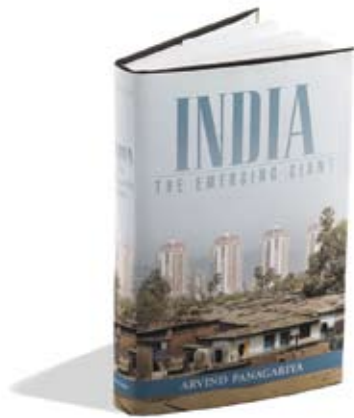


## Un engouement injustifié?



Arvind Panagariya

### India: The Emerging Giant

Oxford University Press, Oxford and New York, 2008, 545 p., 39,95 \$ (tollé).

Arvind Panagariya vient probablement de signer l'ouvrage le plus complet, à jour et accessible sur l'économie indienne. Fruit de la démarche analytique d'un grand économiste du commerce international, il regorge de détails utiles puisés dans la réalité. Le champ est vaste, mais l'auteur parvient à en relier les différents éléments en un tout cohérent. C'est un excellent traité d'économie appliquée, sensible à l'économie politique indienne. Les conclusions de politique économique sont percutantes : Panagariya n'hésite pas à attaquer ceux qui, selon lui, se trompent sur l'économie indienne, avec un puissant mélange d'analyses et de preuves. Même si l'ouvrage date d'avant la crise actuelle, ses conclusions n'en demeurent pas moins valables.

La dernière décennie (terminée en 2007–08), ère de «l'économie idéale», a favorisé un véritable engouement pour l'Inde, avec une erreur de diagnostic sur ses résultats économiques récents, apparemment positifs. Les colporteurs de cette image d'Épinal dépeignent l'économie indienne sous un jour trop favorable, ce qui n'a presque rien à voir avec la réalité.

Un aspect de cet engouement rendu respectable par des profes-

Responsable de cette rubrique : Archana Kumar.

seurs de gestion et d'économie est la thèse selon laquelle l'Inde serait en train de tracer sa propre voie vers le développement, se démarquant ainsi de l'approche traditionnelle axée sur l'avantage comparatif, adoptée par la Chine et les autres pays industrialisés d'Asie. Poussée à l'extrême, cette thèse consiste à dire que la croissance indienne est tirée par les services haut-de-gamme et, désormais, par la fabrication, avec des entreprises hors pair soucieuses de s'internationaliser. Dani Rodrik et Arvind Subramanian vont plus loin : reconnaissant que les politiques dirigistes ont favorisé les succès économiques récents, ils minimisent le rôle des réformes libérales engagées après 1991 dans l'amélioration des résultats économiques.

Panagariya conteste ces arguments. Il souligne les politiques désastreuses d'Indira Gandhi (milieu des années 60–début des années 80), qui ont amené l'Inde à renoncer à son avantage comparatif dans les activités à forte intensité de main-d'œuvre pour adopter des règlements nocifs encore difficiles à éliminer aujourd'hui (notamment sur le marché de l'emploi). Et il reconnaît le mérite des réformes axées sur le marché, de 1991 à 1993, de 1998 à 2004, et vers la fin des années 80.

### Un déficit de réformes?

En outre, l'auteur s'emploie à disséquer la dynamique de la croissance indienne et les périodes de stagnation. On ne peut que se réjouir des succès enregistrés dans les services informatiques et sur certains créneaux de fabrication. Mais ces succès attribuables à une poignée de salariés très bien payés et à des activités à forte intensité de capital ou de compétences ne représentent qu'une goutte d'eau dans un océan d'employés mal rémunérés et sans qualification. Avec sa main-d'œuvre abondante, l'Inde devrait connaître une croissance formidable. Loin s'en faut. L'agriculture piétine, bridée par un protectionnisme très élevé et par des restrictions draconiennes qui morcellent le marché na-

tional. Les services non échangeables — où le potentiel de création d'emplois est énorme — sont également assujettis à des restrictions internes. Les services essentiels (banque, assurance et distribution) souffrent également de protections extérieures. Dans le secteur manufacturier, l'Inde accuse un net retard en matière de développement, toutes sortes de politiques au niveau national et des États concourant à entraver une production industrielle à forte intensité de main-d'œuvre. Panagariya ne doute nullement que l'Inde ait besoin de sa Révolution industrielle pour espérer sortir de la pauvreté par la croissance. Il faudrait que les démunis des campagnes acceptent de travailler pour de maigres salaires (dans un premier temps) dans la fabrication de masse. C'est ce que l'Asie de l'Est a fait. Pas l'Inde.

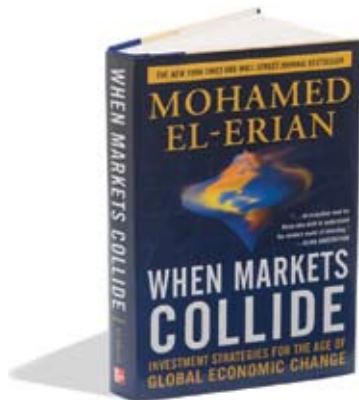
Panagariya reste cependant optimiste quant à la possibilité pour l'Inde de devenir «géant émergent» : les réformes libérales sont bien engagées; elles vont s'amplifier et s'approfondir, et la performance économique tendra vers son potentiel, dans l'intérêt d'un échantillon plus large de la population.

Je ne partage pas entièrement cet optimisme, pour trois raisons. D'abord, la fin de «l'économie idéale» a révélé le retard de l'Inde en matière de réformes et la fragilité des fondements de sa croissance. Ensuite, l'Inde paie aujourd'hui le prix d'un gouvernement qui n'a pas appliqué la moindre réforme depuis 2004. Enfin, L'État indien lui-même, dirigé par son élite politico-bureaucratique, n'a fait aucune réforme. Les institutions publiques se sont détériorées au niveau national comme dans les États. Selon Aron Shourie, ancien ministre et grand commentateur indien, le recul de l'Inde, État «rongé par les termites», n'est pas compatible avec son avancée sous l'impulsion de cadres urbains du secteur privé; cet État entravera la progression du pays. Rien n'est moins sûr. En tout cas, les réformes essentielles du marché doivent s'accompagner d'une réforme de l'État lui-même. Politiquement, c'est un défi de taille.

**Razeen Sally**

Directeur, Centre européen d'économie politique internationale, Bruxelles

## Comment en sommes-nous arrivés là?



Mohamed El-Erian

### When Markets Collide

#### Investment Strategies for the Age of Global Economic Change

McGraw-Hill, New York, 2008, 304 p., 27,95 \$ (toilé).

**A**ctuel, instructif et facile à lire, cet ouvrage associe à une analyse protéiforme des mutations de l'économie mondiale et des marchés financiers un plan d'action destiné aux intervenants et aux décideurs. La démarche reflète la longue expérience de l'auteur, co-président de PIMCO, gérante du plus grand fonds obligataire mondial, ancien président de la Harvard Management Company et ancien cadre supérieur du FMI.

L'auteur résume avec brio certaines anomalies et énigmes, donnant un aperçu des symptômes de la transformation actuelle, et notamment du fameux mystère des taux d'intérêt à long terme qui sont en baisse aux États-Unis malgré le resserrement de la politique monétaire. Il examine les causes de ces symptômes — nette évolution de l'ampleur et des modalités de l'interaction entre pays industrialisés et émergents, et vif essor des transactions financières. Ces facteurs ont une forte incidence sur la manière dont nous devons apprécier l'évolution des marchés, les décisions d'investissement et les réactions des pouvoirs publics.

El-Erian affirme de manière convaincante qu'il ne faut pas négliger ces anomalies et l'information qu'elles véhiculent, car elles révèlent l'évolution

profonde des risques et des rendements. Il propose un cadre systématique pour cerner les anomalies et les points d'inflexion, et il explique pourquoi il est difficile de repérer un signal dans le bruit. Il s'inspire des sciences comportementales et des neurosciences pour expliquer notre incapacité d'intérioriser des événements rares, malgré leur incidence extrême. L'analyse illustre bien le dicton keynésien selon lequel la difficulté ne tient pas tant à échafauder des idées nouvelles qu'à échapper aux idées anciennes. L'auteur recense des mesures permettant de distinguer le signal du bruit.

Dans ce cadre, El-Erian analyse le réalignment du système mondial : il ne suffit plus d'étudier l'évolution des pays industrialisés; les pays émergents jouent également un rôle crucial. De plus, les fondements de l'économie sont secoués par des flux de capitaux transfrontaliers d'une ampleur sans précédent, par la prolifération de nouveaux produits et instruments ainsi que par l'apparition de nouveaux intervenants sur les marchés financiers et de nouvelles réserves de capitaux comme les fonds souverains. En somme, les sources d'activité se sont diversifiées, et il existe un vaste éventail de fonds à investir. L'auteur donne des exemples d'évolution réelle ou future des facteurs pouvant influencer sur des variables déterminantes comme la croissance, le commerce, la formation des prix et les flux de capitaux, qui vont modeler les décisions des intervenants.

#### Discipliner les investisseurs

Comment ces intervenants devraient-ils se positionner pour tirer parti du potentiel de hausse et gérer le risque de baisse, et comment élaborer un plan de répartition des actifs qui soit conforme aux réalités futures tout en garantissant la protection des portefeuilles? El-Erian accompagne le lecteur dans un exercice rigoureux de répartition d'actifs. À son avis, les investisseurs doivent assumer plus de responsabilités dans la gestion des risques, d'où la nécessité de surveiller fréquemment la sensibilité des portefeuilles aux principaux risques de

marché. (Il propose un amusant débat sur les risques de pertes extrêmes et sur le pari de Pascal — la faible probabilité d'un événement ayant des conséquences énormes — et ses répercussions sur l'achat d'assurance contre ce type de risques.)

Concernant l'action des pouvoirs publics, l'auteur soutient que les transformations réduisent l'efficacité des méthodes et outils traditionnels, et limitent l'utilité des informations véhiculées par les indicateurs traditionnels. D'où la nécessité de réformer les méthodes traditionnelles. L'auteur propose aux institutions multilatérales comme le FMI un plan d'action concret qui renforcerait durablement leur rôle.

Compte tenu des mutations en cours et des incertitudes qui modifient de manière inimaginable la configuration des risques et des rendements, le livre offre un puissant cadre d'analyse qui permet de s'y retrouver dans le dédale des évolutions récentes et en cours. La preuve en est que le livre est sorti début 2008 et toutes ses prévisions se sont réalisées. L'auteur avait mis en garde contre les risques accrus d'un recours sans précédent à l'effet de levier et à la déréglementation traduisant une course effrénée aux rendements, ainsi que contre les accidents de marché et les bouleversements graves dus au comportement insoutenable des investisseurs et des intermédiaires. La vitesse d'aggravation et de propagation de la crise, surtout depuis la faillite de Lehman Brothers, atteste des interrelations analysées dans ce livre et du fait que la gravité de la récession mondiale dépendra de la stabilisation à court terme des secteurs bancaires et financiers. El-Erian avait également anticipé le peu de latitude des décideurs dans un tel environnement et le risque d'aggravation de leurs erreurs potentielles.

En somme, cet ouvrage est une lecture essentielle pour quiconque veut comprendre où nous en sommes, comment nous sommes arrivés là, et ce qui nous attend.

**Manmohan S. Kumar**

*Sous-Directeur, Département des finances publiques du FMI*