



**CENTRE
SUD**

Document
de recherche
Février 2018

84

**ANALYSE DU SYSTÈME FINANCIER
INTERNATIONAL DU POINT DE VUE
DES PAYS DU SUD**

Andrew Cornford



DOCUMENT DE RECHERCHE

84

ANALYSE DU SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL DU POINT DE VUE DES PAYS DU SUD

Andrew Cornford¹

CENTRE SUD

FÉVRIER 2018

¹ Andrew Cornford, Observatoire de la Finance, Genève, Décembre 2017.

LE CENTRE SUD

En août 1995, le Centre Sud est devenu une organisation intergouvernementale permanente de pays en développement. Le Centre jouit d'une pleine indépendance intellectuelle 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. Il 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.

Le Centre Sud bénéficie du soutien et de la coopération des gouvernements des pays du Sud et il collabore régulièrement avec le Mouvement des pays non alignés et le Groupe des 77 et de la Chine. Ses études et prises de position sont établies en faisant appel aux capacités techniques et intellectuelles des gouvernements et des institutions du Sud, ainsi que des citoyens de ces pays. Les sessions de travail en groupe et de larges consultations impliquant les spécialistes des diverses régions du Sud, et parfois également du Nord, permettent d'étudier les problèmes courants dans le Sud, ainsi que de partager les expériences et les connaissances.

NOTE

Les lecteurs sont encouragés à citer ou à reproduire le contenu du présent document de recherche 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 citation.

Les opinions exprimées dans ce document n'engagent que le ou les auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles du Centre Sud ou de ses États membres. Toute erreur ou omission qui pourrait être rencontrée relève de la seule responsabilité du ou des auteurs.

Tout commentaire sur le présent rapport ou son contenu sera particulièrement apprécié. Prière de s'adresser à :

Centre Sud
Ch. du Champ d'Anier 17
POB 228, 1211 Genève 19
Suisse
Tél. (41) 022 791 80 50
Fax (41) 022 798 85 31
south@southcentre.int
www.southcentre.int

TABLE DES MATIÈRES

<i>La crise financière mondiale et les mesures prises par les économies avancées pour la contrer</i>	2
<i>Vagues de financements extérieurs et structure des engagements extérieurs des EED</i>	2
<i>Évolution du risque financier</i>	3
<i>Principales conclusions de Playing with Fire au sujet de l'évolution de la structure du financement extérieur</i>	4
<i>Des mesures de politique lacunaires</i>	5
<i>Règles et procédures en vigueur de gestion du risque de change</i>	8
<i>Exposition indirecte au risque de change et risque de crédit</i>	11
<i>Propositions exposées dans Playing with Fire pour le contrôle du risque de change</i>	12
<i>Conclusions</i>	14

ANALYSE DU SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL DU POINT DE VUE DES PAYS DU SUD

Playing with Fire est la prolongation de l'analyse de l'intégration des économies émergentes et en développement (EED) dans le système financier international qu'a réalisée Yilmaz Akyüz en tant qu'économiste principal de la CNUCED, responsable pendant de nombreuses années du *Rapport sur le commerce et le développement*, puis en tant que chef économiste du Centre Sud.² L'étude concerne les mouvements financiers transfrontaliers, la hausse de la présence commerciale des institutions financières étrangères dans les EED et leur participation accrue dans les marchés financiers locaux, ainsi que les questions de politique générale et de règlementation. L'auteur de *Playing with Fire* exploite des données sur les mouvements financiers transfrontaliers bruts et nets les plus importants. Cette manière innovante de procéder facilite l'identification des problèmes de stabilité financière que pose la présence accrue des EED sur les marchés financiers internationaux.

Le présent document ne couvre pas tous les sujets traités dans la très vaste analyse qu'est *Playing with Fire*. Il porte essentiellement sur l'étude du contexte général de l'intégration financière des EED, la progression de cette intégration, l'exposition continue à l'instabilité financière et les conclusions de *Playing with Fire* en ce qui concerne les questions de politique générale et de règlementation.

Ces conclusions sont liées à l'analyse de l'évolution des conditions financières découlant de la libéralisation et de l'ouverture progressive des marchés financiers des EED aux non-résidents. Une importance particulière est donnée aux facteurs de vulnérabilité persistants au risque de crédit et de change. Ils ont évolué du fait d'une redistribution des parties exposées aux risques et des instruments qui en sont à l'origine.

Le présent rapport aborde également brièvement les orientations actuelles en matière de règlementation dans le secteur bancaire. Malgré l'évolution de la nature et de l'incidence du risque de crédit et de change, la règlementation prudentielle de l'exposition des banques au risque de change reste un élément important du tableau et mérite sans doute d'être étudiée plus en profondeur que dans *Playing with Fire*.

La première partie du présent rapport est axée sur l'étude qui est faite dans *Playing with Fire* du processus de libéralisation financière, des problèmes qu'elle a engendrés et des failles non seulement des mesures qui ont été prises pour remédier à ces problèmes mais aussi du programme de réforme. La deuxième partie est une étude plus détaillée des aspects de la règlementation prudentielle dans les mesures prises, et insiste particulièrement sur la gestion des risques de change. La présente étude renforce les conclusions tirées dans *Playing with Fire* selon lesquelles bien que la réforme réglementaire apporte plus de robustesse au système financier elle ne jouera qu'un rôle limité dans le contrôle de l'instabilité financière. Elle va toutefois plus en profondeur et dégage des caractéristiques majeures du risque de change et des

² Yilmaz Akyüz, *Playing with Fire Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*, Oxford, Oxford University Press, 2017, ISBN 978-0-19-879717-3.

failles persistantes des régimes réglementaires en vigueur et de ceux proposés qui traitent de l'exposition des banques à ce risque.

La crise financière mondiale et les mesures prises par les économies avancées pour la contrer

Inéluctablement, *Playing with Fire* a essentiellement pour toile de fond la crise financière mondiale et les mesures malavisées prises par les économies avancées pour la contrer. Après avoir appliqué pendant une courte période des mesures macroéconomiques expansionnistes qui ont appuyé la relance de la demande globale et de l'emploi, les États se sont montrés réticents à s'attaquer directement au problème en traitant l'immense surendettement dû à l'excédent de dettes inscrites aux bilans des banques et d'autres entreprises accumulées pendant la période d'expansion qui a précédé la crise. Au lieu de cela, ils se sont tournés vers des mesures qui ont renfloué les créanciers tout en imposant l'austérité aux débiteurs. Refusant d'utiliser le potentiel expansionniste des mesures fiscales, les États ont eu recours à des politiques monétaires non conventionnelles en matière de gestion macroéconomique et à des financements publics soumis à des conditions onéreuses pour éviter le défaut de paiement des débiteurs. Non seulement cette position stratégique n'a pas réussi à apporter l'élan nécessaire à la croissance, mais elle a accru les inégalités car elle a eu pour effet d'accroître la valeur des actifs financiers largement détenus par une minorité de riches et n'a pas beaucoup réduit la fragilité financière. En outre, bien que les EED aient affiché des positions budgétaires plus solides que pendant les précédentes crises depuis les années 1980, elles étaient encore exposées aux politiques macroéconomiques adoptées par les économies avancées.

Vagues de financements extérieurs et structure des engagements extérieurs des EED

La vague de financements extérieurs qui a eu lieu dans les EDE au XXI^e siècle était la troisième depuis les années 1970. La première a débuté dans les années 1970 et s'est terminée en 1982 quand la crise de la dette a éclaté en Amérique latine ; la deuxième a commencé au début des années 1990 et a débouché sur les crises d'Asie de l'Est, du Brésil, de la Russie, de la Turquie et de l'Argentine ; puis, celle du XXI^e siècle a été ralentie pendant la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 (souvent considérée comme étant la date du début de la crise financière mondiale), a ensuite repris pour finalement s'arrêter en 2013, année qui marque la fin systématique de la période analysée dans *Playing with Fire*.

La première vague était associée à une forte hausse des prêts interbancaires transfrontaliers. Pendant la deuxième vague, la répartition des différentes catégories d'engagements extérieurs des débiteurs était quelque peu plus variée. Cette vague s'est caractérisée par l'élan généralisé de libéralisation financière et l'ouverture des comptes de capital qui ne s'accompagnait pas encore, en parallèle, d'un renforcement de la réglementation financière.

La dernière vague a été associée à une intégration accrue des plus grandes EED dans le système financier mondial. Cette intégration a plusieurs caractéristiques : une part plus importante de l'investissement direct et de portefeuille dans les engagements extérieurs ; un

rôle de plus en plus important des émissions d'obligations comparé aux prêts bancaires internationaux dans les emprunts des secteurs public et privé ; une réorientation des banques internationales qui sont passées du crédit international au crédit local souvent libellé en monnaies locales ; l'accélération de l'emprunt extérieur du secteur privé des EED, dont une grande partie est encore libellé en devises ; et une hausse des détentions par des non-résidents de titres de dette publique émis sur les marchés financiers locaux et libellés en monnaies locales.

Ces évolutions se sont accompagnées de changements dans la composition des diverses catégories d'engagements dans les bilans nationaux et d'une hausse de la proportion des engagements détenus par des non-résidents. Le contrôle des marchés monétaires et la gestion de la dette extérieure ont été plus difficiles à cause de l'opacité de l'identité des détenteurs finaux de ces engagements et de l'atténuation des distinctions entre les divers instruments financiers. L'identité des détenteurs est considérée comme un facteur qui influe sur la volatilité des avoirs et l'atténuation de la distinction entre les instruments financiers rend plus difficile d'évaluer la liquidité du marché et les monnaies de support dans le secteur financier. L'opacité a des incidences sur la régulation des marchés monétaires et de l'exposition au risque de change. Elle amplifie également les difficultés de la gestion du risque à l'échelle des sociétés, plus particulièrement des banques.

Évolution du risque financier

Les nouveaux engagements financiers extérieurs pendant la première vague ont principalement pris la forme de financements bancaires transfrontaliers. Il s'agissait essentiellement de prêts en euros à moyen terme, une innovation relativement récente qui a permis aux banques de transformer les engagements à court terme en des prêts à plus long terme grâce à l'ajustement du taux d'intérêt de ces derniers.

Plusieurs changements du modèle de financement, dont beaucoup étaient associés à l'application généralisée de solutions innovantes, ont précédé la crise qui a suivi le deuxième essor du crédit. Par exemple, le recours accru à la titrisation des actifs des banques a marqué le début de l'atténuation de la distinction entre le prêt bancaire et le financement par l'intermédiaire des marchés des capitaux. En outre, les postes hors bilan, comme les produits dérivés de taux d'intérêt et taux de change et les contrats de garantie de taux, ainsi que d'autres engagements conditionnels ont commencé à prendre plus d'importance dans les opérations bancaires. Les postes hors bilan étaient liés à la baisse de transparence des rapports financiers des banques pour les superviseurs et les investisseurs, ce qui a eu pour effet de rendre plus difficile l'identification des risques financiers inhérents aux opérations bancaires. Certaines des évolutions transfrontalières des opérations financières et l'établissement des prix de certains instruments financiers pendant la crise qui a suivi la deuxième vague de crédit n'ont pas été anticipées, ni bien comprises. Il s'agissait également de la période où les organismes de règlementation commençaient à s'intéresser véritablement aux risques macroprudentiels, c'est-à-dire aux risques liés aux défaillances financières et à la défaillance des institutions ayant des incidences économiques systémiques qui, dans les deux cas, étaient susceptibles de compromettre les mécanismes de paiement et d'autres aspects du système financier plus large.

Au début des années 2000, l'intégration financière internationale transfrontalière était plus ancrée et plus étendue, ce qui était le résultat des pressions provenant des marchés

financiers sur lesquels les prêteurs et les investisseurs préféraient généralement plus d'ouverture et plus de flexibilité pour leurs opérations. Cela était aussi le résultat d'une emprise réglementaire et intellectuelle de la part des décideurs politiques et des analystes sur les vertus de la libéralisation des marchés financiers en tant que vecteurs de la répartition des ressources et de la gestion macrofinancière. Dans quelques EED, les conditions liées aux programmes de prêts des institutions financières multilatérales ont aussi joué un rôle.

Principales conclusions de Playing with Fire au sujet de l'évolution de la structure du financement extérieur

Les difficultés que pose l'intégration financière accrue en matière de politique tirent leur origine non seulement de l'envergure des opérations financières internationales mais aussi des instruments et des acteurs impliqués. Ces éléments sont indissociables. Le fait que *Playing with Fire* mette l'accent sur les actifs et engagements bruts plutôt que nets permet d'analyser plus en profondeur les facteurs responsables des fluctuations des mouvements financiers et du montant de la dette. Cela facilite la décomposition des actifs et des engagements en fonction de leurs caractéristiques de liquidité et de maturité et en fonction des divers acteurs économiques qui contribuent aux résultats financiers observés. À l'inverse, l'accent plus conventionnel sur les mouvements financiers nets vers les EED occulte les caractéristiques qui sont importantes pour comprendre les évolutions récentes comme les hausses continues des engagements bruts et nets. De même, cette démarche n'accorde pas assez d'attention aux effets de la présence accrue des acteurs économiques étrangers sur les marchés locaux obligataires et des actions dans les EED et des investisseurs directs étrangers sur les marchés des biens et des services. L'auteur de *Playing with Fire* défend de manière convaincante qu'ils ne peuvent être identifiés adéquatement qu'à l'aide d'une analyse plus détaillée.

L'étude des mouvements de capitaux vers les EED comme celle qui est faite dans *Playing with Fire* met en avant plusieurs caractéristiques importantes de l'intégration accrue dans la finance transfrontalière. Du fait de la plus vaste participation des acteurs étrangers, les marchés locaux d'actions et d'obligations sont plus internationalisés en termes de titres détenus par des acteurs étrangers que le sont les marchés de certaines économies avancées. La répartition des engagements extérieurs a évolué à plusieurs égards. La part des titres de créance a augmenté par rapport à celle des prêts bancaires, les engagements du secteur privé ont progressé plus vite que ceux du secteur public et les engagements extérieurs souverains en monnaies locales se sont accrus par rapport à ceux libellés en monnaies de réserve. S'agissant des avoirs, les réserves officielles des EED ont augmenté non seulement en termes absolus, mais aussi en termes de nombres d'avoirs étrangers détenus par des personnes privées du fait non seulement des excédents du compte courant mais aussi des mouvements de capitaux. La hausse des réserves vient de la volonté de se protéger contre les évolutions procycliques des marchés financiers internationaux auxquelles les EED sont à présent plus exposés.

L'atténuation des distinctions entre la dette intérieure et extérieure qui résulte des nouveaux modèles de financement a rendu plus difficile d'analyser les facteurs de vulnérabilité

financière des pays qui les exposent aux conditions extérieures et peut également agir sur la précision des statistiques concernant la dette. Le manque de clarté quant à l'identité des détendeurs complique la différentiation en matière de lois en vigueur³. Paradoxalement, la dette due par les États à leurs propres nationaux peut donc faire partie de la dette extérieure libellée en devise, et la dette due par les non-résidents peut être assujettie à la juridiction locale et libellée en devise.

Ces caractéristiques de l'intégration financière influent sur la stabilité financière. La dépendance accrue des marchés obligataires intérieurs des EED aux investisseurs étrangers et intérieurs qui prennent des positions sur les marchés internationaux peut réduire significativement le contrôle des taux d'intérêt intérieurs. L'internationalisation des marchés obligataires des EED peut donner lieu à des effets déstabilisateurs entre les marchés obligataires et les marchés monétaires d'un pays. L'arrêt des entrées de capitaux responsable d'une dépréciation de la monnaie peut entraîner la fuite des capitaux des marchés obligataires locaux, qui a pour effet de pousser les cours des obligations à la baisse et, par conséquent, les taux d'intérêt à la hausse. La fuite et la dépréciation peuvent créer un effet boule de neige, car les sociétés débitrices non couvertes achètent des dollars pour satisfaire à leurs obligations. Depuis le début de la crise financière mondiale, il y a eu plusieurs baisses simultanées du cours des obligations et des monnaies en réaction aux perturbations des marchés financiers internationaux. Des effets similaires se sont également produits entre les prix des marchés des actions des EED et les niveaux de leur monnaie. Les investissements directs étrangers peuvent aussi être procycliques.

Des mesures de politique lacunaires

Les politiques orthodoxes adoptées pour faire face aux problèmes de stabilité financière causée par l'évolution de la structure du financement extérieur ont fait apparaître plusieurs mesures de politique, qui ont toutes leurs limites comme cela est décrit dans *Playing with Fire*.

1. Taux de change flexibles visant à absorber les perturbations qui influent sur les mouvements de capitaux. Alors que la flexibilité des taux peut être utile quand les variations de taux de change sont faibles, elle est moins efficace contre les hausses soutenues qui, en cas d'appréciation, peuvent miner l'industrie et les exportations et, en cas de dépréciation, peuvent donner lieu à la contraction économique et à la débâcle financière.
2. Accumulation d'importantes réserves de change. Les réserves ont généralement un coût, car leur rendement est faible et elles sont exposées au risque que les réserves obtenues par l'emprunt fassent partie des sorties de capitaux quand il y a fuite des capitaux.

³ Le type de problème que les différences de couverture des statistiques financières internationales peuvent provoquer est illustré par les observations sur les estimations du crédit en devises dans une publication récente de la BRI. Les estimations du crédit en devises reflètent les emprunts par les résidents d'un pays plutôt que par ses ressortissants. Par conséquent, la dette en devises des filiales extraterritoriales n'est pas réattribuée, dans les estimations du crédit en devises, au pays dans lequel la maison mère est basée. Il peut s'ensuivre une sous-estimation du crédit en devises dans les EED, celles-ci recourant de plus en plus à des filiales étrangères pour émettre des titres de créances, puis rapatrier ces fonds dans leur pays d'origine (BRI: 28-30).

3. Contrôles temporaires des capitaux. Ces mesures sont approuvées par les milieux politiques orthodoxes, bien que, pour cela, les contrôles doivent être favorables aux marchés et utilisés uniquement en dernier recours. Cette position ne prend pas en compte le rôle que jouent ces contrôles dans la prévention des positions financières potentiellement fragiles et instables et dans la protection des politiques de développement en vigueur. D'après la nouvelle orthodoxie, les contrôles de capitaux ne seront qu'une exception temporaire avant la libéralisation financière transfrontalière.

4. Réglementation prudentielle renforcée applicable aux institutions financières comme moyen de protection contre les effets déstabilisateurs que peuvent avoir les mouvements de capitaux sur les marchés financiers intérieurs. Depuis la crise financière mondiale, cette mesure occupe une place importante du programme d'action sous forme de charges financières plus élevées et plus strictes, d'obligation de prévoir de meilleures provisions pour pertes sur prêts, d'un élargissement des règles visant à réguler la liquidité et d'une amplification des règles visant à contrôler le risque et la gouvernance des banques. L'utilité de ces mesures est généralement reconnue. Cependant, le fait de recourir à ces mesures en tant que telles aura principalement pour effet de limiter ou d'atténuer les effets des crises. En matière de réglementation, les priorités se limitent encore à des catégories particulières d'institution et ont clairement été exposées à l'assouplissement des règles à cause des pressions exercées par le secteur financier et à l'ingéniosité pour contourner les réglementations. Une conséquence de l'intégration financière mondiale est que les innovations financières d'abord adoptées dans les économies avancées se sont répandues dans les EED, compliquant la gestion de la réglementation et du risque dans ces derniers. La réglementation a essentiellement une action réactive, ayant pour dessein de protéger contre les bouleversements, en particulier macroéconomiques, mais sans effets sur la source des bouleversements.

Dans *Playing with Fire*, l'auteur est sceptique quant à la pertinence et l'efficacité des institutions et mécanismes mondiaux de prévention et de gestion des crises financières aux origines et aux conséquences internationales. Il reconnaît que de nombreuses propositions de mesures dans ce domaine peuvent être utiles. En outre, ces propositions ont été périodiquement faites dans le programme d'action international, notamment dans les périodes d'après-crise. Elles n'ont cependant pas été mises en place, car les plus grandes économies avancées s'y opposaient.

L'auteur de *Playing with Fire* décrit avec clairvoyance un autre cadre de politique : « L'une des principales leçons à tirer de l'histoire du développement économique est que les politiques fructueuses ne sont ni l'autarcie ni l'intégration pleine et entière à l'économie mondiale, mais l'intégration stratégique et selective en fonction du stade de développement économique atteint, en vue de profiter des possibilités qu'un espace économique plus large peut offrir tout en minimisant les risques potentiels qu'il peut comporter. » Il est important de comprendre les implications du cadre décrit, que nous approuvons. Les réformes graduelles et mélioristes ne sont pas écartées, mais leurs avantages et leurs inconvénients doivent être prudemment évalués. L'auteur de *Playing with Fire* souscrit à de nombreuses d'entre elles (amélioration des modalités de restructuration de la dette extérieure et rééquilibrage de la gouvernance des institutions financières multilatérales et de leurs activités de surveillance).

Pour autant, leur mise en place ne devrait pas alimenter l'illusion qu'elles peuvent constituer la réforme systémique dont a besoin le système financier international, notamment en ce qui concerne l'assistance qu'il devrait apporter aux EED.

Par ailleurs, dans *Playing with Fire*, le thème de la règlementation est abordé assez sommairement vu l'ampleur de son incidence sur les institutions et les transactions. L'auteur a raison d'aborder la réforme réglementaire dans le cadre du programme mélioriste qui, en tant que tel, ne suffit pas pour prévenir l'instabilité auquel le système financier international est sujet. Cela étant, la liste des thèmes au titre de la réforme réglementaire ne fait qu'exposer plusieurs exigences réglementaires visant à améliorer la gestion des risques qui constituent des menaces potentielles pour la stabilité financière micro et macroéconomique, sans les approfondir.

Dans son analyse des diverses catégories d'actifs et d'engagements extérieurs, l'auteur de *Playing with Fire* s'arrête longuement sur l'exposition aux risques de taux de change. L'originalité de l'analyse réside sans doute dans le fait qu'elle montre que l'ouverture des marchés financiers intérieurs aux non-résidents qu'ont entrepris plusieurs pays a multiplié les risques liés aux taux de change auxquels les acteurs économiques nationaux et étrangers sont confrontés, ainsi que dans le fait qu'elle montre comment ces risques se répercutent sur les cours intérieurs des actifs financiers (comme mentionné précédemment pour les marchés des obligations et des actions). Par conséquent, les politiques publiques liées aux réserves de change et à la gestion des risques des institutions financières et non financières privées sont devenues plus complexes, car elles doivent tenir compte de plus nombreux effets sur les cours des monnaies et d'autres actifs dans un contexte où il est difficile de prévoir l'évolution des cours.

Bien qu'à notre connaissance l'exposition accrue aux éventuels risques due à l'ouverture des marchés financiers des EED aux étrangers n'ait jamais été décrite de manière aussi complète, l'analyse rendue dans *Playing with Fire* des incidences sur la règlementation et la gestion des risques n'est toutefois pas aussi détaillée qu'elle le mériterait. L'analyse des incidences ne consiste pas seulement à analyser les risques de change des règles prudentielles applicables aux institutions financières, mais passe aussi par l'analyse des politiques publiques relatives aux risques de change et à la gestion des risques des institutions non financières. Néanmoins, ces règles prudentielles couvrent une part importante de l'exposition d'une économie aux risques liés aux taux de change.

Les règlementations en vigueur et proposées visant à limiter l'exposition des banques aux risques de change sont incomplètes, avant même la prise en compte des risques accrus dus à la plus grande intégration financière mondiale dont il est question dans *Playing with Fire*. En outre, l'analyse de *Playing with Fire* remet en question la nécessité de renforcer davantage encore la réforme prudentielle. Les sections suivantes portent sur la règlementation et la gestion des risques de change par les banques et, comme mentionné précédemment, soulignent l'inadéquation du recours démesuré à la réforme des mesures prudentielles pour faire face à l'instabilité financière.

Règles et procédures en vigueur de gestion du risque de change

Pour commencer, nous rendons compte dans la présente section des règles dans les orientations règlementaires mondiales afin de faire apparaître celles qui sont incomplètes ou inadéquates. Puis, nous faisons des propositions pour renforcer ces règles.⁴

Le risque de change se manifeste dans les bilans et les obligations de paiements liés aux engagements pris non seulement par les banques et d'autres institutions financières, mais aussi par des emprunteurs auxquels les banques sont exposées par l'intermédiaire des prêts qu'elles accordent. La dépréciation d'une monnaie causée, par exemple, par les sorties de capitaux, expose les banques et les entités non bancaires du pays en question au risque de change via ses effets sur les engagements en lien avec les actifs, quand il n'y a pas de correspondance entre les actifs et les engagements libellés en devises.

Les vastes entrées de capitaux dans un régime de flexibilité des taux de change peuvent également constituer des obstacles aux politiques, car l'appréciation de la monnaie du pays concerné peut avoir des effets néfastes sur l'industrie et d'autres secteurs. Toutefois, l'analyse qui suit se centrera sur les sorties de capitaux et la dépréciation monétaire, car ce sont les éléments les plus fréquemment examinés dans la littérature.

Pour les banques, le risque de change pèse sur le portefeuille bancaire et sur le portefeuille de négociation. Le portefeuille bancaire contient des actifs et des passifs associés aux opérations de banque commerciale ou ayant pour objet d'être détenus jusqu'à l'échéance pour servir de sources de revenus. Les éléments portés au bilan figurant dans le portefeuille de négociation, quant à eux, sont acquis en vue d'être cédés à court terme dans l'intention de bénéficier de l'évolution des cours des actifs et des taux d'intérêt.

La distinction entre le portefeuille bancaire et le portefeuille de négociation sous-tend l'approche adoptée dans l'accord de Bâle sur les fonds propres. Les expositions au risque lié aux positions du portefeuille de négociation suscitent l'imposition d'exigences de fonds propres fixées conformément aux règles de fonds propres afférentes aux risques du marché (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2006: 197-200 et 210-221). Les expositions au risque de taux de change (ou son absence) lié aux opérations de banque commerciale seraient généralement classées parmi les positions du portefeuille bancaire et traduites dans leurs équivalents en monnaie locale en fonction des règles de comptabilité applicables (qui diffèrent selon les juridictions). Les exigences de fonds propres correspondant aux expositions sont ensuite calculées de manière conventionnelle comme pour le risque de crédit et le risque opérationnel.

Le risque de change à court terme est abordé plus en détail dans le cadre de Bâle III en matière de liquidité (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2010: par. 172-176). L'utilisation d'un indicateur à ce sujet est censée « permettre à la banque et à l'autorité de contrôle de suivre de près les problèmes d'asymétrie de devises [entre les actifs et les passifs dans le bilan] qui pourraient se poser en période de tensions ». L'indicateur, qui est le ratio de liquidité à court terme (LCR), est le rapport de l'encours d'actifs liquides de haute qualité dans chaque devise significative par le total des sorties nettes de trésorerie dans chaque devise significative sur une

⁴ Les propositions s'inspirent largement de l'article intitulé “Finance: FSB financial reforms monitoring reports lack on EMDE problems”, dans the South-North Development Monitor (SUNS), Juin 2015.

période de 30 jours. D'après l'indicateur, les sorties nettes de trésorerie sont les sorties après déduction des couvertures de change.

L'indicateur n'est pas soumis à un seuil minimum défini au niveau international. C'est l'autorité de contrôle de chaque juridiction qui est responsable de fixer des seuils minimaux en fonction de son évaluation des tensions sous-jacentes. Pour cela, l'autorité devrait évaluer « la capacité des banques à lever des fonds sur les marchés des changes et à transférer un excédent de liquidité d'une monnaie à une autre, ainsi qu'entre juridictions et entités juridiques ».

Comment ces règles cadrent-elles avec ce que l'on sait des pratiques des banques quant à l'exposition au risque de change ?

Les grandes banques internationales agissent généralement comme des intermédiaires sur les marchés de change et ont des départements chargés de ces opérations bancaires. Les personnes compétentes sont susceptibles de prendre des positions spéculatives dans différentes devises dans les limites fixées par la banque. Le risque des positions spéculatives sera généralement géré parmi les risques de marché conformément aux accords de Bâle III (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2006: 179-182 et 191-202).

En revanche, les fonds pour les opérations bancaires commerciales de ces banques seront gérés conformément à des règles internes destinées à éviter la prise de nombreuses positions ouvertes en devises et pour garantir une correspondance étroite des positions prises en diverses devises. Après l'entrée en vigueur des accords de Bâle III, ces règles devraient inclure l'application du ratio de liquidité à court terme tel que fixé par les autorités de contrôle.

Les banques des économies avancées utilisent plusieurs dispositifs pour réduire leur exposition au risque de change à court terme. Le dispositif le plus connu de contrôle du risque de change à court terme est le Continuous Linked Settlement (CLS) Bank. En revanche, il y a moins d'informations sur les dispositifs utilisés par les banques des EED.

Des banques centrales ont régulièrement conduit des enquêtes sur le risque de règlement dans les opérations de change pour le compte du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (rebaptisé Comité sur les paiements et les infrastructures de marché) de la Banque des règlements internationaux (BRI). Bien que, dans les enquêtes, les banques et les institutions financières ne soient pas classées en fonction du pays où est installée l'entité mère, il est raisonnable de penser que la grande majorité d'entre elles sont basées dans les économies avancées.

Le mode de règlement du dispositif CLS Bank est celui du paiement contre paiement ; en d'autres termes, la devise achetée est réglée seulement si le règlement de la devise vendue est reçu, un dispositif qui élimine sensiblement le risque principal. CLS Bank tient des comptes dans les banques centrales des pays dont les monnaies sont éligibles pour réaliser les opérations. D'après une enquête réalisée en 2006, 69 % de la valeur totale des engagements en devises des institutions inclus (obligations entre les institutions CLS et entre les institutions CLS et des tiers) était réglée par ce mécanisme (Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, 2008: 4-5). Depuis l'enquête de 2006, CLS Bank, qui est détenue par 69 grands groupes financiers et compte 170 entités financières participantes au système, a pris de l'importance (Scott et Gelpern, 2012: 700-702).

Les opérations par correspondants bancaires constituent l'autre mécanisme de règlement le plus largement utilisé. Chaque contrepartie d'une opération de change transfère à l'autre la devise qu'elle vend, généralement par l'intermédiaire de leurs correspondants bancaires respectifs pour la monnaie en question. Étant donné que, dans ce mécanisme, les transferts sont indépendants l'un de l'autre, les contreparties sont exposées au risque de liquidité et au risque en principal. Néanmoins, d'autres dispositifs moins répandus sont également utilisés par certaines juridictions et institutions pour limiter le risque lié au règlement dans les opérations de change à court terme.

La proportion d'opérations de change à court terme réalisées par des banques des EED par l'intermédiaire des mécanismes décrits précédemment n'est pas connue. Il est raisonnable de supposer que les banques internationales présentes dans les EED et les correspondants bancaires des banques locales des EED recourent au système CLS et aux services traditionnels de correspondants bancaires. En outre, plusieurs EED disposent de systèmes de paiements nationaux par l'intermédiaire desquels les banques résidentes, étrangères ou intérieures, peuvent effectuer des opérations réciproques en devises. L'absence de données ne permet pas de dresser un tableau précis de la situation.

L'exposition au risque de change à long terme (qui ne figure pas au portefeuille de négociation) n'est pas couverte par les mécanismes de règlement dans les opérations de change à court terme. Si les responsables des stratégies de financement au sein des banques des économies avancées prennent des positions ouvertes qui les exposent au risque de change qui n'est pas lié au règlement des opérations de change, ces positions s'accompagnent le plus souvent de stratégies de couverture de change qui réduisent ou limitent le risque. Ces stratégies sont facilitées par l'existence d'instruments de couverture sur les marchés financiers auxquels les acteurs économiques peuvent accéder directement (et qui réduiraient l'exposition d'après l'indicateur des accords de liquidité de Bâle). Toutefois, les effets de ces stratégies ne sont pas recensés par des systèmes de surveillance comme ceux relatifs au règlement dans les opérations de change.

Le peu de données à disposition suggère que la prise de positions de change ouvertes dans le fonds des banques des EED et d'autres pays en développement est commun, en particulier dans les pays où les taux nationaux d'inflation plus élevés que les taux de dépréciation de la monnaie donnent à la valeur des actifs l'avantage sur la valeur des passifs. Deux analystes (Golin et Delhaise, 2013: 672-674 et 713) du crédit bancaire, spécialistes de l'Asie, s'y sont intéressés. Si de telles positions seront mieux endiguées quand les autorités de contrôle introduiront le ratio de liquidité à court terme au titre des accords de liquidité de Bâle III, elles apparaîtront encore sûrement dans les opérations bancaires dans de nombreuses EED.

Les positions de change ouvertes dans une société expliquent notamment pourquoi les inquiétudes persistent quant à l'exposition au risque de change dans les EED et d'autres pays en développement qui sont en proie à de vastes mouvements de capitaux et à l'instabilité des taux de change. Même après l'introduction des autorités de contrôle de l'indicateur prévu dans les accords de liquidité de Bâle III, les facteurs de vulnérabilité au risque de change plus importants dans les EED que dans les économies avancées risquent de soulever un problème qui mérite plus d'attention et de suivi en ce qui concerne la mise en œuvre des réformes internationales.

Les raisons qui expliquent que les facteurs de vulnérabilité demeurent plus importants dans les EED figurent implicitement dans les observations contenues dans les accords de liquidité de Bâle III sur la variation des niveaux du ratio de liquidité à court terme appropriés pour les diverses juridictions. Ces variations découleront des différences d'accès entre les banques au financement en devises et leur capacité à transférer l'excédent de liquidité d'une monnaie à une autre et entre juridictions. Les banques des EED seront, en général, moins bien placées pour gérer leur exposition au risque de change dans les deux cas. En outre, la capacité des banques centrales de fournir des devises aux banques de leur pays en période d'instabilité en parallèle aux marchés financiers risque d'être limitée, car pendant ces périodes les réserves de change des banques centrales et leurs possibilités d'emprunter des devises peuvent diminuer.

Plusieurs étapes sont à prévoir pour étendre la portée des règlementations en matière de risque de change, ce qui serait particulièrement utile pour les EED. Les lignes directrices relatives à l'exposition au risque de change dans le portefeuille bancaire pourraient disposer d'analyses plus complètes des asymétries de monnaies que celles données par le ratio de liquidité à court terme (LCR) du cadre de Bâle III en matière de liquidités. Il pourrait s'agir d'une analyse plus détaillée des positions de change, combinant les asymétries d'échéances des actifs et des passifs et la monnaie de libellé, sur une période plus longue que celle prévue par les accords de Bâle III. La difficulté de réaliser une analyse comme celle-ci ne devrait pas être sous-estimée, en particulier pour ce qui est des banques aux multiples transactions internationales. Toutefois, cette analyse devrait aider la banque qui la réalise à améliorer sa gestion du risque de change.

L'exposition au risque de change dans le portefeuille bancaire pourrait aussi être abordée plus explicitement dans l'accord de Bâle sur les fonds propres. Le contrôle de l'exposition aux risques pourrait figurer expressément dans le deuxième pilier des accords de Bâle III (processus de surveillance prudentielle) dans le cadre de l'évaluation exhaustive des risques en vue d'une évaluation saine des fonds propres, qui comporte les éléments suivants : des politiques et procédures destinées à garantir que la banque identifie, mesure et notifie tous les risques importants, un processus mettant en relation les fonds propres et le niveau des risques et un processus de contrôle interne, de vérification et d'audit visant à garantir l'intégrité du processus global de gestion (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2006, par. 731 à 742). À l'heure actuelle, parmi les risques devant être évalués exhaustivement figurent le risque de crédit, le risque opérationnel, le risque de marché, le risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire, le risque de liquidité et les autres risques. La dernière catégorie de risques pourrait inclure complètement et expressément le risque de change qui n'est pas pris en compte dans le risque de marché.

Exposition indirecte au risque de change et risque de crédit

Comment un dispositif d'évaluation plus élaboré du risque de change tiendrait compte du risque auquel une banque est exposée par l'intermédiaire du risque de change auquel sont exposés les emprunteurs à cause des prêts en devises contractés qui se sont appréciés, faisant grimper les obligations de remboursement si les revenus de ces derniers sont libellés en monnaies nationales ?

Le risque auquel une banque est exposée en l'espèce devrait être considéré comme un risque de crédit plutôt qu'un risque de change, car la banque est exposée au risque que les emprunteurs ne remboursent pas leurs obligations qui augmentent à cause de la dépréciation de la monnaie de leur pays. Une manière de traiter l'exposition indirecte d'une banque au risque de crédit provenant du risque de change que ses contreparties font peser sur elle est de mettre en place un conseil de surveillance qui pourrait faire partie de l'évaluation exhaustive des risques prévue au deuxième pilier des accords de Bâle III. Le conseil irait dans le sens du Conseil de Bâle sur le contrôle bancaire qui spécifie que « [m]ême si le Comité admet que tous les risques ne peuvent pas être mesurés avec précision, un processus devrait être élaboré pour les estimer » (Conseil de Bâle sur le contrôle bancaire, 2006 : par. 732), ce qui [conformément à notre proposition de conseil] inclurait dorénavant diverses catégories de risques de change, mais aussi le risque de crédit provenant de la monnaie dans laquelle les engagements des emprunteurs d'une banque sont libellés.

Une étude du Comité de stabilité financière (FSB, pour son sigle en anglais), du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale (FSB, FMI et Banque mondiale), 2011: 30) attire l'attention sur le rôle utile que peuvent jouer les tests de résistance pour alerter les banques des EED dans le cadre de l'exposition indirecte au risque de change. Cette recommandation presuppose une certaine capacité technique des banques et des autorités de surveillance. Les autorités de surveillance devraient recommander aux banques n'ayant pas cette capacité de réduire au minimum le risque indirect de change ou d'éviter de s'y exposer.

Propositions exposées dans Playing with Fire pour le contrôle du risque de change

Le risque de change est au cœur de l'argumentation développée dans *Playing with Fire* au sujet des risques d'instabilité financière dans les EED provenant de l'intégration financière accrue des pays en partie dû à leurs activités propres et en partie à cause de leur exposition à d'autres risques financiers comme ceux relatifs au taux d'intérêt. La section précédente propose de s'appuyer sur le contrôle du risque de change auquel s'exposent les banques qui n'est pas pris en compte dans les règles prévues au cadre de règlementation actuel en matière de liquidité. Se pose cependant la question de savoir si cette solution qui repose sur les avis d'autorités de surveillance serait suffisante eu égard au but recherché.

Les organismes de surveillance financière des économies avancées n'ont pas fait abstraction des risques analysés longuement dans *Playing with Fire*. Dans son rapport de 1986 *Recent innovations in international banking* (ou *Cross report*), le groupe d'étude mis en place par les banques centrales du groupe des dix (qui doit son nom au gouverneur de la réserve fédérale de New York) a reconnu les multiples manières dans lesquelles l'innovation financière « peut contribuer aux faiblesses systémiques » comme la sous-évaluation des nouveaux instruments financiers qui ne répercute pas leurs véritables risques, l'absence de garantie de liquidité pour couvrir les actifs titrisés et l'opacité des titres basés sur de multiples opérations liées et positions hors bilan (Study Group, 1986: 127).⁵ Toutefois, les observations relatives au

⁵ Le Cross report définit l'innovation financière comme suit : « L'innovation financière, au sens large du terme, prend deux formes distinctes. Elle peut désigner de nouveaux instruments... ou désigner des évolutions profondes de l'importance relative des divers canaux de l'intermédiation financière. Bien entendu, dans la pratique, ces deux types de changement structurel sont étroitement liés. » (Study Group, 1986: 127) [Traduction non officielle]

financement des titres étaient centrées sur les marchés en euro dans lesquels les opérations se situaient principalement dans les centres financiers des économies avancées ou dans quelques places financières offshore, pas dans les EED.

L'auteur de *Playing with Fire* met l'accent sur l'élargissement de l'intégration financière internationale des marchés financiers des EED et l'accroissement de son caractère sectoriel depuis les années 1990 (c'est-à-dire depuis la date de publication du *Cross report*). Ces caractéristiques ont eu les conséquences suivantes :

1. En 2012, la capitalisation boursière de la moitié des 16 EED était plus élevée ou très proche de celle des économies avancées en pourcentage du produit intérieur brut (PIB). La part des investisseurs étrangers dans les marchés des actions (certes en partie à cause de la fluctuation des prix) était supérieure dans les EED que dans les économies avancées, comme les États-Unis et le Japon.
2. S'agissant de la dette extérieure, les émissions d'obligations ont crû plus vite que les prêts bancaires internationaux dans les emprunts des secteurs public et privé. Une réorientation s'est opérée : les banques internationales sont passées du crédit international au crédit local par l'intermédiaire d'entités ayant une présence commerciale locale. À cela s'est ajoutée dans de nombreux EED une réorientation des politiques publiques qui se sont éloignées de l'endettement international en devises et ont été tournées vers l'emprunt en monnaie locale, souvent par des émissions de dettes sur les marchés locaux obligataires. Par conséquent, la part de la dette libellée en monnaie locale a augmenté, tout comme la part de la dette détenue par des non-résidents émise sur les marchés locaux.
3. La dette extérieure n'a cessé de croître, bien qu'elle ait crû plus vite depuis 2009. Les emprunts du secteur privé ont augmenté plus rapidement que ceux du secteur public et représentent, par conséquent, une plus grande part des prêts bancaires internationaux et des émissions de titres. Les emprunts en monnaie locale ont progressé plus vite que ceux libellés en dollars et les informations quelque peu incomplètes montrent que la part des non-résidents qui détiennent de la dette publique a augmenté dans les EED.

Comme le note l'auteur de *Playing with Fire* et comme nous l'avons déjà mentionné, le changement de modèle d'intégration financière des EED s'est ajouté aux canaux de propagation des crises financières à cause des cycles mondiaux. Les nouvelles faiblesses proviennent de l'internationalisation des marchés nationaux des obligations, des actions et de l'immobilier et du rôle que peut jouer la présence locale des banques étrangères. Ces faiblesses peuvent accentuer les risques de change et, tel qu'évoqué précédemment, sont assez vastes et néfastes pour que la question se pose de savoir si les mesures proposées ci-dessus sont suffisantes pour gérer les risques de change qu'engendre l'ouverture substantielle des marchés financiers qui prédomine à présent.

Il n'y a pas de remède miracle dans la règlementation prudentielle destinée à limiter les risques engendrés par ces faiblesses. En outre, la nature et l'ampleur des faiblesses et les informations à disposition des autorités de réglementation en matière de risques sont susceptibles de varier d'un pays à l'autre. Il ne semble pas exister de mesures appropriées qui soient radicalement différentes de celles déjà énoncées. Toutefois, ces mesures sont susceptibles d'établir ce qui leur permettra de cibler le risque de change plus efficacement. Par exemple, des exigences spéciales en matière de liquidité, remplaçant celles de l'Accord de Bâle III, pourraient être imposées dans le but de renforcer les capacités des banques à gérer les

risques de change accusés dus aux évolutions sectorielles. Ces exigences, qui figurent dans la panoplie de mesures de politique de la Banque d'Angleterre, ont pour but de limiter le recours excessif à des sources particulières de financement et la surexposition à certaines catégories de titres (qui pourraient constituer une protection contre les risques de change du fait de l'exposition indirecte, à condition que la Banque d'Angleterre dispose des informations nécessaires). Les pays ont également recouru à des restrictions imposées sur les formes de financements des banques en vue d'améliorer sa durabilité, plus encore que ce qui est visé par le ratio de liquidité à court terme (LCR)⁶ prévu dans les accords de Bâle III.

La portée des sujets pouvant recevoir un avis des autorités de surveillance suggérés précédemment pourrait être élargie de manière à prendre en compte tous les risques de change identifiables, y compris ceux provenant de l'exposition indirecte à cause des positions prises par les emprunteurs des banques. Toutefois, pour être efficace, une mesure doit se baser sur une connaissance satisfaisante des risques. Cette approche serait moins efficace à moins que les règles s'étendent aux institutions financières réalisant des opérations financières comportant des risques de change mais qui ne sont pas régies par le secteur bancaire, défini de quelque manière que ce soit dans la juridiction en question.⁷

Conclusions

Comme expliqué précédemment, les propositions d'élargissement et d'amélioration des règles prudentielles s'appliquant au risque de change n'est pas contradictoire avec la conclusion tirée dans *Playing with Fire* selon laquelle ces règles ne suffisent pas pour contrôler les risques d'instabilité financière que pose l'intégration financière mondiale. Pour évaluer leur efficacité potentielle, il est nécessaire de prendre également en compte les difficultés politiques et administratives associées à l'adoption et l'application de règles et de normes faisant partie des priorités réglementaires mondiales. Le processus pour arriver à un accord sur les sujets figurant dans ce programme sera long et fera intervenir de nombreux pays ; qui plus est, leur éventuelle incorporation dans les législations et pratiques des sociétés est extrêmement long. Les futurs résultats impliqueront presque inévitablement des compromis, ce qui veut dire que certaines questions seront traitées, au mieux, de manière inadéquate. Ce qui est peut-être encore plus important ici est un point primordial évoqué précédemment concernant la nature mélioriste de la réforme de la réglementation prudentielle : les règles qui en découleront peuvent constituer une protection contre les crises et les atténuer, sans pour autant s'attaquer à l'origine des nombreux risques liés à la mondialisation financière.

⁶ Les mesures macroprudentielles visant à renforcer les bilans des banques au-dessus des niveaux du ratio de liquidité à court terme sont décrites dans Cornford, 2014 : section IV.C.

⁷ Le Comité du *Cross report* a reconnu les problèmes liés aux institutions parabancaires dans un contexte similaire : “But where ...near-banks are conducting similar business to banks...a case can be made for reducing the risk posed by the potential failure of large non-bank financial firms by extending bank-like regulation and supervision to them, even though they do not themselves take deposits from the public and would not fit neatly under the particular supervisory standards applicable to banks” (Study Group: 241).

BIBLIOGRAPHIE

- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2006), *Convergence internationale de la mesure et des norms de fonds propres. Dispositif révisé. Version compilée*, BRI, juin ;
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010), *Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risqué de liquidité*, BRI, décembre ;
- BRI (2017), “Récentes améliorations apportées aux statistiques BRI”, *Rapport trimestriel BRI*, septembre ;
- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (2008), *Progress in reducing foreign exchange settlement risk*, BRI, mai ;
- Cornford AJ (2014), *Macroprudential Regulation: Potential Implications for Rules for Cross-border Banking*, UNCTAD Discussion Paper N° 216, avril ;
- FSB, FMI et Banque mondiale (2011), *Financial Stability Issues in Emerging Market and Developing Economies*, Rapport aux ministres des finances du G20 et aux gouverneurs des banques centrales, 20 octobre ;
- Golin J et Delhaise P (2013), *The Bank Credit Analysis Handbook A Guide for Analysts, Bankers, and Investors*, deuxième édition, Singapour, John Wiley ;
- Scott HS et Gelpern A (2012), *International Finance Transactions, Policy and Regulation*, New York, Foundation Press ;
- Study Group (1986), *Recent Innovations in International Banking*, BRI, avril.

DOCUMENTS DE RECHERCHE DU CENTRE SUD

N°	Date	Titre	Auteur
1	Novembre 2005	Overview of the Sanitary and Phytosanitary Measures in QUAD Countries on Tropical Fruits and Vegetables Imported from Developing Countries	Ellen Pay
2	Novembre 2005	Remunerating Commodity Producers in Developing Countries: Regulating Concentration in Commodity Markets	Samuel G. Asfaha
3	Novembre 2005	Mesures relatives à l'offre destinées à relever les prix à la production de produits tropicaux utilisés dans la fabrication de boissons.	Peters Robbins
4	Novembre 2005	Effets potentiels des nanotechnologies sur les marchés des produits de base : répercussions sur les pays en développement tributaires des produits de base	Groupe ETC
5	Mars 2006	Rethinking Policy Options for Export Earnings	Jayant Parimal
6	Avril 2006	Considering Gender and the WTO Services Negotiations	Meg Jones
7	Juillet 2006	Réinventer la CNUCED	Boutros Boutros-Ghali
8	Août 2006	Droits de propriété intellectuelle dans les accords d'investissement : Les répercussions de type ADPIC-Plus sur la protection de l'intérêt général et son application	Ermias Tekeste Biadgleng
9	Janvier 2007	Proposition de traité de l'OMPI sur la protection des organismes de radiodiffusion et de distribution par câble : analyse dans une perspective de développement	Viviana Munoz Tellez et Andrew Chege Waitara
10	Novembre 2006	Market Power, Price Formation and Primary Commodities	Thomas Lines
11	Mars 2007	Development at Crossroads: The Economic Partnership Agreement Negotiations with Eastern and Southern African Countries on Trade in Services	Clare Akamanzi
12	Juin 2007	Changes in the Governance of Global Value Chains of Fresh Fruits and Vegetables: Opportunities and Challenges for Producers in Sub-Saharan Africa	A. E. Temu et N. W. Marwa
13	Août 2007	Towards a Digital Agenda for Developing Countries	Dalindyeb Shabalala
14	Décembre 2007	Analysis of the Role of South-South Cooperation to Promote Governance on Intellectual Property Rights and Development	Ermias Tekeste Biadgleng

15	Janvier 2008	La structure changeante et la gouvernance des moyens de faire respecter les droits de propriété intellectuelle	Ermias Tekeste Biadgleng et Viviana Munoz Tellez
16	Janvier 2008	La libéralisation du commerce des services de santé : trouver un équilibre entre les intérêts liés au mode 4 de l'AGCS et la nécessité de garantir un accès universel aux services de base	Joy Kagekwa
17	Juillet 2008	Unity in Diversity: Governance Adaptation in Multilateral Trade Institutions Through South-South Coalition-Building	Vicente Paolo B. Yu III
18	Décembre 2008	Les comptages de brevets indicateurs de la géographie de l'innovation : problèmes et perspectives	Xuan Li
19	Décembre 2008	Normes SECURE de l'OMD : enseignements tirés de l'abandon de l'initiative visant à mettre en application des normes de type ADPIC-plus-plus sur la propriété intellectuelle	Xuan Li
20	Mai 2009	Les politiques d'industrialisation et industrielles sont-elles une priorité politique en Afrique ?	Darlan F. Marti et Ivan Ssenkubuge
21	Juin 2009	L'utilisation abusive des droits de propriété intellectuelle : le problème principal des brevets incorporés dans des normes	Xuan Li et Baisheng An
22	Juillet 2009	Marge de manœuvre politique permettant de protéger les intérêts publics au titre de l'Accord sur les ADPIC	Henning Grosse Ruse-Khan
23	Décembre 2009	Utiliser les savoirs traditionnels pour innover dans le domaine de la biotechnologie	Sufian Jusoh
24	Mai 2009	Mesures en réaction à la crise financière mondiale : questions-clés pour les pays en développement	Yılmaz Akyüz
25	Octobre 2009	Décalage entre engagements et mise en application : évaluation de l'accomplissement des engagements pris au titre de la CCNUCC et du Protocole de Kyoto par les Parties figurant à l'Annexe I de la CCNUCC (résumé)	Vicente Paolo B. Yu III
26	Avril 2010	Perspectives économiques mondiales : la récession est peut-être passée, et après ?	Yılmaz Akyüz
27	Avril 2010	Dépendance aux exportations et durabilité de la croissance de la Chine et du réseau de production d'Asie de l'Est	Yılmaz Akyüz
28	Mai 2010	L'impact de la crise économique mondiale sur le développement industriel des pays les moins avancés	Rapport préparé par le Centre Sud
29	Mai 2010	Quelques réflexions sur le lien entre commerce et changements climatiques	Martin Khor

30	Mai 2010	Analysis of the Doha Negotiations and the Functioning of the World Trade Organization	Martin Khor
31	Juillet 2010	Legal Analysis of Services and Investment in the CARIFORUM-EC EPA: Lessons for Other Developing Countries	Jane Kelsey
32	Novembre 2010	Pourquoi les réformes de façade du FMI et du système monétaire international ne suffisent pas	Yılmaz Akyüz
33	Novembre 2010	L'importance d'une répartition équitable de l'espace atmosphérique pour le développement	Martin Khor
34	Novembre 2010	Recourir au développement durable et aux droits de l'homme pour lutter contre les changements climatiques	Margreet Wewerinck et Vicente Paolo B. Yu III
35	Janvier 2011	Le droit à la santé et aux médicaments : le cas de la récente négociation sur la stratégie mondiale sur la santé publique, l'innovation et la propriété intellectuelle	Germán Velásquez
36	Mars 2011	Le Protocole de Nagoya sur l'accès aux ressources génétiques et le partage juste et équitable des avantages découlant de leur utilisation : analyse et mise en oeuvre des options s'offrant aux pays en développement	Gurdial Singh Nijar
37	Mars 2011	Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: Will the Current Boom End with a Bust?	Yılmaz Akyüz
38	Mai 2011	Les OMD après 2015	Deepak Nayyar
39	Mai 2011	Mettre en oeuvre le mécanisme financier de la CCNUCC	Matthew Stilwell
40	Juillet 2011	Les risques associés à une utilisation abusive du concept d'économie verte dans le contexte du développement durable, de la pauvreté et de l'équité	Martin Khor
41	Septembre 2011	Pharmaceutical Innovation, Incremental Patenting and Compulsory Licensing	Carlos M. Correa
42	Décembre 2011	Repenser la santé mondiale : une convention obligatoire pour la R-D de produits pharmaceutiques	Germán Velásquez et Xavier Seuba
43	Mars 2012	Mechanisms for International Cooperation in Research and Development: Lessons for the Context of Climate Change	Carlos M. Correa
44	Mars 2012	Peut-on parler d'un essor exceptionnel du Sud ?	Yılmaz Akyüz
45	Avril 2012	Quel lien y a-t-il entre la lutte contre les changements climatiques, le transfert de technologie et les droits de propriété intellectuelle et où en sont les négociations à leur sujet ?	Martin Khor

46	Juillet 2012	Asian Initiatives at Monetary and Financial Integration: A Critical Review	Mah-Hui (Michael) Lim et Joseph Anthony Y. Lim
47	Mai 2013	Le rôle de l'OMS dans l'analyse des questions liées à l'accès aux médicaments et à la propriété intellectuelle	Germán Velásquez
48	Juin 2013	Le vrai-faux retour de la croissance dans les pays en développement après la crise financière	Yılmaz Akyüz
49	Janvier 2014	Public-Private Partnerships in Global Health: Putting Business Before Health?	Germán Velásquez
50	Février 2014	Les erreurs de gestion de la crise aux États-Unis et en Europe, leurs effets sur les pays en développement et leurs conséquences à plus long terme	Yılmaz Akyüz
51	Juillet 2014	Les obstacles au développement dans le système économique mondial	Manuel F. Montes
52	Août 2014	Tackling the Proliferation of Patents: How to Avoid Undue Limitations to Competition and the Public Domain	Carlos M. Correa
53	Septembre 2014	Regional Pooled Procurement of Medicines in the East African Community	Nirmalya Syam
54	Septembre 2014	Mécanismes de financement innovants : sources potentielles de financement de la Convention-cadre de l'OMS pour la lutte antitabac	Deborah Ko Sy, Nirmalya Syam et Germán Velásquez
55	Octobre 2014	Patent Protection for Plants: Legal Options for Developing Countries	Carlos M. Correa
56	Novembre 2014	Les incidences du Protocole d'Harare de l'Organisation régionale africaine de la propriété intellectuelle (ARIPO) sur l'accès aux médicaments	Sangeeta Shashikant
57	Novembre 2014	Globalization, Export-Led Growth and Inequality: The East Asian Story	Mah-Hui Lim
58	Novembre 2014	Patent Examination and Legal Fictions: How Rights Are Created on Feet of Clay	Carlos M. Correa
59	Décembre 2014	La période de transition accordée aux PMA pour mettre en œuvre l'Accord sur les ADPIC et ses incidences sur la production locale de médicaments dans la CAE	Nirmalya Syam
60	Janvier 2015	Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies	Yılmaz Akyüz
61	Mars 2015	Guidelines on Patentability and Access to Medicines	Germán Velásquez
62	Septembre 2015	Le Partenariat transpacifique : un accord qui étend les droits de propriété intellectuelle au détriment de l'accès aux médicaments	Carlos M. Correa
63	Octobre 2015	Foreign Direct Investment, Investment Agreements and Economic Development: Myths and Realities	Yılmaz Akyüz

64	Février 2016	Implementing Pro-Competitive Criteria for the Examination of Pharmaceutical Patents	Carlos M. Correa
65	Février 2016	Réflexions sur la multiplication des procédures de règlement des différends entre investisseurs et Etats dans le secteur des industries extractives en Afrique	Kinda Mohamadieh et Daniel Uribe
66	Mars 2016	The Bolar Exception: Legislative Models and Drafting Options	Carlos M. Correa
67	Juin 2016	Innovation and Global Intellectual Property Regulatory Regimes - The Tension between Protection and Access in Africa	Nirmalya Syam et Viviana Munoz Tellez
68	Juin 2016	Protection de l'investissement international : analyse comparative du Partenariat transpacifique et des nouveaux modèles d'accord des pays en développement	Kinda Mohamadieh et Daniel Uribe
69	Juillet 2016	Intellectual Property and Access to Science	Carlos M. Correa
70	Août 2016	Innovation and the Global Expansion of Intellectual Property Rights: Unfulfilled Promises	Carlos M. Correa
71	Octobre 2016	Recovering Sovereignty Over Natural Resources: The Cases of Bolivia and Ecuador	Humberto Capodonico
72	Novembre 2016	Is the Right to Use Trademarks Mandated by the TRIPS Agreement?	Carlos M. Correa
73	Février 2017	Inequality, Financialization and Stagnation	Yılmaz Akyüz
74	Février 2017	Mitigating the Regulatory Constraints Imposed by Intellectual Property Rules under Free Trade Agreements	Carlos M. Correa
75	Mars 2017	Concrétiser le droit des agriculteurs relatif à l'utilisation des semences	Carlos M. Correa
76	Mai 2017	Répercussions de la crise financière sur les pays du Sud et perspectives de croissance	Yılmaz Akyüz et Vicente Paolo B. Yu III
77	Mai 2017	Access to Hepatitis C Treatment: A Global Problem	Germán Velásquez
78	Juillet 2017	Propriété intellectuelle, santé publique et accès aux médicaments au sein des organisations internationales	Germán Velásquez
79	Septembre 2017	Access to and Benefit-Sharing of Marine Genetic Resources beyond National Jurisdiction: Developing a New Legally Binding Instrument	Carlos M. Correa
80	Octobre 2017	Les effets doubles de la synchronisation des marchés des produits de base et des marchés des capitaux	Yılmaz Akyüz
81	Novembre 2017		Martin Khor, Manuel F. Montes, Mariama

82	Novembre 2017	Prendre en compte les conséquences des mesures de riposte liées aux changements climatiques sur les pays en développement pour promouvoir le développement durable	Williams, et Vicente Paolo B. Yu III Germán Velásquez
83	Novembre 2017	The International Debate on Generic Medicines of Biological Origin	Yuefen LI
		China's Debt Problem and Rising Systemic Risks: Impact of the global financial crisis and structural problems	



CENTRE SUD

**Chemin du Champ d'Anier 17
PO Box 228, 1211 Genève 19
Suisse**

**Téléphone : (41 22) 791 8050
Fax : (41 22) 798 8531
Email : south@southcentre.int**

**Site Web :
<http://www.southcentre.int>**

ISSN 1819-6926