

## Avant-propos

*Michel Camdessus,*

*Directeur général, Fonds monétaire International*

**J'** ai grand plaisir à apporter ma contribution à ce numéro spécial de la Revue d'économie financière qui contribuera certainement à faire sensiblement progresser notre compréhension des problèmes financiers posés à l'échelle mondiale. Un tel ensemble de contributions sur le financement de l'économie mondiale ne pouvait paraître à un meilleur moment.

Le développement rapide des flux de capitaux et l'intégration croissante des marchés financiers internationaux au cours des vingt dernières années ont modelé l'environnement dans lequel nous travaillons. La toile de fond de la coopération financière internationale s'est trouvée profondément renouvelée.

Notons ici les traits essentiels de cette évolution et ses conséquences pour le système financier international.

Quatre éléments majeurs ont été déterminants. D'abord, la forte expansion des flux de capitaux entre pays industrialisés et le rôle prépondérant des investisseurs et des institutions financières étrangers sur les principaux marchés financiers internationaux. Ce développement a été beaucoup plus important que celui des échanges internationaux au cours de la même période. Ensuite, l'assouplissement des contrôles des capitaux et, d'une manière plus générale, la libéralisation des marchés financiers des pays industrialisés ; ceci a encouragé la concurrence et renforcé l'intégration des marchés intérieurs et *off-shore*. Troisièmement, le rôle dominant joué par les capitaux privés, et non plus les fonds publics dans le financement des importants déséquilibres extérieur et budgétaire des années 70 et 80. Quatrièmement enfin, le fait que de nombreux pays endettés qui avaient largement emprunté auprès de banques internationales pendant les années 70 ont vu leur accès au financement bancaire international fortement limité pendant les années 80, de sorte qu'à la fin de la décennie la structure des flux de financements publics et privés vers ces pays était redevenue similaire à ce qu'elle était au début des années 70. De 1987 à 1989 les flux nets non générateurs d'endettement (investissements directs étrangers et transferts et prêts officiels) étaient pratiquement équivalents au déficit cumulé des balances courantes des pays en développement endettés.

Quelles en sont les conséquences pour le système ?

Ces nouvelles tendances ont eu d'importantes conséquences sur l'efficacité des politiques monétaire et budgétaire, l'ampleur des risques potentiels liés à la variabilité des prix des actifs financiers sur des marchés financiers globalisés et, enfin, sur les possibilités d'accès des pays en développement à ces marchés et, par là, sur l'efficacité et la stabilité du système international de réserve.

### **1. Politiques macroéconomiques**

Ces évolutions auraient pu sérieusement affecter l'exercice de la politique monétaire. En effet, les innovations et la libéralisation financières ont offert aux opérateurs sur les marchés de nouvelles sources de crédit agissant comme des « soupapes de sécurité » (en cas de durcissement des conditions de crédit sur le marché intérieur) et de nouvelles possibilités de placement. D'une manière générale, ce processus a rendu la relation entre les instruments d'intervention des pouvoirs publics, les agrégats monétaires et le revenu nominal moins facilement prévisible. Tout ceci a certainement contribué à inciter les autorités monétaires à agir davantage sur les taux d'intérêt et les taux de change que sur la liquidité ou le crédit. Au vu des résultats obtenus par les pays industrialisés pendant les années 80, rien ne permet cependant de dire que l'efficacité de la politique monétaire s'en soit trouvée sensiblement altérée.

6

On s'est demandé si l'accroissement des ressources extérieures disponibles pour financer les déficits budgétaires n'avait pas conduit à un certain affaiblissement de la discipline budgétaire. La réponse est probablement oui, dans la mesure où des marchés très liquides ne parviennent qu'avec un certain retard à ramener progressivement les emprunteurs à la discipline à travers l'augmentation des marges sur les taux d'intérêt pratiqués, voire le refus à l'emprunteur de l'accès au marché. En fait, le marché ne peut imposer une telle discipline qu'à la condition qu'il n'existe pas de garantie explicite ou implicite de renflouement du débiteur par d'autres organismes nationaux ou régionaux, que les possibilités de monétisation des emprunts contractés par cession des créances à la Banque centrale soient limitées, que l'on dispose d'informations satisfaisantes quant aux obligations du débiteur et qu'enfin le système financier soit suffisamment fort pour pouvoir résister à la défaillance d'un débiteur quelle que soit son importance. L'expérience suggère que dans de nombreux cas ces conditions n'ont pas été réunies. Rien d'étonnant dans ces conditions que la charge d'assurer la discipline macroéconomique globale ait tendu dès lors à trop reposer sur la politique monétaire.

L'intégration croissante des marchés internationaux de capitaux a appelé aussi une plus grande coordination internationale des politiques macroéconomiques et des politiques financières. Plus les liens entre marchés financiers sont étroits, plus les choix macroéconomiques nationaux ont des retombées importantes à l'échelle mondiale. La rapidité avec laquelle les grands chocs financiers se répercutent désormais de place en place conforte également les arguments en faveur d'une réaction coordonnée aux crises. Le succès avec lequel les pays du G-7 ont su faire face aux ébranlements récents des marchés

financiers — à l'automne 1987 et au printemps 1990 — est à cet égard réconfortant.

## **2. Variabilité des prix des actifs financiers**

La variabilité de plus en plus grande des principaux taux de change, des taux d'intérêt, des prix des produits de base et des cours des valeurs mobilières, a conduit les autorités des pays industrialisés à limiter les effets de contagion sur les marchés financiers internationaux en renforçant les structures des principales institutions financières, en adoptant de nouvelles normes de fonds propres pour les banques internationales et en s'efforçant de mieux définir la responsabilité des organes de tutelle.

Il leur a fallu aussi se donner de meilleures techniques de gestion des crises. Elles ont cherché ainsi à limiter la diffusion de grandes crises financières par des mesures de sécurité telles que la fourniture de liquidités d'urgence par les Banques centrales, les interventions en faveur de certaines institutions et la création de mécanismes publics ou privés de garantie des dépôts. Une sorte de « filet de sécurité » a, de la sorte, été mis en place. Cela ne va pas sans poser quelques questions. Comme d'autres types d'assurances, un tel filet de sécurité publique pose le problème du « risque moral ». Le danger est de voir les responsables de certaines institutions financières, notamment d'institutions en difficulté, se lancer dans un trop grand nombre d'activités à haut risque en espérant que ces activités auront une rentabilité importante, mais avec la conviction qu'en cas d'échec les pertes seront absorbées par les institutions publiques. C'est pour limiter ce risque que les mécanismes de garantie des dépôts ont commencé à limiter la couverture offerte, à superviser plus étroitement les activités des institutions qu'elles assurent, et à établir un lien plus étroit entre le montant des primes et les risques inhérents au portefeuille détenu par chaque institution. L'adoption de telles mesures est délicate ; une des difficultés provient du fait que, si un pays essaie d'imposer des normes réglementaires plus strictes à ses institutions, il risque de perdre des parts de marchés au profit d'autres pays dont les normes seraient plus accommodantes. Le reconnaître revient, une fois de plus, à souligner les mérites de l'approche internationale de tels problèmes.

7

## **3. Difficultés d'accès aux marchés**

Alors que les principaux bénéficiaires d'un système international permettant de transférer efficacement des ressources de régions où le capital est relativement abondant vers des régions où il est au contraire relativement rare, devraient être les pays en développement, un tel transfert ne s'est opéré que très imparfaitement pendant les années 70 et 80. Certains pays en développement, qui ont appliqué avec constance des politiques saines, ont pu maintenir ou obtenir un accès satisfaisant aux marchés internationaux des capitaux et d'autres ont même été créanciers nets sur ces marchés. Dans le même temps, cependant, de nombreux pays en développement endettés n'ont toujours, huit ans après le début de la crise de la dette, qu'un accès limité

## AVANT-PROPOS

aux crédits spontanés des marchés financiers internationaux. De ce fait, ce sont les transferts et les crédits à long terme officiels, et non les flux de financements privés, qui sont devenus la principale source de financement du déficit de leurs transactions courantes.

On a pu constater depuis 1982 que le coût du crédit sur les marchés internationaux, comme les possibilités d'obtention de ces crédits, sont principalement déterminés par la qualité de la signature de l'emprunteur potentiel. La capacité du marché à évaluer dans quelle mesure un emprunteur est prêt à assurer le service des emprunts contractés et la qualité de sa signature fait l'objet d'un intense débat, mais il est clair que si le marché estime que la capacité de remboursement d'un emprunteur s'est détériorée, ou est sur le point de se détériorer, il peut en résulter une brusque contraction des flux de financement qui peut être difficile à inverser même à moyen terme.

Pendant les années 70, les flux de financement privés vers les pays en développement ont été dominés par les prêts des banques commerciales. Il est maintenant probable que les flux de titres, y compris les instruments d'arbitrage et les investissements directs étrangers, joueront un rôle relativement plus important dans les années 90. Les prêts à moyen terme et à taux d'intérêt flottant accordés par des syndicats bancaires ont été à la fois les instruments et les victimes de la crise de la dette. A la fin du siècle dernier, comme pendant les années 20, les transferts de ressources entre pays industrialisés et pays en développement ont été principalement financés par des obligations à long terme. Une telle solution permet d'adapter la durée du financement en fonction du temps nécessaire pour que l'investissement à long terme devienne rentable. A l'heure actuelle, les considérations de solvabilité limitent le nombre de pays en développement pouvant recourir à ce type de financement ; toutefois, au fur et à mesure que ces pays retrouveront leur capacité de remboursement, les marchés obligataires devraient devenir une source plus importante de financement extérieur. De même, les flux de capitaux de type participatif, c'est-à-dire principalement les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille sous forme de prises de participation, sont également prometteurs. C'est donc essentiellement à de tels instruments que l'on songe pour assurer le financement d'investissements à long terme des pays qui conduisent actuellement de vigoureuses politiques d'ajustement macroéconomique et structurel.

#### **4. Efficacité et stabilité du système international de réserve**

L'offre et la répartition des réserves internationales entre les pays ont été également influencées par les changements structurels intervenus sur les marchés financiers internationaux. Dans le système actuel, de nombreux pays acquièrent des réserves par emprunts sur les marchés financiers internationaux et les détiennent sous forme d'instruments très liquides, comme par exemple des obligations à court terme émises par les pays à monnaie de réserve, et des titres négociables à court terme émis par des banques internationales des pays à monnaie de réserve. Toutefois, certains pays qui n'ont qu'un accès limité aux marchés financiers n'ont pu accumuler des

## AVANT-PROPOS

réserves qu'en dégagant des excédents de balance de paiements résultant d'apports financiers officiels, d'investissements directs étrangers ou d'efforts d'ajustement de la position courante extérieure devenue excédentaire.

Pour les pays qui ont accès aux marchés financiers internationaux, l'emprunt a constitué un moyen à la fois souple et efficace d'ajustement de leur position brute de réserve. En règle générale, plus un pays est considéré comme solvable, moins le coût net pour ce pays de la détention de réserves empruntées est élevé. Les récentes innovations en matière d'instruments financiers ont contribué à assouplir l'acquisition et la gestion des avoirs de réserve. D'aucuns craignent cependant, non sans raison, qu'un système de réserve trop largement fondé sur l'emprunt soit vulnérable aux perturbations des marchés financiers.

Compte tenu de l'importance des réserves empruntées dans le système de réserve actuel, la stabilité et l'efficacité des marchés financiers internationaux, ainsi que les conditions dans lesquelles les pays y ont accès, sont des éléments importants à prendre en compte pour déterminer si le stock effectif et potentiel de réserves internationales est suffisant. Le rôle potentiel du DTS pour faire face aux besoins mondiaux de réserves supplémentaires dépendra du fait de savoir si les marchés financiers internationaux peuvent rester durablement une source efficace et fiable de réserves empruntées. Il me paraît certain que des allocations de DTS, raisonnablement distribuées dans le temps, pourraient réduire la vulnérabilité du système de réserve aux perturbations des marchés financiers, car les pays détiendraient alors un stock suffisant de réserves propres qu'ils pourraient utiliser en cas de crise. Même si la question n'apparaît pas aujourd'hui de première urgence, il serait important que le débat à leur sujet puisse sortir des sargasses dans lesquelles il se traîne depuis dix ans.

9

Telles sont quelques-unes des évolutions marquantes de la « sphère » financière au cours des vingt dernières années. Elles vont continuer de dominer la vie financière du monde alors que deux événements de ce début des années 90 jettent une lumière crue sur deux problèmes clés :

— la transition de l'Europe de l'Est vers l'économie de marché, et les besoins d'investissements qu'elle fait apparaître, ajoutant ainsi au problème déjà aigu de l'insuffisance de l'épargne mondiale ;

— la crise du Golfe et la réapparition d'un déséquilibre important entre les ressources des pays pétroliers à surplus et les déficits courants des pays importateurs de pétrole, à un moment où, encore échaudés par la crise de la dette, et devant les progrès trop lents des pays endettés dans leur ajustement, les grands banquiers mondiaux hésitent à se réengager dans des fonctions de recyclage.

Je suis persuadé que l'ensemble des études rassemblées dans le numéro de la *Revue d'économie financière* contribueront très utilement à éclairer les débats que ces développements méritent de susciter.