI est récemment intervenue ne diverge pas beaucoup de ce schéma : la libéralisation des comptes de capital continue malgré les sorties rapides de capitaux et l'épuisement des réserves, la subordination de l'aide à une série de conditions à caractère procyclique persiste et le FMI dépend de plus en plus des fonds empruntés auprès de ses propres actionnaires.

Cette approche est inquiétante pour plusieurs raisons. Les politiques procycliques viennent s'ajouter à la contraction de l'activité économique résultant des bouleversements commerciaux et financiers externes, ce qui augmente le chômage et la pauvreté. Le fait que le financement du FMI repose sur ses principaux actionnaires accroît l'influence de ces derniers sur la conception de ses programmes et leur permet même de servir leurs intérêts nationaux, comme cela a été le cas en Corée pendant la crise de 1997. Plus important encore, le renflouement altère la discipline financière, crée un risque moral et encourage l'octroi de prêts imprudents, car les créanciers et les investisseurs n'ont pas la capacité de supporter les conséquences des risques qu'ils prennent. Ils ont transféré pratiquement toute la charge de la crise sur les débiteurs, en particulier les gouvernements des pays en développement et émergents qui sont souvent obligés d'assumer les engagements externes des débiteurs privés qui ne peuvent plus assurer le service de leurs dettes. En outre, l'intégrité financière du Fonds est compromise, surtout à mesure que les opérations augmentent en parallèle à la croissance rapide des prêts et des investissements transfrontaliers.

A mesure que ces problèmes sont devenus de plus en plus patents à la lumière des interventions du FMI dans les crises des années 90 et des années 2000, il a été proposé d'associer les créanciers et les investisseurs internationaux à la résolution des crises financières et de restreindre l'accès aux crédits du FMI en vue de le renforcer. Cette proposition a été supportée par certains pays du Groupe des Sept (G7), comme le Canada, le Royaume-Uni et l'Allemagne. Plusieurs systèmes facultatifs et obligatoires ont été suggérés pour y parvenir, y compris une restructuration provisoire des dettes et un contrôle temporaire des changes. Le Conseil d'administration du FMI a reconnu que « dans des cas extrêmes, s'il n'est pas possible d'arriver à un accord sur une restructuration concertée de la dette, les membres peuvent considérer qu'il est nécessaire, en dernier recours, d'imposer une suspension unilatérale des paiements », et que puisque « cette action risque d'entraîner une sortie de capitaux..., il pourrait s'avérer nécessaire de recourir à l'introduction d'un contrôle des changes et des opérations en capital plus complet », et a signalé son « assentiment à un moratoire

imposé par un membre...au moyen d'une décision... visant à prêter aux créanciers privés en situation d'arriérés ».²⁸

Le secrétariat du Fonds penchait également en faveur de la création d'un mécanisme officiel visant à impliquer les créanciers privés dans la résolution des crises de dette souveraine au moyen d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine. Il a considéré que les pays se heurtant à de graves difficultés de balance des paiements et de graves crises de dette souveraine pourraient « s'adresser au Fonds pour demander un moratoire temporaire de leur dette, pendant lequel ils négocieraient une restructuration de la dette avec leurs créanciers, étant donné l'assentiment du Fonds à cet angle d'attaque. Pendant cette période...le pays aurait à garantir à ses créanciers que les capitaux ne quittent pas le pays, ce qui impliquerait probablement l'imposition d'un contrôle provisoire des changes » (Krueger 2001 : p.7). Cependant, en raison de l'opposition des principaux actionnaires du FMI et des marchés financiers et du manque de soutien appuyé de la part de certains pays en développement, cette proposition a d'abord été affaiblie (une influence considérable a été accordée aux créanciers et les prévisions de restructuration ont été délaissées), puis abandonnée.

En réaction aux conséquences de la crise sur le commerce et les mouvements de capitaux dans les pays en développement et émergents, la communauté internationale a choisi d'établir un nouveau mécanisme, la LCM, pour permettre au Fonds de prêter de grandes quantités de liquidités à certains pays qui y sont éligibles selon des critères prédéfinis. Toutefois, cette décision n'a pas été accompagnée de mesures visant à prévenir des risques découlant du risque moral, du partage inégal de la charge de la crise et de la menace pesant sur l'intégrité financière du Fonds. Ce dernier point est une source de préoccupation particulière, car la majorité des membres du Fonds n'ont pas accès à cette ligne de crédit. C'est pourquoi il est capital de trouver des arrangements parallèles en vue d'associer les créanciers et les investisseurs privés à la résolution des difficultés de balance des paiements et des crises d'endettement des économies émergentes.

Ces arrangements doivent se fonder sur la reconnaissance du droit des pays où les sorties de capitaux sont massives et persistantes d'imposer provisoirement des restructurations de la dette et des contrôles des changes, et sur la prévision d'une protection juridique des débiteurs sous forme d'une suspension des poursuites. La décision d'instaurer un moratoire devrait se prendre unilatéralement par le pays concerné et devrait être approuvée par un groupe d'experts indépendants plutôt que par le FMI, car les pays que cela concernera sont des actionnaires du Fonds qui, lui-même, est un créancier. C'est sans aucun doute avec beaucoup de prudence et de circonspection que les pays recourront à des moratoires. Comme l'a fait remarquer l'ancien vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre, un « cadre bien agencé pour résoudre les problèmes de liquidité d'un État...ne serait pas plus susceptible d'inciter les débiteurs à ne pas honorer leurs engagements que la législation sur la faillite est susceptible d'inciter les sociétés débitrices à ne pas honorer leurs engagements » (Clementi, 2000).

²⁸ Pour une présentation de cette question concernant le FMI, voir Akyüz (2005 : p. 9-15).

Les crédits du Fonds devraient être axés sur les opérations du compte courant. De même, pour les pays où les sorties de capitaux sont massives et s'inscrivent dans la durée, l'accès aux prêts devrait être restreint (même si l'argent est fongible et qu'en pratique il n'est pas toujours possible d'identifier clairement quels sont les besoins auxquels répond un prêt particulier). Il se pourrait que le fait de prêter à des taux (sanctions) progressivement plus élevés, tel que semble être la pratique actuelle du Fonds, ne freine pas la demande de liquidités de la part des pays éligibles à la LCM. A la place, le Fonds devrait encourager l'implication des créanciers privés en recommandant, voire en exigeant, le recours provisoire à des moratoires et des contrôles des changes, lorsque cela est nécessaire.

Ces restrictions devraient être introduites que les problèmes de balance des paiements aient leur origine dans la dette privée ou souveraine ou dans la fuite rapide des investisseurs étrangers, ou qu'ils soient dus à des problèmes de liquidité ou de solvabilité, une distinction qui n'est pas toujours nette. Dans des cas où les pays montrent des signes apparents d'insolvabilité, les restrictions à l'accès aux prêts du FMI devraient être plus strictes, c'est-à-dire que les pays ne devraient pas contracter des prêts auprès d'organismes multilatéraux pour financer des dettes irrécouvrables dues aux créanciers privés, tel que cela s'est largement répandu au cours de la crise d'endettement des années 80 (Sachs 1998 : p.53).

Du fait qu'il n'existe pas de système juridique sur la renégociation des dettes qui ait été convenu multilatéralement, la pratique est *ad hoc* et désordonnée, et tend à être favorable aux créanciers. Très souvent, le FMI participe à la coordination et la résolution des difficultés rencontrées pour assurer le service de la dette, provenant de problèmes de solvabilité ou de liquidité, sur la base d'un programme d'ajustement convenu avec les pays débiteurs. En général, le Fonds tente d'arriver à un accord volontaire avec les créanciers, mais sa position est ambivalente : alors qu'il a une influence importante sur les États débiteurs, il est dans l'impossibilité d'imposer des termes et conditions appropriés aux créanciers. Même dans des contrats obligataires disposant de clauses d'action collective (CAC), les titulaires d'obligations peuvent attendre et opter pour un recours en justice afin d'obtenir un accord plus favorable. Un système de restructuration *ad hoc* comme celui-là a rarement garanti la viabilité de la dette des pays ayant des problèmes de solvabilité. Dans les cas où les difficultés pour assurer le service de la dette étaient dues à une pénurie de liquidités, un renouvellement des échéances à des taux majorés a soulagé les pays, mais cette mesure a été prise tardivement et n'a donc pas réussi à empêcher les dommages.²⁹

Les mécanismes multilatéraux pour restructurer la dette souveraine devraient être efficaces en ce sens qu'ils devraient tendre à contenir les dommages qu'occasionnent les difficultés pour assurer le service de la dette sur les débiteurs et encourager une relance et une croissance rapides, comme dans les procédures de faillite prévues dans nombre d'économies avancées, tel que le chapitre 11 de la loi américaine sur la faillite (*United States Bankruptcy Code*). Ils devraient également prévoir une juste répartition des responsabilités, c'est-à-dire faire en sorte que les

²⁹ Pour une présentation de la restructuration de la dette menée par le Fonds au cours des crises touchant les marchés émergents, voir Akyüz (2002).

créanciers supportent entièrement les conséquences des risques qu'ils ont pris, des risques qui ont déjà été compensés par de belles récompenses. Dans la mesure du possible, la restructuration de la dette, dont le renouvellement des échéances et l'annulation de la dette, devrait être négociée entre les débiteurs et les créanciers et compter sur l'introduction d'un renouvellement automatique des échéances et de CAC dans les contrats obligataires. Cependant, un système d'arbitrage impartial est nécessaire pour régler les différends pour les cas où aucun accord ne serait trouvé sur les termes de la restructuration.

Les procédures existantes concernant la renégociation de la dette publique doivent également être réformées. La prise de décision sur la restructuration desdites dettes est actuellement laissée à un groupe de créanciers, le Club de Paris, et est liée aux programmes d'ajustement structurel du FMI et à ses évaluations de viabilité de la dette. La viabilité de la dette est souvent examinée en fonction du montant de la dette et du service de la dette qu'un pays peut supporter sans prendre en compte les conséquences sur le développement et la pauvreté. En outre, les considérations politiques dominent souvent les résultats des mesures d'allègement de la dette. Il est préférable de dissocier du FMI la restructuration de la dette publique et de confier l'analyse de la viabilité de la dette à un groupe d'experts indépendants, nommé avec le consentement des débiteurs. Le Fonds, la Banque mondiale et les organismes des Nations Unies pourraient apporter de leur expérience à ce processus dans leur domaine de travail respectif. Les pays débiteurs devraient également être autorisés à soumettre leur propre analyse sur la viabilité de la dette. De même, il faudrait réfléchir sur la mise en place d'un système d'arbitrage impartial des différends sur la dette publique à la lumière du chapitre 9 de la loi américaine sur la faillite qui porte sur les débiteurs publics et applique les mêmes principes que ceux du chapitre 11.³⁰

D. Récapitulatif des conclusions tirées et des propositions formulées

1. Mesures d'urgence

- a. Les pays en développement et émergents ne devraient pas supporter les contraintes qu'implique le fait de se prémunir des retombées d'une crise de laquelle ils ne peuvent être tenus pour responsables.
- b. Les pays en développement et émergents ayant des difficultés de balance des paiements ne devraient pas se voir refuser le droit de recourir à des mesures commerciales légitimes visant à atténuer les conséquences de la crise sur l'emploi, les revenus et la pauvreté. Ces mesures ne devraient pas être assimilées à des restrictions et des subventions à l'importation mises en place dans les économies avancées ne présentant pas de difficultés du même ordre.
- c. Il faudrait encourager les pays en développement et émergents à recourir provisoirement à des restrictions sur le compte des opérations en capital et

³⁰ Pour une analyse raisonnée des procédures internationales d'insolvabilité du chapitre 9, voir Raffer (1993).

à des moratoires sur la dette en vue d'arrêter les sorties de capitaux massives qui s'inscrivent dans la durée. Le FMI devrait, le cas échéant, soutenir ces mesures au moyen de crédits octroyés aux pays en situation d'arriérés.

- d. Tout financement additionnel dont auraient besoin les pays en développement et émergents pour prendre des mesures en réaction aux bouleversements découlant de la crise devrait être inconditionnel, à moindre coût et/ou ne pas entraîner de nouvel endettement. Pour cela, il est préférable qu'ils reçoivent des allocations de DTS plutôt que des subventions ou des prêts du FMI financés par des emprunts bilatéraux obtenus auprès de ses actionnaires :
- Une allocation unique de DTS aux pays à faible revenu en fonction de leur besoin, dont les frais d'intérêts des tirages seraient financés en interne par le FMI.
 - Une importante allocation de DTS réversible aux autres pays en développement et émergents.
- e. Les pays à faible revenu devraient demander un moratoire sur le service de la dette aux créanciers publics, dont les institutions de Bretton Woods, qui n'engendre pas de coûts supplémentaires.

2. Prévention des crises : la surveillance multilatérale des politiques

- a. Il importe de considérablement améliorer l'efficacité, l'équité et la qualité de la surveillance qu'exerce le FMI sur les politiques macroéconomiques, financières et de taux de change. Cela est indispensable pour garantir que les pays importants observent une discipline politique multilatérale plus forte et pour qu'à cet égard il y ait une plus grande cohérence entre le commerce et les finances. Des progrès sont également nécessaires en matière d'alerte rapide des risques d'instabilité macroéconomique et financière.
- b. La réalisation de ces objectifs dépend énormément de la résolution des défaillances de la gouvernance du Fonds. Dans l'état actuel des choses, il y a un conflit d'intérêts dans lequel les administrateurs se prononcent sur la surveillance des politiques des pays qu'ils représentent. Pour remédier à ce problème, les activités de surveillance pourraient être dissociées des décisions en matière de prêts, et être confiées à un organe indépendant.

3. Prévention des crises : système de réserves international

- a. Le système actuel de réserves reposant sur plusieurs monnaies mais centré sur le dollar est fortement instable. C'est un système qui revient très cher aux pays en développement et émergents qui sont obligés de conserver d'importants stocks de réserves en guise de prévention aux détriments de la croissance et du développement. Un système ne reposant pas sur les monnaies nationales devrait lui substituer.

- c. Un système de réserves basé sur le DTS semble être la solution la plus viable. A cet effet, il est indispensable de fondamentalement changer la façon d'allouer et d'utiliser les DTS.
- d. Il faudrait avant tout faire du FMI une organisation basée sur le DTS en lui permettant de s'allouer des DTS à lui-même pour remplacer les quotes-parts, les AGE et les NAE et que le DTS devienne son unique source de financement. La gouvernance du FMI en serait d'autant plus améliorée que le financement du Fonds ne dépendrait plus des plus grands pays. Les allocations de DTS pourraient se faire en fonction de la croissance du commerce mondial de façon anticyclique. De même, des limites d'accès inconditionnelles devraient être redéfinies et considérablement élargies.
- e. A la place, on pourrait mettre en place un système permettant de remplacer les avoirs en monnaies de réserve existants par des DTS sans causer de perturbations sur les marchés monétaires. Cette opération pourrait se faire au moyen d'un compte de substitution au FMI, dont la création a longuement été débattue au cours de deux périodes marquées par une importante dévaluation du dollar, au début des années 70 et 80.
- f. Cependant, il faut faire preuve de prudence dans cette entreprise, en particulier pour garantir que le FMI et donc ses pays membres pauvres n'aient pas à supporter les risques liés aux taux de change et que le DTS ne devienne pas un nouvel instrument de spéculation.

4. Prévention des crises : réglementation des marchés financiers internationaux

- a. Le principe sur lequel les pays en développement et émergents pourraient se fonder pour réglementer les institutions, les marchés et les instruments financiers serait celui de préserver une autonomie d'action nationale suffisante, tout en réduisant leur vulnérabilité à l'instabilité et aux crises financières par la réglementation et la supervision des organismes internationaux ayant des activités transfrontalières.
- b. La création d'un organisme international suprême qui aurait une autorité réglementaire et de surveillance à part entière n'est ni réaliste, ni souhaitable. Il en va de même de la construction d'une réplique de l'OMC dans le domaine de la finance, qui prévoirait des accords multilatéraux à caractère contraignant sur des règlements et des normes que les gouvernements devraient appliquer, ainsi que des sanctions pour non-observation des règles.
- c. Dans un système comme celui-là, les pays pourraient perdre leur autonomie et être mis dans un moule universel. En outre, il y a un risque que le processus destiné à élargir la portée de la gouvernance mondiale de la finance finisse par étendre au monde entier l'empire des marchés financiers, ce qui obligerait les pays en développement et émergents à ouvrir bien plus que nécessaire leurs marchés aux services financiers.

- d. Pour évaluer les diverses propositions de réforme concernant la réglementation des institutions et des marchés financiers mondiaux, les pays en développement et émergents devraient prêter une attention particulière à ce que ces propositions pourraient leur apporter en termes de réduction de vulnérabilité :
- réduction du caractère procyclique des prêts bancaires internationaux accordés aux pays en développement et émergents ;
 - atténuation du parti pris contre les pays en développement et émergents des agences de notation internationales et le caractère procyclique de leurs notations ;
 - amélioration de la qualité des actifs dans lesquels les pays en développement et émergents investissent leurs réserves et leur épargne privée ;
 - amélioration de l'information sur les investisseurs de portefeuille internationaux dans les pays en développement et émergents.
- e. Les pays en développement et émergents devraient également refuser de donner un plus grand rôle au FMI dans la surveillance et le suivi financier, avant d'entreprendre un examen approfondi des raisons pour lesquelles ses activités liées au RONC et au PESF ont été très inefficaces et avant de réformer ces deux activités de façon appropriée.

5. *Intervention et solutions en cas de crise*

- a. Les liquidités internationales fournies par le FMI ne devraient pas être assorties de conditions structurelles, ni d'ajustements de politiques macroéconomiques lorsque les déséquilibres de la balance des paiements sont dus à des bouleversements exogènes provisoires sur lesquels le pays emprunteur n'a aucune prise.
- b. Le sauvetage, opéré par le FMI, des prêteurs et des investisseurs internationaux des pays subissant de rapides sorties de capitaux altère la discipline financière, encourage les prêts imprudents, transmet la charge de la crise sur les débiteurs et menace l'intégrité financière du Fonds. Le FMI ne devrait pas financer les sorties de capitaux massives et persistantes, mais encourager l'implication des créanciers et des investisseurs privés dans la résolution des déséquilibres de la balance des paiements et des crises d'endettement dans les économies émergentes.
- c. Les pays supportant des sorties de capitaux massives et persistantes devraient avoir le droit de recourir provisoirement à un moratoire sur la dette et un contrôle des changes. De même, ils devraient bénéficier d'une protection juridique sous forme de suspension des poursuites.
- d. Dans la mesure du possible, la restructuration de la dette souveraine devrait se faire sur la base de négociations menées avec les créanciers privés et compter

sur l'introduction d'un renouvellement des échéances et de CAC dans les contrats obligataires. Cependant, il importe de mettre en place un système international d'arbitrage impartial pour régler les différends sur la dette souveraine.

- e. L'analyse de viabilité de la dette dans le cadre de la restructuration de la dette publique ne devrait plus incomber au FMI, mais à un groupe d'experts indépendants. Il faudrait réfléchir sur la création d'un système d'arbitrage en matière de restructuration de la dette publique des pays en développement et émergents.

6. *Autres axes de réforme du FMI*

- a. Plusieurs des mesures qui ont été présentées précédemment visant à réduire les possibilités de crise financière ayant des répercussions d'ordre mondial et à assurer une meilleure intervention en cas de crise doivent s'accompagner de changements fondamentaux au sein du FMI. D'autres réformes doivent être entreprises, en particulier concernant sa gouvernance et son mandat, en vue de renforcer son efficacité et son bien-fondé.

- b. De nombreux débats ont déjà eu lieu sur les défaillances de la gouvernance du Fonds dans plusieurs domaines, dont la nomination de son directeur général, la répartition des droits de vote, la transparence et le respect des obligations, sur lesquels aucun autre commentaire ne mérite d'être fait ici. Cependant, il convient de souligner que des réformes qui ont été présentées précédemment dans au moins deux domaines seraient bien plus susceptibles d'améliorer la gouvernance du Fonds que les changements qui ont été mis en avant dans les débats publics :

- la fin de la dépendance du FMI par rapport à ses actionnaires en tant que sources de financement assuré par les quotes-parts et des prêts bilatéraux (AGE et NAE) pour que le Fonds devienne une institution financée par le DTS.
- la séparation des activités de surveillance et d'octroi de prêts au titre de programmes, de façon à ce que la surveillance incombe à des autorités indépendantes de leur gouvernement et qui ne prennent pas part aux décisions en matière de prêts.

- c. Le Fonds doit se centrer sur sa principale responsabilité qui est de maintenir la stabilité financière et monétaire internationale. Par conséquent :

- Il devrait rester en dehors du financement du développement, des politiques de développement et de la lutte contre la pauvreté, car c'est une diversion injustifiée et ce sont des domaines d'action des banques multilatérales de développement. Tous les mécanismes créés à cet effet devraient être transférés à la Banque mondiale en même temps que le Fonds met un terme à ses activités liées au développement et aux prêts à long terme.

- De même, il ne devrait pas s'immiscer dans les politiques commerciales. Ses tentatives de promotion de libéralisation commerciale unilatérale dans les pays en développement et émergents tirant sur ses ressources réduisent le pouvoir de négociation de ces pays dans les négociations commerciales multilatérales. Dans ce domaine, sa mission première est de garantir une situation commerciale mondiale qui soit prévisible en aidant à assurer la stabilité des balances des paiements et des taux de change.

Bibliographie

- Akyüz, Y., Cornford A. (2002). Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system. In Deepak Nayyar, ed., *Governing Globalization*. New York, Oxford University Press.
- Akyüz, Y. (ed.) (2002). *Reforming the Global Financial Architecture; Issues and Proposals*. Zed Books, Londres.
- Akyüz, Y. (2005). Reforming the IMF: Back to the Drawing Board. *Document de travail n° 38 - Série G-24*. CNUCED. Genève.
- Akyüz, Y. (2008a). The Current Global Financial Turmoil and Asian Developing Countries. *ESCAP Series on Inclusive & Sustainable Development 2* ; également réimprimé dans *TWN Global Economy Series 11*.
- Akyüz, Y. (2008b). Managing Financial Instability in Emerging Markets: A Keynesian Perspective. *METU Studies in Development*, 35(10).
- Balls, Edward. (2003). Preventing Financial Crises: The Case for Independent IMF Surveillance. Intervention faite à l'Institute for International Economics. Washington, D.C. 6 mars.
- Banque mondiale (2009). *Swimming Against the Tide: How Developing Countries Are Coping With The Global Crisis*. Document d'information établi par la Banque mondiale pour la réunion des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales du G20, Royaume Uni, mars 13-14.
- Bergsten, C.F. (2007a). How to Solve the Problem of the Dollar. *Financial Times*, 11 décembre.
- Bergsten, C.F. (2007b). Objections Do Not Invalidate Substitution Account Benefits. *Financial Times*, 29 décembre.
- Bergsten, C.F. (2009). We Should Listen to Beijing's Currency Idea. *Financial Times*, 8 avril.
- Boughton, J.M. (2001). *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-89*. FMI, Washington, D.C.
- Boughton, J.M. (2007). Third Time Lucky for Scheme to Support Dollar?. *Financial Times*, 14 décembre.
- Clementi, D. (2000). Crisis Prevention and Resolution – Two Aspects of Financial Stability.” *BIS Review*, 11 septembre.
- CNUCED RCD (Articles variés). *Rapport sur le commerce et le développement*. Nations Unies : Genève.
- CNUCED (2009). Un moratoire provisoire sur la dette s'impose pour certains pays pauvres, selon le Secrétaire Général de la CNUCED. Communiqué de presse PR/2009/013 de la CNUCED. Genève.
- Cornford, Andrew. (2002). Standards and Regulations. In Y. (ed.), *Reforming the Global Financial Architecture. Issues and Proposals*. Londres : Zed Books.

- Eatwell, J. et L. Taylor (1998). Why We Need a World Financial Authority. *Wider Angle* 2/98. WIDER, Helsinki.
- Eatwell, J. et L. Taylor (2000) Global finance at risk: the case for international regulation. Cambridge : Polity Press.
- Eichengreen, B. (2008). Not a New Bretton Woods but a New Bretton Woods process. In B. Eichengreen et R. Baldwin (eds.), *What G20 Leaders Must Do to Stabilise Our Economy and Fix the Financial System* [en ligne]. Centre for Economic Policy Research, Londres.
Disponible sur : www.voxeu.org.
- Eichengreen, B. et R. Baldwin (eds.) (2008). *What G20 Leaders Must Do to Stabilise Our Economy and Fix the Financial System* [en ligne]. Centre for Economic Policy Research, Londres. Disponible sur : www.voxeu.org.
- FMI/GEI (Groupe d'experts indépendants du FMI). (1999). *External Evaluation of IMF Surveillance*. Rapport d'un groupe d'experts indépendants. Washington, D.C.
- FMI (1998). Interim Committee Communiqué. 16 avril. Washington, D.C.
- FMI (2005). *United States: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation*. 30 juin. Washington, D.C.
- FMI (2006). *United States: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation*. 30 juin. Washington, D.C.
- FMI (2007a). *United States: Staff Report for the 2007 Article IV Consultation*. 11 juillet. Washington, D.C.
- FMI (2007b). *Iceland: Staff Report for the 2007 Article IV Consultation*. 26 juillet. Washington, D.C.
- FMI (2009a). *Review of Fund Facilities- Analytical Basis for Fund Lending and Reform Options*. 6 février, Washington, D.C.
- FMI (2009b). *World Economic Outlook*. Avril. Washington, D.C.
- FMI (2009c). Communiqué du Comité monétaire et financier international du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international. Communiqué de presse n° 09/139. 25 avril, Washington, D.C.
- Gamberoni, E. et R. Newfarmer (2009). Trade Protection: Incipient but Worrisome Trends [en ligne]. 4 mars.
Disponible sur : www.voxeu.org.
- Giles, C. (2009). Large Numbers Hide Big G20 Divisions. *Financial Times*, 2 avril.
- G30 (Groupe des Trente) (2008). *Financial Reform. A Framework for Financial Stability* [en ligne]. Washington, D.C.
Disponible sur : www.group30.org.
- G20 (Groupe des Vingt) (2009a). *Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency* [en ligne]. Rapport final du groupe de travail 1.

Disponible sur : www.g20.org.

G20 (2009b). *Reinforcing International Cooperation and Promoting Integrity in Financial Market* [en ligne]. Rapport final du groupe de travail 2.

Disponible sur : www.g20.org.

G20 (2009c). *The Global Plan for Recovery and Reform* [en ligne]. Communiqué du Sommet du G20, Londres, 2 avril.

Disponible sur : www.g20.org.

Kenen, P.B. (2005). Stabilizing the International Monetary System. *Journal of Policy Modelling*, 27(4), juin : 487-93

Khor, M. (2009). Reality behind the Hype of the G20 Summit. TWN Info Services on Finance and Development [en ligne], 7 avril.

Disponible sur : www.twinside.org.sg.

Krueger, Anne O. (2001). International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. Discours prononcé lors du dîner annuel des membres du National Economists Club. Washington, DC. American Enterprise Institute, 26 novembre.

Monbiot, G. (2008). Keynes is Innocent: The Toxic Spawn of Bretton Woods was no Plan of His. *The Guardian*, 18 novembre.

Polak, J.J. et P.B. Clark (2006). Reducing the Costs of Holding Reserves. A New Perspective on Special Drawing Rights. In I. Kaul et P. Conceição (eds.). *The New Public Finance. Responding to Global Challenges*. New York : Oxford University Press.

Raffer, K. (1993). What's Good for the United States Must be Good for the World: Advocating an International Chapter 9 Insolvency. In *From Cancún to Vienna. International Development in a New World*. Bruno Kreisky Forum for International Dialogue. Vienne.

Sachs, J.D. (1998). External Debt, Structural Adjustment and Economic Growth. In *International Monetary and Financial Issues for the 1990s. Vol. IX*. CNUCED, Genève.

Schneider, B. (2005). Do Global Standards and Codes Prevent Financial Crises? Some Proposals on Modifying the Standards-based Approach. Document de travail n°177 de la CNUCED. Genève.

Schneider, B. et S. Silva. (2002). *Conference Report on International Standards and Codes: The Developing Country Perspective*. Conférence tenue le 21 juin 2002 au Secrétariat du Commonwealth. Overseas Development Institute : Londres.

Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*. Yale University Press.

TWN (Third World Network) (2009). The IMF's Financial Crisis Loans: No Change in Conditionality.[en ligne] 11 mars.

Disponible sur : www.twinside.org.sg.

Zhou X. (2009). Reform the International Monetary System. Banque populaire de Chine, 23 mars. Disponible sur : www.pbc.gov.cn/english.