



# La politique financière nationale dans les pays en développement

Par **Yılmaz Akyüz**

**Économiste en chef, Centre Sud**

La récurrence des crises financières dans les économies émergentes et avancées a soulevé une question essentielle : comment faire en sorte que les marchés financiers et les institutions financières servent la croissance et le développement et qu'ils cessent d'être une source constante d'instabilité et de perturbations en favorisant l'intérêt individuel ? Il ne s'agit pas seulement de savoir quelle est la meilleure manière de réglementer les institutions et les marchés déjà en place, mais aussi de savoir comment les restructurer et les organiser.

Au début des années 1980, la plupart des économies en développement et émergentes ont libéralisé les marchés financiers nationaux et réformer leurs institutions à grands pas, en levant les contrôles sur les taux de change et l'attribution de crédits, en privatisant les banques publiques et en autorisant l'entrée des fournisseurs étrangers de services financiers dans le secteur bancaire et des assurances. Beaucoup d'entre eux, y compris plusieurs pays africains dont le niveau d'industrialisation et de développement était rudimentaire, visaient également à mettre en place et étendre des marchés boursiers sur le modèle du système anglo-américain de financement de marché, avant même de disposer d'un système bancaire moderne, capable d'appuyer l'industrialisation et le développement. Le secteur public est passé presque partout du financement direct au financement indirect, mais la discipline de marché n'a réussi ni à améliorer la discipline budgétaire, ni à limiter les déficits publics. Au contraire, la dette publique a rapidement crû dans de nombreux États.

En outre, la libéralisation des mouvements de capitaux s'est généralisée, ce qui a ouvert la porte à presque tous les types de capitaux venant des non-résidents. Les marchés intérieurs des actions et de la dette se sont de plus en plus ouverts aux étrangers afin d'offrir aux secteurs publics et privés des sources extérieures de financement et de consolider ces marchés dans l'espoir que cela contribue fortement à la stabilité et la croissance. Plus

récemment, plusieurs pays ont aussi libéralisé l'investissement à l'étranger des résidents, en partie pour relâcher la pression que la poussée des entrées de capitaux a exercée sur les monnaies et la balance des paiements.

Dans les économies en développement et émergentes où l'État intervient fortement dans le système financier, ce que les économistes orthodoxes appellent « la répression financière », le bilan, en termes de stabilité et de croissance, est mitigé. Alors que plusieurs pays affichaient de mauvais résultats en termes de déficits publics, d'inflation, d'épargne, d'investissement et de croissance, certains ont fait exception, notamment parmi les pays de l'Asie de l'Est tardivement industrialisés. De la même manière, le Japon et beaucoup d'autres économies avancées où le contrôle financier a été plus ou moins important dans les décennies qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale ont joui d'une croissance rapide et stable. À titre d'exemple, aux États-Unis, jusqu'en 1980, la Réglementation « Q » a interdit la rémunération sur les dépôts à vue et a plafonné les taux d'intérêt des dépôts d'épargne ; l'épargne des particuliers était plus conséquente qu'au cours de la période qui a suivi, caractérisée par la libéralisation financière et la financiarisation, autrement dit par la croissance rapide des activités financières et des revenus par rapport à l'économie réelle. À présent, plusieurs économies en développement et émergentes dont la croissance est rapide, comme la Chine et l'Inde, continuent d'appliquer des mesures propres à un système de contrôle rigoureux des institutions et des marchés financiers. Dans ces pays, l'épargne et l'investissement se portent beaucoup mieux que dans beaucoup d'autres économies en développement et émergentes dont les systèmes financiers sont fortement libéralisés.

Il n'est pas démontré qu'il existe un lien étroit entre l'intensité financière d'une économie et son taux de croissance. À l'inverse, la libéralisation financière excès-

sive a véritablement aggravé l'instabilité macroéconomique et financière dans presque tous les pays, tout comme elle a compromis la capacité des États des économies en développement et émergentes à recourir à des politiques financières encourageant l'industrialisation et le développement. La balance s'est beaucoup trop déséquilibrée, car plus la libéralisation s'accélérait plus les avantages que présentait l'ouverture des marchés financiers s'estompaient. Il est désormais nécessaire de trouver le juste équilibre entre l'intervention de l'État et la libéralisation des marchés financiers afin de garantir plus de stabilité, ainsi que la durabilité de l'industrialisation et de la croissance. C'est pourquoi, au moins cinq éléments essentiels doivent être examinés, au regard de la récente expérience des économies émergentes et des économies avancées : les avantages et les inconvénients des systèmes financiers dominés par les banques et ceux dominés par les marchés ; le rôle des banques publiques ; l'intervention de l'État dans le secteur des banques privées ; le rôle et l'influence des banques étrangères ; et la libéralisation des mouvements de capitaux.

#### **Le pour et le contre d'un système financier dominé par les banques et de celui dominé par les marchés**

Dans un premier temps, il s'agit de savoir si les économies en développement et émergentes devraient s'attacher à développer et à moderniser leurs banques sur le modèle du système germano-japonais dominé par les banques ou s'ils devraient s'attacher à faire la promotion du financement direct par l'intermédiaire des marchés des titres sur le modèle du système anglo-américain de financement de marché. Dans le système de financement bancaire, les banques octroient des prêts à long terme aux entreprises ; par conséquent, ce système requiert que les banques détiennent des réserves conséquentes pour couvrir les risques d'insolvabilité. À l'inverse, dans le système financier dominé par les marchés, les banques privilégient les prêts à court-terme ; par conséquent, elles n'ont besoin que de réserves raisonnables et d'un accès au financement de bailleurs de fonds de dernier recours en cas de crise de liquidité, tandis que l'investissement des entreprises dépend essentiellement de l'émission d'actions. Nombreux sont ceux qui affirment que le système dominé par les banques permet à ces dernières de mieux contrôler les entreprises et à l'État de mieux contrôler les banques, qu'il donne à de plus grandes couches de la société un accès au financement et qu'il répartit les richesses plus équitablement. Cependant, les marchés boursiers sont réputés offrir davantage de possibilités de ventiler les risques et offrent plus d'options de contrôle aux actionnaires, mais ils alimentent le court-

termisme.

L'expérience montre que le système dominé par les banques est plus stable, bien qu'il y ait déjà eu de graves cas d'instabilité et de crises bancaires. La crise bancaire japonaise qui a commencé à la fin des années 1990 est un exemple connu. La crise a été causée par l'octroi massif de prêts adossés à des actifs à des sociétés privées pour financer des investissements démesurés et non viables. Il aura fallu au moins 10 ans au pays pour s'en remettre. La crise qui a frappé la République de Corée en 1997 est un autre exemple. Les vastes emprunts à court terme que les banques ont contracté à l'étranger pour financer l'expansion mondiale des *chaebols* en sont les principales causes. Une situation similaire s'est produite en 2008, bien que la crise ait été bien moins sévère grâce à l'existence d'importantes réserves.

Après l'éclatement de la crise des prêts hypothécaires à risque, l'idée qu'« une page a été tournée » en ce qui concerne le modèle anglo-saxon a vu le jour (Conférence de presse de Nicolas Sarkozy au terme du sommet de Londres du Groupe des Vingt en avril 2009). Or, en réalité, en abrogeant la loi Glass Steagall en 1999, les États-Unis s'étaient engagés dans un modèle bancaire universel, en prêtant à long terme, en titrisant et en commercialisant leurs créances illiquides et non négociables. Les banques allemandes avaient toutefois investi significativement dans les avoirs toxiques produits pendant la bulle des prêts hypothécaires à risque et ont, par conséquent, accusé de lourdes pertes. Qui plus est, le système européen dominé par les banques s'est retrouvé dans une situation très difficile à cause des prêts qui avaient été octroyés en masse et rapidement pour soutenir l'investissement spéculatif privé dans l'immobilier et combler les déficits budgétaires croissants de certains pays de la périphérie. Il ne fait aucun doute que les économies en développement et émergentes peuvent en tirer des enseignements utiles pour organiser et réglementer leurs systèmes financiers.

#### **Le rôle des banques publiques**

Malgré la privatisation généralisée, les banques publiques continuent de détenir des positions proéminentes dans plusieurs économies en développement et émergentes, y compris les plus grandes économies émergentes comme le Brésil, la Chine et l'Inde. Dans des économies avancées aussi, comme la France, la présence de l'État dans le secteur bancaire continue d'être importante. En outre, à la suite de plans de sauvetage qui ont dû être mis en place pendant des crises financières, l'État est devenu, dans plusieurs pays, un actionnaire majoritaire dans des banques auparavant privées. Parmi les États concernés se trouvent non seulement des pays en développement touchés par

des crises financières et de la balance des paiements dans les années 1990 et au début des années 2000 (par exemple, la Malaisie et la Turquie), mais aussi certaines économies avancées comme le Royaume-Uni où l'État est le principal actionnaire de la Northern Rock et de la Royal Bank of Scotland.

La privatisation a toujours été vantée sous prétexte que les banques publiques sont inefficaces, prodigues et qu'elles font l'objet de récupération politique. Cependant, vu la récurrence des crises impliquant les banques privées, il est de l'avis général que ce qui est avantageux dans le privé ne se veut pas nécessairement efficace socialement et que la prodigalité et la récupération politique ne sont pas l'apanage des banques publiques. En effet, les banques privées et publiques semblent à présent avoir trouvé un *modus vivendi*, et dans certaines économies émergentes et en développement les banques publiques sont désormais considérées plus sûres que les banques privées ; les particuliers ont d'ailleurs transféré leurs dépôts des banques privées aux banques publiques pendant la dernière crise (voir [The Economist](#), 13 mai 2010).

Les banques publiques présentent trois avantages par rapport aux banques privées. D'abord, elles offrent la possibilité d'accélérer l'industrialisation et le développement en octroyant des prêts à des conditions appropriées aux secteurs qui ont le potentiel de contribuer au développement général. Ensuite, elles peuvent fournir des services financiers à toutes les couches de la société, y compris les pauvres et les personnes travaillant pour leur compte dans les zones rurales et urbaines et les petites et moyennes entreprises (PME). Pour garantir l'efficacité des banques publiques, il faut trouver un certain équilibre entre le soutien fourni et les résultats obtenus et identifier clairement les éléments de subvention dans les crédits et dans le projet de budget. Enfin, les banques publiques ont montré qu'elles sont plus efficaces pour fournir du financement anticyclique pendant le récent repli économique causé par la crise des prêts hypothécaires à risque.

Il est toutefois vrai que, dans les économies en développement et émergentes, les prêts consentis par les banques publiques sont exposés aux cycles politiques, l'octroi de crédit augmentant rapidement pendant les périodes électorales même lorsque les conditions macroéconomiques ne le justifient pas. L'enjeu principal est donc de savoir comment garantir que les banques publiques remplissent leur fonction de prêteurs anticycliques, pour tous et à des fins de développement et qu'elles ne soient pas soumises aux cycles politiques et à la quête du profit.

### Intervention de l'État dans les banques privées

La nationalisation ne garantit pas toujours que toutes les fonctions décrites précédemment soient remplies de manière efficace. Au Japon, même sans nationaliser, l'État exerce un contrôle considérable sur le système bancaire à l'aide de pressions morales, entre autres, dans son objectif de développement industriel. En effet, les pays d'Asie de l'Est tardivement industrialisés ont adopté des politiques favorisant l'octroi de crédits propices à l'industrialisation par les banques privées, en appliquant un contrôle administratif, en recourant aux subventions croisées et en ménageant des facilités. Toutefois, dans de nombreux cas, l'intervention sur les marchés du crédit avait pour but de fournir des moyens de financement peu coûteux au secteur public en contrôlant les taux d'intérêt et en obligeant les banques à détenir des obligations à coupon-zéro.

Ce type de contrôle était courant jusque dans les années 1980, tant dans les économies en développement et émergentes que dans les économies avancées. On estime que les restrictions appliquées aux taux d'intérêt ont contribué pour une grande part à réduire la dette publique américaine et britannique contractée pendant la guerre entre 1945 et 1980. Les récentes interventions des États de plusieurs économies avancées s'inscrivent dans cette perspective. La hausse des acquisitions de bons d'État par les banques centrales, les taux d'intérêt réels négatifs, le relèvement du seuil de liquidités devant être détenues sous forme de titres d'État et la législation obligeant les fonds de pension à détenir des bons d'État sont autant de mesures annonçant le retour de la répression financière dans les économies avancées (voir, FMI, [Finance and Development](#), juin 2011). Il n'en reste pas moins que ces mesures ont été mises en place non pas par conviction idéologique, mais pour résoudre le problème de la hausse de la dette publique à cause des plans de sauvetage et des politiques anticycliques qui ont dû être adoptés pour lutter contre les crises financières provoquées par l'emprunt et l'investissement spéculatifs des banques privées.

L'exemple américain des services bancaires destinés aux communautés locales peut aussi montrer aux économies en développement et émergentes comment faire en sorte qu'un système dominé par les banques privées contribue à promouvoir le financement pour tous. Jusqu'en 1980, la loi américaine restreignait la diversification géographique des activités des banques privées. C'est pourquoi, les banques ont dû se tourner vers les communautés locales où elles étaient implantées, et concéder un grand part de leurs crédits aux communautés auprès desquelles elles collectaient leur épargne. Ces restrictions ont été levées après les années 1980, ce qui a conduit à la concentration rapide du secteur bancaire, un facteur qui,

pour beaucoup, a largement contribué à la crise des prêts hypothécaires à risque.

La loi américaine de 1977 sur le réinvestissement communautaire (*Community Reinvestment Act of 1977*) a elle-aussi favorisé les services financiers aux communautés locales aux États-Unis ; elle encourageait les banques de dépôt et les caisses d'épargne à faire des prêts à toutes les couches de la société, en particulier dans les zones à revenu faible et intermédiaire. D'aucuns ont dit que les prêts concédés au titre de cette loi, ainsi que les prêts immobiliers octroyés par des organismes administrés par l'État, comme Fannie Mae et Freddie Mac, étaient responsables de la crise des prêts hypothécaires à risque ; or, les études réalisées par la Réserve fédérale (Fed) et la Banque des règlements internationaux (BRI) n'ont pu établir aucune responsabilité de la loi sur les réinvestissements communautaires. Néanmoins, les mesures visant à protéger toutes les couches de la société ont permis aux banques de prêter imprudemment sans être surveillées de près. Des leçons peuvent donc être tirées de ces expériences pour éviter que les efforts pour fournir des services financiers à toutes les couches de la société ne deviennent une source d'instabilité.

### Les banques étrangères

L'entrée des banques étrangères dans les économies en développement et émergentes est souvent promue pour deux raisons principales. Premièrement, en apportant leur savoir-faire et leur technologie et en créant de la concurrence, les banques étrangères pourraient accroître l'efficacité du système bancaire, en améliorant les services financiers et en réduisant les marges bénéficiaires. Deuxièmement, la présence accrue des banques étrangères est censée élargir l'accès des économies en développement et émergentes aux marchés financiers internationaux et les rendre plus résistantes aux chocs financiers externes. Ces éléments ont sans aucun doute contribué à ce que les économies en développement et émergentes prennent des engagements relatifs au commerce des services financiers au titre des négociations de l'Accord général sur le commerce des services (AGCS) à l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

Cependant, il est de l'avis général que la présence des banques étrangères dans les économies en développement et émergentes alimente les opérations d'arbitrage réglementaire. Les banques en question ont la possibilité de transférer des dépôts et des prêts importants à l'étranger afin de bénéficier de réglementations plus indulgentes. En général, elles se consacrent aux activités rentables telles que les crédits commer-

ciaux, les prêts sur cartes de crédit et les prêts aux grandes entreprises, laissant les activités moins rentables et les emprunteurs plus faibles, dont les PME, aux banques nationales.

En revanche, une forte présence des banques étrangères dans les économies en développement et émergentes pourrait les exposer davantage aux chocs financiers externes. Les expériences récentes en la matière des pays d'Europe centrale et de l'Est sont riches d'enseignements. Les banques étrangères dominent le système bancaire de plusieurs pays de cette région (BRI, Papers 54). Ces banques ont octroyé de très nombreux prêts spéculatifs sur écart de rendement (*carry trade*) avant la crise mondiale, en finançant à l'étranger les prêts accordés dans leur pays, profitant ainsi de grandes marges d'arbitrage (Akyüz, Y., *Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: Will the Current Boom End With a Bust?*, Rapport de recherche 37, mars 2011). Lorsque la crise des prêts hypothécaires à risque a éclaté et que les banques des économies avancées ont manqué de liquidités, ces filiales ont servi de vecteurs aux sorties de capitaux destinés à aider leurs sociétés mères. Les difficultés de paiement qu'ont rencontré plusieurs pays de la région par la suite ont nécessité l'intervention internationale qui a mis à contribution le FMI et la Commission européenne, au titre de l'initiative de Vienne, et qui était soumise à des séries de conditions procycliques.

Les avantages et les inconvénients de l'ouverture des marchés aux banques étrangères doivent être évalués en comparant son efficacité, ses effets sur l'exposition aux chocs externes et les opérations d'arbitrage réglementaire, afin d'en tirer des leçons. Il est aussi nécessaire que les économies en développement et émergentes développent une stratégie de négociation viable en ce qui concerne l'AGCS de l'OMC.

### Libéralisation des mouvements de capitaux

Comme pour la libéralisation financière nationale, il n'existe pas de lien entre la libéralisation des mouvements de capitaux et la croissance économique. À l'inverse, il est de plus en plus évident que la libéralisation des mouvements de capitaux tend à accroître l'exposition à l'instabilité financière à cause des fortes variations des mouvements de capitaux et de la propagation financière à l'échelle internationale. Pourtant, malgré les crises à répétition causées par l'inversion des mouvements de capitaux dans les années 1990 et au début des années 2000, les économies en développement et émergentes ont poursuivi la libéralisation des mouvements de capitaux internationaux ces dernières années, pour les non-résidents et les résidents.

Plusieurs économies émergentes en Amérique latine et en Europe ont laissé leur balance des paiements et les taux de change évoluer en fonction des fluctuations des mouvements de capitaux, mais en Asie la majorité des pays ont pris des mesures pour réduire les risques de crise de la balance des paiements liées à des cycles de hausses et de baisses des mouvements de capitaux, en cherchant à fortifier la position de leur balance des paiements et en consolidant leurs réserves de change. Pour contrer la poussée des mouvements de capitaux qui s'est accrue pendant la bulle mondiale des liquidités après 2003, ainsi que les baisses drastiques des taux d'intérêt et l'expansion rapide de liquidités à la suite de la crise de 2007-2008, ces pays ont généralement fait des interventions stérilisées sur les marchés des changes. Très souvent, les interventions se sont également accompagnées d'un élargissement de la libéralisation des investissements des résidents faits à l'étranger, dans le but d'alléger les pressions exercées sur la monnaie.

Bien qu'elles aient neutralisé les conséquences de la poussée des mouvements de capitaux sur le commerce extérieur et la balance des paiements, ces mesures n'ont pas résolu de nombreux autres problèmes liés à la poussée des entrées de capitaux. Les interventions sur les marchés des changes ne peuvent pas enrayer les asymétries de monnaies et d'échéances dans les bilans des organismes privés ; elles peuvent uniquement servir de garantie publique contre les risques pris par le secteur privé. Cela coûte cher à l'État, car les taux des bons d'État utilisés pour prendre des mesures de stérilisation dépassent les intérêts perçus sur les réserves. Cela coûte aussi cher à l'économie tout entière, car les intérêts perçus par les étrangers sur les investissements effectués dans les économies en développement et émergentes dépassent sensiblement le rendement des réserves. Qui plus est, la stérilisation complète pose problème et l'expansion des liquidités qui en découle finit souvent par créer des bulles sur les marchés des actifs. En réalité, les marchés des actifs des économies en développement et émergentes sont à pré-

sent étroitement liés aux variations des mouvements nets de capitaux.

De même, la libéralisation des investissements des résidents faits à l'étranger pourrait relâcher la pression exercée sur la monnaie et enrayer l'expansion des liquidités ainsi que les éventuelles bulles des actifs. Cependant, elle n'écarte pas le risque d'asymétrie de monnaies dans les bilans des organismes privés. Elle augmente aussi l'exposition à l'instabilité financière et aux crises venant de l'extérieur, comme cela a été le cas dans beaucoup de pays européens pendant la crise des prêts hypothécaires à risque pendant laquelle d'énormes sommes d'argent ont été gaspillées dans des investissements dans des titres toxiques. Par-dessous tout, cette situation pourrait n'être qu'à sens unique : rien ne garantit que les capitaux reviennent pendant les périodes difficiles. En d'autres termes, contrairement à l'accumulation de réserves, l'investissement des résidents faits à l'étranger ne permet aucunement de se protéger contre l'inversion des entrées de capitaux.

Toutes ces raisons peuvent faire du contrôle des mouvements de capitaux un moyen indispensable pour contrer les poussées déstabilisatrices. Utilisées de manière appropriée, les mesures prudentielles peuvent limiter les asymétries des bilans des banques et les risques de crédit liés aux changes. Elles ne suffiront cependant peut-être pas à contenir les mouvements déstabilisateurs, car environ 70 pour cent des entrées de capitaux dans les économies en développement et émergentes ne se font pas par l'intermédiaire du système bancaire. Il serait probablement nécessaire de prendre des mesures plus directes. En effet, plusieurs économies en développement et émergentes ont tenté de contrôler les entrées de capitaux ces dernières années. Or, ces mesures *ad hoc*, partielles, favorables aux marchés et basées sur des taxes n'ont pas réussi à endiguer les mouvements déstabilisateurs.

Vu l'instabilité croissante des mouvements de capitaux résultant des mesures individualistes et de l'aggravation des difficultés financières dans les économies avancées, il est important de revoir quelles mesures prendre pour réagir aux poussées des entrées de capitaux dans les économies en développement et émergentes. À cet égard, une question importante est de savoir si les économies en développement et émergentes devraient mettre en place un régime de contrôle permanent, qui serait utilisé modérément et lorsque nécessaire, ou si elles devraient adopter temporairement des mesures *ad hoc* et propices aux marchés comme le recommande le plus grand nombre, dont le FMI.



**CENTRE  
SUD**

Chemin du Champ-d'Anier 17  
1211 Genève  
Suisse

Tél. : (4122) 791 8050

Fax : (4122) 798 8531

E-mail : [south@southcentre.int](mailto:south@southcentre.int)

<http://www.southcentre.int>