

**FINANCES & DÉVELOPPEMENT**

[www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)  
Mars 2009

**Chine :  
vers une  
solution nationale**

**Portrait de Roubini,  
prophète des crises**

**Assèchement  
du crédit  
commercial**

**Pour une bonne  
réglementation**

# **La mondialisation bute sur la crise**

## **L'économie mondiale en mutation**

Finances & Développement, mars 2009



MFIFA2009001

**Finances & Développement** est publié chaque trimestre en anglais, en arabe, en chinois, en espagnol, en français et en russe par le Fonds monétaire international.

Édition française ISSN 0430-473x

**RÉDACTEUR EN CHEF**

Jeremy Clift

**RÉDACTEURS PRINCIPAUX**

Camilla Andersen  
Archana Kumar  
James Rowe  
Simon Willson

**RÉDACTEURS**

Maureen Burke  
Sergio Negrete Cardenas  
Natalie Ramirez-Djumena

**DIRECTRICE ARTISTIQUE**

Luisa Menjivar

**GRAPHISTE**

Lai Oy Louie

**ASSISTANTES DE RÉDACTION**

Lijun Li  
Kelley McCollum  
Niccole Braynen-Kimani

**CONSEILLERS DE LA RÉDACTION**

Bas Bakker  
Tim Callen  
Adrienne Cheasty  
Ana Corbacho  
Alfredo Cuevas  
Marcello Estevão  
Domenico Fanizza  
James Gordon  
Thomas Helbling  
Paul Hilbers  
Paolo Mauro  
Gian Maria Milesi-Ferretti  
Paul Mills  
Uma Ramakrishnan

**ÉDITION FRANÇAISE**

Division française  
Services linguistiques  
ALFRED DETCHOU  
Traduction & Révision  
CATHERINE HELWIG  
ANNE ROUSSEAU  
Correction & PAO

**Abonnement, changement d'adresse et publicités :**

IMF Publication Services  
700 Nineteenth Street, N.W.  
Washington, DC 20431 (U.S.A.)  
Téléphone : (202) 623-7430  
Fax : (202) 623-7201  
E-mail : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)

© 2009 Fonds monétaire international.  
Tous droits réservés. Pour reproduire les articles à des fins **non commerciales**, prière de s'adresser à : Editor-in-Chief, *Finance & Development*  
International Monetary Fund  
Washington, DC 20431 (U.S.A.)  
Téléphone : (202) 623-8300  
Fax : (202) 623-6149  
Site Web : [www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)

L'autorisation de reproduction à des fins **commerciales** s'obtient auprès du **Copyright Clearance Center** ([www.copyright.com](http://www.copyright.com)) contre paiement d'une somme modique.

Les opinions exprimées dans la revue n'engagent que leurs auteurs et ne reflètent pas nécessairement la politique du FMI.



**FINANCES & DÉVELOPPEMENT** PUBLICATION TRIMESTRIELLE  
DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Mars 2009 • Volume 46 • Numéro 1

## DOSSIER

### LE MONDE EN CRISE

- 8 Remodeler l'économie mondiale**  
La crise économique et financière marque la fin (provisoire) d'une ère d'expansion rapide de la mondialisation  
*Jean Pisani-Ferry et Indhira Santos*
- 13 Chute généralisée**  
Quatre pays font face aux graves effets perturbateurs du ralentissement économique mondial  
Ukraine : *David Hofman*  
Singapour : *Roberto Guimaraes et Alessandro Zanello*  
Burkina Faso : *Isabell Adenauer, Norbert Funke et Charles Amo Yartey*  
Irlande : *Siobhán McPhee*
- 18 Le commerce extérieur en mal de financement**  
Le renchérissement du crédit et la pénurie de financement des importations et des exportations se font durement ressentir, surtout dans les pays émergents  
*Thomas Dorsey*
- 20 Revers de fortune**  
Frappés par la crise financière, prêteurs et emprunteurs mondiaux assistent à des variations spectaculaires de leurs comptes extérieurs  
*Gian Maria Milesi-Ferretti*
- 23 La marche à suivre**  
Il faut repenser les contours de la réglementation financière et améliorer l'approvisionnement en liquidité  
*Laura Kodres et Aditya Narain*
- 27 Qui va payer la facture?**  
Le rôle de la politique budgétaire à moyen terme dans la sortie de crise  
*Carlo Cottarelli*
- 31 Les données à la rescousse**  
L'amélioration des statistiques jouera désormais un rôle décisif dans la prévention des crises  
*Adelheid Burgi-Schmelz*
- 44 Un nouveau Bretton Woods?**  
L'Histoire nous montre que la réforme du système monétaire international requiert une volonté politique et une large participation  
*James M. Boughton*





## En quête de solutions

**L**A CRISE mondiale met à rude épreuve de nombreuses économies, entraînant l'effondrement du commerce mondial et bloquant la mondialisation.

Ce numéro de *F&D* examine les multiples facettes de la récession, depuis l'impact sur les différents pays jusqu'aux effets sur les déséquilibres mondiaux de balance des paiements. Il trace plusieurs pistes dans l'optique d'une reprise ou de la prévention d'autres revers grâce à une redéfinition des politiques et à une réforme de la réglementation à plus long terme.

Nous passons en revue diverses études du FMI qui soulignent l'acuité de la crise — dont une enquête sur la chute du financement du commerce extérieur et une évaluation chiffrée des coûts directs et indirects des turbulences financières. Nous posons, par ailleurs, sous plusieurs angles, le débat sur la démarche à suivre, notamment pour repenser le cadre réglementaire et combler les sérieuses lacunes

statistiques afin d'éviter des crises futures et de faciliter la mise en place de systèmes d'alerte avancée.

La rubrique «Paroles d'économistes» brosse le portrait de Nouriel Roubini, le «nomade planétaire» qui a prédit la crise mondiale en cours, et «L'ABC de l'économie» traite de la récession.

Les articles d'opinion portent sur la ligne de démarcation instable entre l'État et les marchés, la réforme du secteur financier et la gouvernance des marchés financiers mondiaux. Nous offrons enfin un aperçu historique de la restructuration de l'architecture financière mondiale et de ses acquis. Le renforcement de la réglementation prendra du temps, mais la dynamique en faveur des réformes est solide. Il faudra faire preuve d'initiative et mettre à contribution toutes les parties prenantes.

**Jeremy Clift**  
Rédacteur en chef

## POINTS DE VUE

- 34 Redessiner les contours**  
La crise financière conduit à repenser les rôles de l'État et du marché  
*Roger Bootle*
- 36 L'avenir tel qu'il se profile**  
Le remodelage du système financier mondial résultera des décisions nationales et non des sommets internationaux  
*Brad Setser*
- 40 Démêler l'écheveau**  
Les avis concordent sur la nécessité de revoir la gouvernance des marchés financiers, mais qui doit faire quoi?  
*Amar Bhattacharya*

## RUBRIQUES

- 3 En bref**  
**Le FMI veut doubler ses ressources**  
**Fonds d'aide aux pays vulnérables**  
**Nouvelle série de publications**
- 4 Paroles d'économistes**  
**L'homme qui prévoit les crises**  
*Portrait de Nouriel Roubini par Prakash Loungani*
- 47 Études du FMI**  
**La solution nationale**  
La Chine peut-elle soutenir sa croissance par une politique de bon voisinage?  
*Leslie Lipschitz, Céline Rochon et Geneviève Verdier*

- 50 Petits pas**  
Le juste équilibre dans le développement financier des petites économies : un réalisme payant  
*Mark Stone et Seiichi Shimizu*
- 52 L'ABC de l'économie**  
**Qu'est-ce qu'une récession?**  
*Stijn Claessens et M. Ayhan Kose*
- 54 Notes de lecture**  
*India: The Emerging Giant*, Arvind Panagariya  
*When Markets Collide: Investment Strategies for the Age of Global Economic Change*, Mohamed El-Erian
- 56 Gros plan : Dette de l'Amérique latine**  
La baisse des ratios d'endettement extérieur permet à l'Amérique latine de mieux affronter la crise mondiale

**Illustrations** : p. 31, Nigel Sandor/Illustration Works/Corbis; p. 34, Luisa Menjivar/FMI.

**Photographies** : Couverture, Jorg Greuel/Getty Images; p. 3, Viktor Drachev/AFP/Getty Images et Newscom; p. 4, Andrew Testa/Panos; p. 8, China Photos/Getty Images; p. 13, ImageShop/Corbis; p. 14, Viktor Korotayev/Reuters/Corbis; p. 15, Roslan Rahman/AFP/Getty Images; p. 16, Issouf Sanogo/AFP/Getty Images; p. 17, Piotr Malecki/Getty Images; p. 18, Byun Yeong-Wook/AFP/Newscom; p. 23, Construction Photography/Corbis; p. 27, Yang Liu/Corbis; p. 37, Peter Macdiarmid/Getty Images; p. 38, Enny Nuraheni/Reuters/Newscom; p. 40, Newscom; p. 44, Hulton Archive/Getty Images; p. 45, Douglas Miller/Keystone/Getty Images; p. 47, Zhang Zhitao/ChinaFotoPress/Newscom; p. 50, Muajhid Safodien/AFP/Newscom; p. 54-55, FMI.

THE SEQUEL TO  
THE ACCLAIMED  
*CULTURE MATTERS*  
NOW IN PAPERBACK

“OUTSTANDING.  
I devoured every word.”

—THOMAS FRIEDMAN, *The New York Times*

“It is not often that a book appears of such intellectual force and power that it can completely change the debate on an issue. Lawrence Harrison's book *The Central Liberal Truth* has done that for development theory.”

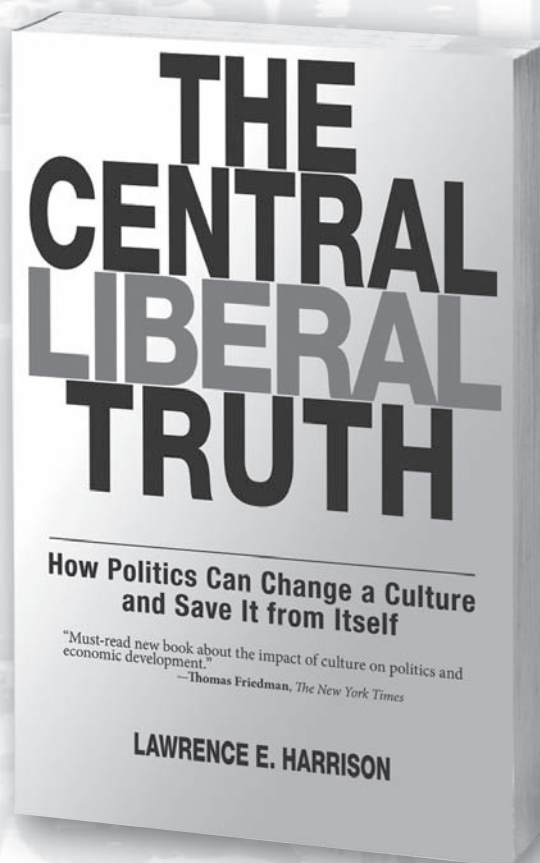
—ANDREW NATSIOS,  
former Administrator of the U. S. Agency  
for International Development

“*The Central Liberal Truth* is an impressive, persuasive, and indispensable book for anyone interested in improving the conditions of human life in poor countries.”

—SAMUEL HUNTINGTON,  
author of *The Clash of Civilizations and  
the Remaking of World Order*

“A book of enormous importance and startling originality.”

—FOUAD AJAMI,  
Director of Middle East Studies,  
Johns Hopkins University



Available wherever books are sold

[www.oup.com/us](http://www.oup.com/us)

OXFORD  
UNIVERSITY PRESS



Biélorussie : oléoduc de Yamal-Europe.

## Le FMI veut doubler ses ressources

Le 13 février, le Japon a accru de 100 milliards de dollars les ressources prêtables du FMI pour faire face à la crise économique et financière. Ce complément de ressources permettra à l'institution d'accorder à ses 185 États membres un soutien rapide et efficace de balance des paiements.

Jusqu'ici, le FMI a engagé 50 milliards de dollars de crédits en faveur de pays touchés par la crise tels que la Biélorussie, la Lettonie et le Pakistan. Étant donné que l'on prévoit une croissance quasi nulle en 2009, le FMI envisage de recevoir d'autres demandes d'aide financière dans les prochains mois.

Outre la rallonge accordée par le Japon, le FMI dispose d'environ 200 milliards de dollars de ressources prêtables. Le Directeur général, Dominique Strauss-Kahn, veut porter ces ressources à 500 milliards de dollars environ, ce qui permettrait de faire face à une aggravation de la crise et de signaler que le FMI peut parer à toute éventualité. Le Conseil d'administration du FMI envisage plusieurs moyens d'accroître la surface financière de l'institution et notamment les ressources concessionnelles en faveur des pays pauvres.

## Fonds d'aide aux pays vulnérables

Le Président de la Banque mondiale, Robert B. Zoellick, invite les pays développés à consacrer 0,7 % de leurs plans de relance à un «Fonds d'aide aux pays vulnérables» — pays en développement touchés par la crise mondiale. M. Zoellick a lancé cet appel à la veille du 39<sup>e</sup> Forum économique de Davos (Suisse) à la fin janvier.

Ce fonds permettrait d'accélérer l'octroi de ressources aux programmes de protection sociale mis en place par la Banque mondiale, les Nations Unies et les banques régionales de développement pour promouvoir les services de santé, d'éducation et de nutrition, financer les infrastructures et appuyer les PME ainsi que les institutions de microfinance qui prêtent aux pauvres, a déclaré M. Zoellick.

«Les démunis en Afrique ne devraient pas subir les conséquences d'une crise née en Amérique», affirme M. Zoellick dans un article publié dans le *New York Times* le 22 janvier.



Le «Fonds d'aide aux pays vulnérables» permettrait de renforcer les programmes de protection sociale dans les pays en développement.

## Nouvelle série de publications

Le FMI a lancé une nouvelle série de publications intitulée «Note de position des services du FMI» (Staff Position Notes) afin de vulgariser des études et analyses sur des questions spécialisées.

Dans la note la plus récente, intitulée «Foreclosure Mitigation Efforts in the United States: Approaches and Challenges», John Kiff et Vladimir Klyuev constatent que les saisies immobilières aux États-Unis ont atteint des niveaux inégalés depuis la Crise de 1929 — en dépit du fait qu'elles entraînent des pertes considérables pour le prêteur et l'emprunteur. L'étude propose un plan pour enrayer les saisies et résoudre globalement les problèmes du marché immobilier américain.

D'autres titres récents ont porté sur la politique budgétaire en temps de crise et sur la façon de mesurer la vulnérabilité d'un pays à la déflation. Pour en savoir plus, voir le site [www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=236](http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=236).

## Événements prévus en 2009

**2 avril, Londres, Royaume-Uni**

Sommet du Groupe des Vingt

**14–16 avril, Rio de Janeiro, Brésil**

Forum économique mondial sur l'Amérique latine

**25–26 avril, Washington, D.C.**

Réunions de printemps du FMI et de la Banque mondiale

**2–5 mai, Bali, Indonésie**

Assemblée annuelle de la Banque asiatique de développement

**13–14 mai, Dakar, Sénégal**

Assemblée annuelle de la Banque africaine de développement

**15–16 mai, Londres, Royaume-Uni**

Assemblée annuelle de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement

**8–10 juillet, La Maddalena, Italie**

Sommet du Groupe des Huit

**6–7 octobre, Istanbul, Turquie**

Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale



# L'homme qui prévoit les crises

Portrait de **Nouriel Roubini**

par *Prakash Loungani*

**I**NSTITUTIONAL Investor a dressé la liste pour 2009 des 50 personnalités les plus influentes des milieux financiers. On y trouve de nombreux hauts responsables publics et privés, comme Ben Bernanke et Warren Buffett. Un seul professeur d'économie y figure, au 44<sup>e</sup> rang, devant le prince saoudien Alwaleed Ben Talal : Nouriel Roubini, de l'université de New York.

C'est une satisfaction pour celui que l'économie a attiré par sa capacité à influencer l'opinion publique et le pouvoir. Il y a vingt ans, M. Roubini était surtout connu dans le monde universitaire pour des travaux remarquables sur les liens entre politique et économie. Ultérieurement, la qualité de ses informations et analyses sur la crise financière asiatique a élargi son audience. Il jouit aujourd'hui d'une grande notoriété et on le complimente pour avoir, comme le dit *Institutional Investor*, «prévu qu'un krach immobilier américain causerait des faillites bancaires et une profonde récession».



Il sillonne le monde pour expliquer les effets de la crise qu'il a anticipée. Avant d'entamer un déplacement récent de deux semaines à Istanbul, Dubaï, Abu Dhabi, Londres et Moscou, il dit «avoir oublié une étape : Davos tout simplement!».

### **L'influence italienne**

M. Roubini se qualifie lui-même de «nomade de la mondialisation». Né à Istanbul, d'ascendance iranienne, il grandit en Israël et en Italie; à la fin des années 70, il obtient une licence à l'université Bocconi de Milan. «C'était une époque de crise sociale en Italie. Beaucoup comme moi, même des adolescents, en étaient très conscients. L'économie constituait un moyen de comprendre le monde, avec l'espoir de l'améliorer ensuite par de bonnes politiques».

Son modèle est Mario Monti, un professeur d'économie de Bocconi appelé à devenir très influent dans les milieux politiques européens (*F&D* de juin 2005 le présente). M. Roubini voit en Monti, formé à Yale, «un dirigeant et un enseignant charismatique. Bien qu'universitaire sérieux, il s'intéressait à la politique».

Pour terminer ses études, M. Roubini doit faire le même choix que beaucoup d'autres étudiants doués : Cambridge ou Cambridge? Auparavant, ses compatriotes allaient à l'université britannique, attirés par la présence d'un économiste italien réputé, Piero Sraffa. Mais, dans les années 80, les étudiants préfèrent choisir le Cambridge du Massachusetts, où un autre grand économiste italien, Franco Modigliani, enseigne au Massachusetts Institute of Technology (MIT).

M. Roubini opte pour le Cambridge américain, mais va à Harvard et non au MIT. Pourquoi? Il répond : «Dites bien que je ne m'en formalise pas; c'est dans l'ordre des choses». En fait, il a la chance de côtoyer à la fois les vedettes de Harvard — Jeff Sachs, Larry Summers, Robert Barro et Greg Mankiw — et du MIT. «J'y suivais les cours de Rudi Dornbusch, Stan Fischer et Olivier Blanchard». Après l'obtention du diplôme de Harvard, en 1988, son premier emploi est à Yale.

### **Des dérives budgétaires...**

Le spectacle de l'Italie constamment aux prises à des déficits élevés incite M. Roubini à étudier la politique budgétaire, c'est-à-dire les modalités de fixation du montant des charges publiques et de leur couverture. À cette époque, les États engagent des dépenses dont ils diffèrent en partie le paiement.

«C'était extraordinaire. Dans les années 70 et au début des années 80, le déficit de nombreux pays européens est d'environ 4 % du PIB et dans certains, comme la Belgique, la Grèce et l'Italie, il atteint 10 %.» La dette publique augmente donc fortement : celle des pays qui formeront la zone de l'euro «double presque, passant approximativement de

30 % à 60 % du PIB». Les États-Unis et le Japon sont aussi constamment en déficit.

À propos des causes et de la gravité de ces déficits, il y a deux interprétations universitaires dominantes. Selon la première, formulée par le prix Nobel James Buchanan, la tendance chronique au déficit découle d'une compétition politique pour gagner les votes de groupes d'intérêts particuliers en leur promettant une injection continue de fonds publics.

Selon la deuxième, dont le principal tenant est Robert Barro, les États se comportent généralement bien à long terme. Ils sont en déficit quand c'est nécessaire, par exemple lors de guerres et de récessions, puis remboursent la dette, quoique très lentement, en temps normal. Les politiques suivies par les gouvernements américain et britannique confirment à peu près ce schéma en longue période.

La contribution de M. Roubini, dans ses recherches des années 80 avec Alberto Alesina et Jeffrey Sachs, consiste à tracer une voie moyenne entre ces deux interprétations. Il étudie attentivement les situations politiques nationales pour comprendre quand les gouvernements sont le plus susceptibles de céder aux intérêts particuliers, sans sous-estimer les facteurs économiques qui concourent aussi aux déficits.

Dans une série d'articles, M. Roubini démontre que le partage du pouvoir, par exemple entre les nombreux partenaires politiques d'un gouvernement de coalition, entraîne une propension supérieure à des déficits incontrôlables; plus la durée de la coalition est jugée brève, plus cette tendance s'accroît. Une situation économique difficile accroît l'éventualité de conflits entre partenaires de la coalition et aggrave la perte de maîtrise budgétaire.

Ce rapprochement de la politique et de l'économie permet de mieux expliquer les déficits de toutes les démocraties industrielles. On comprend pourquoi l'Italie, qui a depuis des décennies des gouvernements de coalition éphémères, peine à limiter les déficits. Cela explique aussi pourquoi le Japon peut réaliser son plan d'assainissement dans les années 80 : l'existence d'un parti constamment majoritaire et l'anticipation de son maintien au pouvoir permettent de poursuivre cette politique.

### **...à la discipline**

Le Japon est l'un des premiers à s'engager sur la voie de l'assainissement budgétaire qui caractérise les économies industrialisées au milieu de la décennie 80. M. Roubini y voit une possible réaction des électeurs à la très forte expansion du secteur public pendant la décennie précédente. «Vers 1985», souligne-t-il, «tous les pays du G-7 sont dirigés par un parti de centre droit» et la rigueur budgétaire est à l'ordre du jour. On admet généralement la nécessité de règles budgétaires explicites pour freiner la tendance au gonflement des déficits.

L'illustration la plus fameuse est le Traité de Maastricht de 1992, qui fixe des conditions préalables aux pays souhaitant adhérer à l'Union monétaire européenne. Les critères dits de Maastricht plafonnent le déficit et la dette publics à respectivement 3 % et 60 % du PIB.

Dans un article désormais fameux de 1993, intitulé «Excessive Deficits: Sense and Nonsense about the Maastricht Treaty» (écrit avec Willem Buiters, un collègue de Yale, et Giancarlo Corsetti, alors étudiant), M. Roubini dénonce une «rigueur budgétaire exagérée». Il reproche aux critères de Maastricht de ne pas tenir compte de l'état de l'économie. Même face à une récession, les États doivent continuer à réduire le déficit et la dette jusqu'à la réalisation des critères.

Ces derniers ne reconnaissent pas non plus que certaines dépenses publiques sont des investissements, par exemple dans les infrastructures, qui peuvent générer des recettes futures. Leur application «exigerait des mesures trop restrictives, préjudiciables à l'activité économique», concluent M. Roubini et ses co-auteurs. Ils recommandent d'ignorer les critères ou de les appliquer avec une grande souplesse.

Certains pays européens qui éprouvent des difficultés à les respecter sont néanmoins admis dans l'Union. En 2005, l'assouplissement des règles elles-mêmes donne explicitement plus de marge pour laisser les déficits augmenter dans une conjoncture difficile. M. Roubini soutient ces changements qui confortent ses opinions : «je pense que les amendements sont conformes à ce que nous suggérions depuis 1993. Il a fallu du temps, mais ce qui a été fait est judicieux».

### La crise asiatique

Les travaux de M. Roubini sur les cycles conjoncturels politiques et les règles budgétaires le font connaître dans le milieu universitaire. Mais il gagne vraiment sa notoriété pendant la crise asiatique de 1997-99, grâce à un acte de générosité peu commun de la part d'un professeur. Il crée un site Internet gratuit où l'on trouve des données sur la crise : rapports du FMI et d'autres agences, articles de journaux et de revues, analyses du secteur privé et études techniques d'universitaires.

Le «site de Roubini» devient vite la référence pour ceux qui suivent ou combattent la crise. En janvier 2008, le *New York Times* reconnaît son influence en ces termes : «Le professeur Roubini a un site ... que même les non initiés jugent utile pour comprendre la crise. Sa simplicité de conception est compensée par les analyses, la multiplicité des liens et une chronologie détaillée». Aujourd'hui, M. Roubini s'en amuse : «Le journaliste avait raison. À cette époque, je gérais le site moi-même. Ce n'était qu'un ensemble de liens sans aucune sophistication».

Pendant la crise asiatique, M. Roubini ne se contente pas de rassembler des informations; il donne son point de vue. Avec ses étudiants, Corsetti et Paolo Pesenti, il offre l'analyse la plus exhaustive de la crise. Selon les critères

universitaires, c'est presque du temps réel. Dans un article de novembre 1988, M. Roubini et ses co-auteurs écrivent que la crise asiatique découle «d'une tradition de garanties publiques à des projets privés. Même en l'absence de promesses explicites de renflouement ... les entreprises ont largement négligé les coûts et les risques des projets d'investissement».

M. Roubini accuse les gouvernements asiatiques de mener des politiques «teintées de favoritisme personnel et politique à l'égard d'un vaste réseau d'intérêts privés» et d'intervenir en faveur d'entreprises en difficulté. C'est pourquoi les marchés ont fait l'hypothèse que le rendement de leurs investissements serait assuré contre les aléas. Les banques ont fait de même, «finançant des projets d'une rentabilité sociale marginale, voire carrément nulle».

À l'époque, cette interprétation de la crise est controversée, car elle incrimine la victime. Mais M. Roubini s'y tient aujourd'hui : «Je persiste à penser qu'il y avait un aléa moral. Paul Krugman avait raison de dire que c'était un jeu dans lequel soit on gagnait, soit le contribuable perdait». Les investisseurs croyant que l'État les protégerait, on a eu un surinvestissement, trop d'endettement extérieur et des déficits de paiements courants».

### Tirer la sonnette d'alarme

M. Roubini reconnaît que d'autres ont prédit la crise avant lui, et souvent tout aussi explicitement : «en 2005, Raghu Rajan a fait un discours très ferme sur les risques excessifs pris par les marchés et la possibilité d'une véritable crise financière. Son mérite est d'autant plus grand qu'il exerçait encore une fonction officielle» (économiste en chef du FMI). M. Rajan retourne le compliment en félicitant M. Roubini de suivre ses convictions et en remarquant que les universitaires s'imposent souvent leurs propres contraintes : «la plupart craignent de s'exprimer lorsque tout n'est pas parfaitement modélisé».

La Banque des règlements internationaux (BRI) avertit aussi, dans son rapport annuel de juillet 2007, que l'économie mondiale risque une grave récession; le *Daily Telegraph* résuma le rapport sous le titre : «La BRI prévient que le crédit facile crée le danger d'une grande crise». Selon M. Roubini, le fait que son opinion soit partagée par des instances officielles comme la BRI l'aida à «persévérer». Il sut que la «bataille était gagnée», quand beaucoup d'analystes de Wall Street et de commentateurs des médias lui donnèrent raison.

Selon Abby Joseph Cohen, de Goldman Sachs, «M. Roubini fut l'un des premiers à s'alarmer» de la fragilité financière et les acteurs du marché ne considèrent plus ses vues comme «des scénarios peu probables, intéressant surtout les économistes universitaires». Martin Wolf, éditorialiste au *Financial Times*, écrivait en février 2008 : «les hypothèses du professeur Roubini donnent le frisson, mais on doit prendre son jugement au sérieux. Il a prévu une récession dès juillet 2006, suscitant une grande controverse. Nous savons désormais qu'il avait raison».



M. Roubini et ses co-auteurs conseillent alors une politique économique prudente pour remédier à la crise. Selon eux, un redressement budgétaire à moyen terme est nécessaire, afin de renflouer le secteur financier et les entreprises. Mais, «dans l'immédiat, la crise faisant chuter l'investissement et

## «En dix ans, le site Internet sur la crise asiatique, géré en solo, est devenu une entreprise de 40 personnes, appelée Roubini Global Economics Monitor, qui agrège et analyse des données sur toutes les questions économiques internationales.»

la production en Asie», l'ajustement doit être différé, «même au prix de lourds déficits budgétaires temporaires». Les plans de sauvetage internationaux peuvent «jouer un rôle crucial en atténuant les difficultés de financement ainsi que la baisse de l'investissement et de la consommation».

M. Roubini est plus favorable au FMI que nombre d'universitaires. Il pense que c'est notamment parce qu'«il a connu l'institution de l'intérieur» dans sa jeunesse. En 1985, étudiant en deuxième année de doctorat, il fait un stage au FMI. Il y retourne souvent par la suite et est conseiller au Trésor américain de 1999 à 2001. En 2001-02, il établit avec les services du FMI une méthode pour déceler les faiblesses des secteurs financier et productif, tout en écrivant (avec Brad Setser, aujourd'hui membre du Council on Foreign Relations) un livre qui va devenir la référence sur la manière dont la politique économique doit réagir aux crises des marchés émergents; il s'intitule «*Bailout or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*».

### Les nouveaux problèmes

Si les travaux de M. Roubini sur les crises en Asie et dans d'autres pays émergents le font connaître des spécialistes de la politique économique et d'une partie des médias, son ascension date du moment où il commence à annoncer une crise aux États-Unis. En 2005, d'abord, et plus encore en 2006, dit-il, la hausse des prix d'actifs, le laxisme du crédit dans les établissements financiers et les entreprises ainsi que l'importance des déficits courants lui font penser : «Attention! Les États-Unis ressemblent à un pays émergent. Pourquoi ne sont-ils pas en faillite?»

M. Roubini compte parmi les rares observateurs à alerter des audiences incrédules et souvent franchement hostiles

(voir encadré). En 2006, l'économie mondiale vient de connaître les cinq années les plus brillantes depuis 30 ans; celle des États-Unis est prospère, après avoir effacé les effets de l'éclatement de la bulle Internet et du 11 septembre. En septembre 2006, dans une conférence au FMI, désormais célèbre, M. Roubini déclare que le risque d'une récession américaine en 2007 dépasse 50 %. Depuis plusieurs années, les consommateurs américains dépensent à tout va, beaucoup utilisant la valeur de leur logement pour emprunter. M. Roubini avertit qu'ils ne pourront bientôt plus le faire.

Il compare 2006 et 2001, date de la dernière récession américaine : «aujourd'hui nous n'avons pas un excédent de matériel technologique, mais de logements et de biens de consommation durables». La Réserve fédérale ne peut empêcher une récession «pour la même raison qu'en 2001». S'il y a un excédent, «on doit l'écouler et les taux d'intérêt n'ont pas d'effet». M. Roubini prévoit aussi qu'il n'y aura pas de «découplage» entre le reste du monde et les États-Unis.

Selon Charles Collyns, Directeur adjoint au Département des études du FMI, les événements avaient donné raison à M. Roubini quand il est revenu, un an plus tard, s'adresser au FMI. En fait, ironisait M. Collyns en 2007, «Nouriel n'était peut-être pas assez pessimiste en 2006». Il ajoute que les vues de M. Roubini ont conduit le FMI à s'inquiéter précocement des perspectives mondiales.

### La recherche d'un équilibre

M. Roubini est aujourd'hui très occupé; selon ses propres termes, il tente «d'être à plein temps un universitaire, un expert en politique économique et un entrepreneur». Il doit mieux équilibrer ces activités, mais ne sait pas laquelle réduire.

En dix ans, le site Internet sur la crise asiatique, géré en solo, est devenu une entreprise de 40 personnes, appelée «Roubini Global Economics Monitor», qui agrège et analyse des données sur toutes les questions économiques internationales. M. Roubini dit qu'être un entrepreneur lui donne une connaissance de la gestion que n'aurait jamais un professeur d'économie ordinaire, opinion partagée par Robert Shiller, son ancien collègue de Yale. Chef d'entreprise lui aussi, il estime que «c'est une bonne chose pour un économiste universitaire».

M. Roubini sera-t-il tenté par l'administration Obama? Il le juge improbable : «Ces dernières années, j'ai pris l'habitude d'écrire librement et d'exprimer mes opinions sans contrainte. J'aurais du mal à accepter que chacun de mes mots soit contrôlé par quelqu'un». Il préfère exercer une influence indirecte sur les décisions en donnant son point de vue. «Je ne veux pas exagérer mon influence. Mais il me semble que maintenant les gens lisent ce que j'écris et y réfléchissent. J'en suis heureux.» ■

*Prakash Loungani est Conseiller au Département des études du FMI.*

# Remodeler l'économie mondiale

Jean Pisani-Ferry et Indhira Santos

**La crise économique et financière marque la fin (provisoire) d'une ère d'expansion rapide de la mondialisation**

**L**A TEMPÊTE économique et financière qui secoue la planète constitue la première crise de l'ère de la mondialisation actuelle. Au fil des crises financières nationales et régionales, une quantité considérable d'informations ont été accumulées dont les décideurs peuvent se servir pour définir des mesures correctives. Mais rares sont ceux qui ont vécu une crise financière mondiale et le précédent des années 30 reste effrayant, les dirigeants de l'époque n'ayant pas su préserver l'intégration économique ni coopérer entre eux pour sortir de l'ornière.

La remise en cause de la mondialisation avait commencé même avant la crise. En dépit d'une conjoncture économique mondiale exceptionnelle, l'existence des bienfaits du libre-échange et de la libre circulation des capitaux et des emplois reste contestée. Si une majorité d'économistes, les entreprises et certains responsables politiques étaient favorables à la mondialisation,

des voix se sont déjà élevées pour dénoncer un phénomène bénéficiant davantage au capital qu'au travail et aux riches qu'aux pauvres.

La crise et les réponses nationales qui y sont apportées ont d'ores et déjà commencé à remodeler l'économie et à modifier l'équilibre entre les forces politiques et économiques en présence dans le processus de mondialisation. Les moteurs de la dernière vague de mondialisation (ouverture des marchés, chaînes d'approvisionnement mondiales, entreprises intégrées au niveau mondial, capitaux privés) sont mis à mal et l'esprit du protectionnisme souffle à nouveau, tandis que des multinationales naguère sans attaches géographiques renouent avec leurs racines nationales.

Dans cet article, nous nous efforçons de cerner le rôle de la mondialisation dans l'apparition et la diffusion de la crise, les modes de transformation de l'économie mondiale et les mesures envisageables pour faire face à ces évolutions.





Usine fermée à Dongguan, en Chine.

### L'échec de la réglementation n'explique pas tout

*Au début, de nombreux analystes n'ont pas bien saisi la nature de la crise.* L'attention s'est surtout focalisée sur la réglementation des marchés et la surveillance des institutions financières, et les causes macroéconomiques profondes sont passées relativement inaperçues. En novembre 2008, le Groupe des Vingt (G-20) principaux pays industrialisés et émergents s'est réuni d'urgence à Washington, soulignant dans son communiqué final que les carences de la réglementation et de la surveillance étaient des facteurs essentiels et que les mesures correctives prévues dans le vaste programme de travail du G-20 portaient donc logiquement sur la réglementation.

La raison de cette erreur de focalisation est que la crise attendue n'est pas celle qui a eu lieu : il n'y a eu ni dépréciation brutale du dollar, ni revente précipitée de bons du Trésor américain. Mais, aussi réels qu'aient été les dysfonctionnements microéconomiques, le fait est que leurs effets auraient été beaucoup plus limités si l'appétit pour les actifs américains notés «AA» n'avait pas été insatiable. C'est le cocktail associant une forte demande internationale d'actifs de ce type (demande étroitement liée à l'accumulation d'excédents courants par les pays émergents et pétroliers), des

incitations économiques perverses et une réglementation insuffisante qui s'est révélé explosif (voir *F&D*, juin 2008).

Néanmoins, les interactions complexes au sein du système mondial ont contribué à masquer son mode de fonctionnement et l'on a mis longtemps à bien saisir le lien entre les déséquilibres des paiements mondiaux, la demande d'actifs financiers sans risques (ou réputés tels) et la production de ces actifs (Caballero, 2009). Au niveau international, des connotations politiques sont venues compliquer un peu plus le débat : depuis l'hypothèse de «surabondance de l'épargne mondiale» émise par Ben Bernanke en 2005, les États-Unis insistent sur le fait que le principal problème macroéconomique n'est pas le déficit de leur compte courant, mais plutôt la forte propension à épargner des Chinois.

Une deuxième erreur, liée à la première, a été commise au début de la crise. *Jusqu'à l'automne 2008, on a espéré que les économies à l'abri des effets directs de la crise des subprimes passeraient entre les gouttes* et seraient assez fortes pour supporter la croissance de l'économie mondiale.

À première vue, certains arguments plaident en faveur de cette théorie du «découplage». D'après le FMI, les banques américaines



ont subi 57 % des pertes financières liées aux dettes titrisées américaines, contre 39 % de ces pertes pour les banques européennes et seulement 4 % pour les institutions asiatiques (FMI, 2008). Cela explique la pénurie de liquidité sur les marchés interbancaires en Europe et aux États-Unis durant l'été 2007 et confirme que l'intégration financière transatlantique est bien supérieure à toutes les autres, quelles que soient les paires de régions considérées (Cohen-Setton and Pisani-Ferry, 2008). Par conséquent, l'engorgement du système bancaire dû aux prêts hypothécaires à risque et la pénurie de crédit qui en a résulté étaient surtout un phénomène américano-européen.

## «Il est urgent d'éviter un tarissement des flux de capitaux vers les pays émergents et en développement conjugué à l'accumulation d'importantes réserves de change, qui serait source de récession.»

*Mais il est clair que la croissance est en net recul dans toutes les régions du monde.* Les espoirs placés dans le découplage ont pris fin le 15 septembre 2008, date de la faillite de Lehman Brothers, dont on connaît les conséquences sur les marchés financiers qui en ont découlé. Comme l'a bien illustré la carte des «points chauds» établie par le FMI (Blanchard, 2008), les marchés émergents et en développement ont été frappés presque immédiatement par une brusque montée de l'aversion pour le risque et un arrêt soudain des entrées de capitaux. Le choc a été très rude pour les pays importateurs de capitaux, en particulier ceux d'Europe centrale et orientale, où il a accentué les déséquilibres existants et conduit à demander l'assistance du FMI. Mais il a aussi fortement secoué les pays qui, à l'instar de la Corée, avaient accumulé des réserves de change. Dans leur cas, l'onde de choc s'est davantage propagée via les flux nets de capitaux qu'en raison de l'intégration des marchés de capitaux reflétée par les avoirs et les engagements bruts à l'étranger (certains pays ne détenaient quasiment aucun actif américain ou surtout des bons du Trésor, dont la valeur a augmenté récemment). Les flux nets de capitaux privés vers les pays émergents, qui avaient diminué fin 2008, devraient atteindre 165 milliards de dollars en 2009, en baisse de 82 % par rapport à 2007 (IFI, 2009). Une fois encore, l'extrême volatilité des flux de financement internationaux a largement contribué à la propagation de la crise.

Enfin, *le commerce international ne pouvait être qu'un vecteur majeur de contagion de l'Asie de l'Est.* La valeur cumulée des exportations est-asiatiques vers l'Amérique du Nord et l'Europe est en effet colossale : pas moins de 12 % du PIB régional. Cela suffisait à rendre illusoire tout espoir de découplage. Le commerce n'a pas seulement propagé la crise, il l'a également accélérée. D'après les chiffres disponibles pour fin 2008, les échanges et la production industrielle ont chuté de 10 % ou plus. Dans plusieurs pays d'Asie, les exportations ont reculé de 10 à 20 % sur douze mois. Il est encore

difficile de distinguer ce qui tient à l'effondrement de la demande et à la variation des stocks et ce qui tient à la contraction du crédit commercial. Mais une chose est claire : le recul du commerce international est à la fois un vecteur et un accélérateur de la baisse de production.

Au-delà des mécanismes spécifiques de propagation du choc, la crise nous a appris que, malgré l'intégration régionale et l'émergence de nouvelles puissances, l'économie mondiale n'était guère résiliente. Après tout, les pertes sur crédits hypothécaires à risque et de catégorie Alt-A qui ont déclenché un spectaculaire mouvement de désendettement avoisinaient les 100 milliards de dollars, soit 0,7 % du PIB des États-Unis et 0,2 % du PIB mondial, ce qui est somme toute négligeable. Maintenant que l'économie mondiale est en récession, on peut se demander quel en sera l'influence sur l'évolution de la mondialisation et comment les économies nationales et les organisations internationales vont gérer les mutations en cours.

### Mondialisation : remodelage ou déconstruction?

La crise affecte d'ores et déjà les moteurs de la mondialisation rapide observée ces dernières années, à savoir les capitaux privés, les entreprises multinationales, les chaînes d'approvisionnement mondiales et l'ouverture des marchés.

Premièrement, *les participations de l'État dans le secteur privé ont beaucoup augmenté ces derniers mois* (graphique). Respectivement 23 et 15 des 50 plus grandes banques et compagnies financières des États-Unis et d'Europe ont bénéficié d'injections de fonds publics. Ces établissements, qui représentaient respectivement 76 % et 40 % de la capitalisation boursière d'avant la crise, dépendent aujourd'hui du contribuable. D'autres secteurs comme l'automobile ou l'assurance ont été soutenus par l'État. Quelles que soient les intentions des pouvoirs publics, leurs interventions influent nécessairement sur le comportement de multinationales naguère sans attache.

Deuxièmement, *cette crise remet en question l'intégration des entreprises à l'échelle mondiale.* Au cours des 25 dernières années, la réduction des coûts et la chasse aux talents avaient pris une dimension globale et étaient les principaux moteurs de l'intégration économique. Pourtant, les entreprises intégrées à l'échelle mondiale ont été les premières à subir la crise, accompagnant les difficultés des fournisseurs de crédit fonctionnant à l'échelle transfrontalière. Des institutions jusque-là puissantes ont été contraintes à identifier l'État susceptible de leur venir en aide. Dans certains cas, les États se sont montrés coopératifs, notamment la Belgique et la France, sollicitées par la Banque Dexia. Dans d'autres, la ligne de fracture a suivi les frontières nationales, comme dans le dossier du bancassureur belge-néerlandais Fortis. Dès lors, il est clairement apparu, d'une part, que les systèmes de surveillance et de réglementation en vigueur étaient insuffisants pour ce type de multinationales et, d'autre part, que seuls les États avaient les ressources budgétaires requises pour les renflouer. Les aides publiques risquent de transformer les entreprises internationales en champions nationaux. Aujourd'hui, aucun PDG de société bénéficiant d'une aide publique ne s'exprimerait comme Manfred Wennemer, président de Continental, le fabricant de pneus allemand. En 2005, celui-ci avait déclaré pour justifier des licenciements à

l'usine de Hanovre : «J'ai des devoirs envers mes 80.000 salariés de par le monde.» (*The Economist*, 18 mai 2006).

Troisièmement, *des ripostes nationales à la crise peuvent engendrer une fragmentation économique et financière*. Tout d'abord, pressées par les gouvernements de continuer à prêter sur le marché intérieur, les banques rationnent excessivement les crédits à l'étranger. C'est ce qui s'est passé récemment, lorsque l'État néerlandais a demandé à ING d'augmenter les prêts aux entreprises nationales tout en réduisant son bilan global. Tributaires du crédit extérieur, les entreprises des pays émergents et en développement sont *de facto* exposées aux effets du protectionnisme financier. En outre, même si elle est octroyée dans un souci légitime de préserver les emplois, l'aide publique témoigne souvent, au moins implicitement, d'une préférence pour l'économie nationale. Le parti-pris du plan français de l'automobile pour les emplois nationaux, la clause «Achetez américain» de la loi de relance des États-Unis et le slogan tristement célèbre de Gordon Brown réclamant «des emplois britanniques pour les travailleurs britanniques» n'en sont que quelques exemples.

Dernier point et non des moindres, *malgré l'engagement pris par le G-20 en novembre de ne pas relever les droits de douane, ceux-ci augmentent dans plusieurs pays depuis le début de la crise, de l'Inde et de la Chine jusqu'à l'Équateur et l'Argentine*. Un phénomène similaire avait été observé il y a un an, quand certains pays s'efforçant de protéger leurs consommateurs de la hausse des prix alimentaires mondiaux avaient introduit des restrictions aux exportations.

Il est difficile de dire si ces évolutions ne sont que des réactions immédiates à un choc majeur ou s'il faut y voir les prémices de tendances plus inquiétantes. À tout le moins, le rapport de forces entre politique et économie a sensiblement évolué. Comme le soutien politique à la mondialisation était, au mieux, superficiel quand l'économie mondiale était florissante, on peut penser qu'un retour de balancier s'opère actuellement. Dans ce contexte, nous devons retenir deux leçons de l'histoire. Premièrement, abattre les barrières protectionnistes prend du temps. Il a fallu plusieurs décennies pour lever les obstacles aux échanges qui étaient apparus dans l'entre-deux-guerres. Deuxièmement, même si une grande partie des progrès accomplis récemment en matière de libéralisation du commerce ont été institutionnalisés et même si des revirements brusques comme dans les années 30 sont peu probables, la spirale infernale du protectionnisme agit vite.

Tous ces risques posent un défi majeur à l'intégration mondiale. Et il en va de même au niveau régional. En Europe, les divergences économiques s'accroissent; en Asie, où le choc a pourtant été violent, la coopération régionale a été, au mieux, limitée.

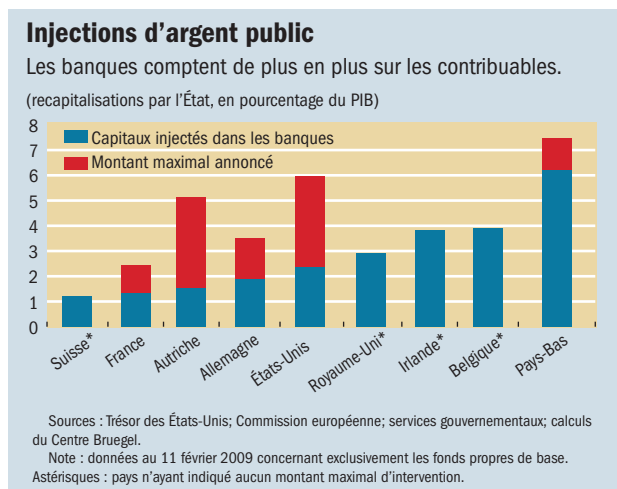
## «En période de récession sévère, il est évidemment tentant d'exporter du chômage en pratiquant une politique du chacun pour soi en matière de taux de change.»

La crise va assurément remodeler la gouvernance mondiale et le paysage économique. Le principal défi demeure d'encourager la coopération internationale alors que la tentation de rechercher des solutions nationales est forte. Pour l'essentiel, les réponses aux problèmes actuels résident plus dans un renforcement du multilatéralisme que dans le nationalisme. Mais, concrètement, que devraient faire les acteurs internationaux et les gouvernements nationaux?

### Des recommandations pour des solutions internationales coopératives

De toute évidence, réformer les cadres réglementaires et les systèmes de surveillance ne suffira pas. À son prochain sommet prévu en avril, le G-20 devra examiner un éventail plus large de questions couvrant le commerce, l'intégration financière et les politiques macroéconomiques. De plus, il faut un cadre institutionnel approprié pour qu'une coopération en matière de politique économique soit possible à l'échelle mondiale; par conséquent, la réforme des institutions financières internationales s'impose à nouveau. Nous suggérons donc un programme en cinq volets : les trois premiers ont trait au commerce mondial et aux mesures macroéconomiques et les deux autres concernent les tâches qui attendent les institutions financières internationales.

*Préserver l'intégration commerciale.* Il est urgent d'éviter toute initiative susceptible d'aggraver la crise ou d'accélérer sa propagation. En novembre, le G-20 s'est engagé à «s'abstenir d'ériger de nouveaux obstacles à l'investissement ou au commerce des biens et services, d'imposer de nouvelles restrictions aux exportations ou de prendre des mesures incompatibles avec les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) pour stimuler les exportations». C'est clairement insuffisant. Hausse des droits appliqués, subventions, distorsions dans le cadre des marchés publics, prêts bancaires accordés aux clients nationaux sur décision des pouvoirs publics, pressions exercées sur les entreprises manufacturières et les prestataires de services pour éviter des licenciements au niveau national, l'engagement du G-20 laisse des brèches grandes ouvertes au protectionnisme. Les dirigeants du G-20 devraient plutôt s'accorder sur un code de conduite définissant les mesures de sauvetage et de soutien acceptables ou non en temps de crise (qu'elles aient un impact direct ou indirect sur le commerce) et confier à l'OMC et à



l'OCDE le soin de surveiller les politiques économiques. Une stratégie similaire devrait être appliquée au niveau régional.

**Définir, au niveau national, des plans de relance et des mesures d'aide plus susceptibles de renforcer la mondialisation que de la fragiliser.** Les gouvernements devraient s'appuyer sur les mesures envisagées en novembre par le G-20 pour favoriser la reprise économique au moyen de plans de relance et réévaluer le montant et la pertinence des aides annoncées jusqu'ici. En cette matière, la coopération internationale est par nature délicate. Comme l'a déclaré sans ambages le ministre irlandais de la défense : «À notre avis, les meilleures mesures de relance sont celles qui sont prises par nos partenaires commerciaux. *In fine*, elles vont doper la demande de nos exportations sans que cela ne nous coûte un centime.» (Willie O'Dea, au *Irish Independent* le 4 janvier 2009). Les plans annoncés jusqu'ici diffèrent beaucoup les uns des autres par leur montant ou leur contenu et, même s'ils ne contiennent aucune mesure induisant formellement des distorsions, ils tendent à favoriser les mesures axées sur l'offre dans des secteurs à haute «teneur locale» comme les infrastructures. C'est parfaitement légal et, dans une certaine mesure, inévitable, car les gouvernements doivent rendre compte aux contribuables qui, de leur côté, entendent bénéficier des injections de fonds publics. Mais cette approche est inefficace, car le secteur des biens échangeables est (avec celui de la construction) le plus touché par la crise. À titre conservatoire, le G-20 devrait définir des principes relatifs au contenu des plans de relance nationaux et des aides publiques, et préciser dans le code de conduite évoqué plus haut les éléments risquant d'induire le plus de distorsions.

**Éviter les politiques de change génératrices d'instabilité extérieure.** En période de récession sévère, il est évidemment tentant d'exporter du chômage en pratiquant une politique du chacun pour soi en matière de taux de change. Heureusement, cela ne s'est pas encore produit à grande échelle, mais, à l'avenir, le G-20 devrait réaffirmer la nécessité d'éviter ce type de mesures et demander au FMI de surveiller les taux en temps réel et signaler sans délai tous les abus. Le respect de ce principe, approuvé en 2007, est particulièrement de mise dans le contexte actuel.

**Renforcer la confiance dans les assurances multilatérales plutôt que dans l'auto-assurance.** Il est urgent d'éviter un tarissement des flux de capitaux vers les pays émergents et en développement conjugué à l'accumulation d'importantes réserves de change, qui serait source de récession. Le danger est très réel. La plupart des pays émergents ont subi un arrêt soudain des entrées de capitaux (voire une inversion des flux), ce qui a eu des conséquences terribles, notamment en Europe centrale et orientale, une région qui, plus que toute autre, misait sur les capitaux étrangers pour combler son retard. En outre, la leçon que beaucoup pourraient tirer de la crise actuelle est qu'il faut constituer des réserves encore plus importantes pour se prémunir contre l'adversité. Cela se traduirait, y compris en Asie où les réserves sont déjà substantielles, par une résurgence des excédents courants, et ce, au plus mauvais moment; on aurait alors un «paradoxe de l'épargne» à l'échelle mondiale. Par ailleurs, en plus d'entretenir la crise en suscitant une demande excessive d'actifs financiers américains, l'accumulation de réserves est un moyen individuellement inefficace et collectivement coûteux d'éviter les crises; elle reflète aussi

un manque de confiance dans l'assurance multilatérale proposée par les institutions financières internationales, en particulier le FMI. Mieux vaudrait rétablir la confiance dans le système. Reste à débattre des ressources nécessaires pour y parvenir et du dosage optimal entre assurances multilatérales et assurances régionales. Il n'y a aucune raison que la combinaison des dispositifs soit la même dans toutes les régions, mais l'on peut présumer que cela entraînerait des économies significatives.

**Modeler les institutions financières internationales à l'image des réalités actuelles.** La réforme récente des quotes-parts et de la représentation au FMI n'a manifestement pas suffi pour créer ou recréer un sentiment d'adhésion chez les pays émergents et en développement. Par conséquent, une nouvelle réforme de la gouvernance devrait être envisagée. Le G-20 a mandaté des ministres pour soumettre des propositions de réforme des institutions financières internationales, notamment en vue de donner plus de poids et de voix aux pays émergents et en développement. Cette évolution indispensable qui, concrètement, implique la réduction des sièges européens et la renonciation au droit de veto américain, sera plus facile à réaliser si le débat sur la redistribution des pouvoirs s'inscrit dans un contexte élargi (comme nous l'avons suggéré plus haut).

La tâche qui attend le G-20 est colossale, mais c'est dans le cadre de ce groupe qu'il convient le mieux de s'y atteler. Bien des éléments qui figuraient dans la déclaration de novembre 2008 relevaient principalement des pays ou des régions ayant les marchés financiers les plus sophistiqués; mais, pour éviter que la crise n'entraîne très vite une fragmentation de l'économie et que la finance et le commerce internationaux ne deviennent de puissants vecteurs de contraction de l'économie, il s'agit désormais d'agir dans un cadre plus large, celui du G-20. Si les pays membres de ce groupe parviennent à établir des relations fructueuses avec les institutions internationales existantes et à s'appuyer sur les ressources de celles-ci en termes de capacités d'analyse, la crise pourrait offrir l'occasion d'instaurer un système plus efficace et plus légitime de gouvernance de la mondialisation. ■

*Jean Pisani-Ferry est Directeur du Centre de réflexion européen Bruegel, où Indhira Santos est «Research Fellow». Pour le présent article, ils ont été aidés dans leurs recherches par Martin Kessler.*

---

#### Bibliographie :

- Bernanke, Ben, 2005, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, March 10, Richmond, Virginia. -
- Blanchard, Olivier, 2008, "The World Financial and Economic Crisis," Munich Lectures, CESifo Conference, November, Munich, Germany. -
- Caballero, Ricardo, 2009, "A Global Perspective on the Great Financial Insurance Run: Causes, Consequences, and Solutions," notes prepared for MIT's Economics Alumni dinner, January 20, New York. -
- Cohen-Setton, Jérémie, and Jean Pisani-Ferry, 2008, "Asia-Europe: The Third Link," Bruegel Working Paper 008/04 (Brussels, Belgium).
- Fonds monétaire international, 2008, Rapport sur la stabilité financière dans le monde (Global Financial Stability Report), October (Washington).
- Institute for International Finance, 2009, "Capital Flows to Emerging Market Economies" (Washington). -
- O'Dea, Willie, 2009, "Why Our Response to Crisis Isn't Wrong," in The Irish Independent, January 4 (Dublin).



# Chute généralisée

Quatre pays font face aux graves effets perturbateurs du ralentissement économique mondial

(Valeur des exportations de marchandises, variation en pourcentage annualisée sur trois mois)

Exportations mondiales



**L'**EFFONDREMENT du commerce mondial est un indicateur clé de la profondeur de la crise économique actuelle. Derrière la baisse escomptée du volume global des échanges internationaux en 2008 et la chute encore plus brutale prévue en 2009, se cache la terrible réalité des différents pays confrontés à l'effritement de leurs marchés d'exportation, l'évaporation du crédit commercial et l'inconstance des flux migratoires. L'Ukraine, productrice d'acier et Singapour, fabricant d'électronique grand public, font face à la contraction de la demande et des prix. Parallèlement, le Burkina Faso, qui a pourtant restructuré sa filière coton, voit ses débouchés s'évanouir, et l'Irlande, pépinière de haute technologie, a du mal à maintenir en activité ses travailleurs immigrés.

Sources : Haver Analytics; estimations des services du FMI.

# Un secteur laminé

## Les recettes de la sidérurgie ukrainienne s'effondrent avec l'économie mondiale

David Hofman

LES PRIX de l'acier sur le marché international étant très sensibles au ralentissement de l'activité mondiale, les recettes des principaux pays exportateurs comme l'Ukraine sont étroitement liées aux tendances économiques globales. Dans une conjoncture de plus en plus défavorable, l'effondrement du secteur automobile et de la construction et, partant, des prix de l'acier, a eu des effets désastreux pour l'Ukraine, situation aggravée par l'absence de mesures correctives.

L'économie de l'Ukraine, huitième producteur mondial d'acier, dépend fortement de son secteur sidérurgique. Celui-ci représente environ 12 % du revenu national et plus d'un tiers des exportations totales de marchandises. De surcroît, il alimente toute une kyrielle d'autres activités industrielles. Ainsi, la croissance du PIB ukrainien reflète généralement l'évolution des cours mondiaux de l'acier (voir graphique).

Ce lien étroit avec le cours des métaux a redynamisé l'activité. La flambée des prix de l'acier sur la période 2000-08 — jusqu'à des niveaux largement supérieurs à leur tendance baissière sur le long terme — a contribué aux bons résultats obtenus en matière d'exportation et à l'essor impressionnant du PIB, qui s'est accru au rythme de 7½ % en moyenne par an à prix constants entre 2001 et 2007. Parallèlement aux recettes d'exportation, d'abondantes entrées de capitaux ont alimenté l'expansion du crédit intérieur, tandis que la Bourse et le marché immobilier s'envolaient. Mais sous l'effet des importations, le déficit du solde courant s'est vite aggravé, et l'inflation est entrée dans une spirale incontrôlable. Dans le même temps, les politiques publiques, notamment le régime de change fixe, se sont révélées impuissantes à enrayer l'accumulation de ces déséquilibres.

### Une forte correction

Même si les prix de l'acier ne pouvaient à l'évidence se maintenir aux niveaux élevés de 2007 et de 2008, rares sont ceux qui auraient pu prévoir leur brusque dégringolade à la fin de 2008. Sur fond de crise économique mondiale, la flambée des cours des produits de base que l'on observait depuis quelques années a été brutalement interrompue, tandis que la chute des ventes automobiles mondiales et le net ralentissement de la construction ont été particulièrement pénalisants pour la demande d'acier.

Début novembre 2008, les prix de l'acier avaient perdu plus de 80 % par rapport à leurs niveaux quasiment inégalés du mois d'août, se rapprochant ainsi de leurs tendances de longue pé-



Une aciérie à Donetsk, en Ukraine.

riode. Malgré la rapidité exceptionnelle de l'ajustement, ce n'était cependant pas la première fois que les prix de l'acier subissaient une forte correction. Depuis le début des années 70, ils chutent à chaque récession mondiale, ce qui les ramène alors à leur niveau tendanciel de longue période, voire en dessous.

La chute des prix de l'acier a eu de graves conséquences pour l'Ukraine. En raison d'une baisse de 50 % de la production d'acier, la production industrielle a diminué d'environ 25 % entre septembre et décembre 2008, et les exportations se sont effondrées. Tous les grands indicateurs économiques ont viré au

rouge. D'après les premières statistiques du PIB, la production réelle se serait contractée d'environ 9 % au quatrième trimestre, en données corrigées des variations saisonnières. De plus, les financements extérieurs se sont faits rares étant donné le peu d'appétit pour le risque des investisseurs internationaux, et cela ne fait qu'aggraver la situation : l'écart de rendement sur les emprunts ukrainiens a fait un bond et le marché local des actions a perdu environ 75 % sur l'année.

### Un régime de change intenable

Avec l'effondrement des prix de l'acier et l'impossibilité d'accéder aux marchés financiers internationaux, le

régime de change rigoureusement fixe du pays est devenu intenable. L'inquiétude au sujet des fluctuations du change venant s'ajouter aux craintes quant à la stabilité du système bancaire, on a assisté à des retraits massifs de dépôts qui ont fortement ébranlé des banques déjà fragilisées par une expansion rapide du crédit, notamment sous forme de prêts en devises, à des ménages dépourvus de garanties.

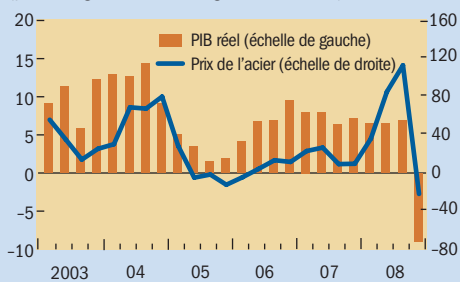
Confrontées au double problème de la chute des prix de l'acier et du tarissement des financements extérieurs, les autorités ukrainiennes ont décidé de mettre en œuvre un programme d'ajustement soutenu par un prêt du FMI de 16,4 milliards de dollars qui a été approuvé en novembre 2008. ■

David Hofman est économiste au Département Europe du FMI.

### Évolutions conjointes

L'économie de l'Ukraine, huitième producteur mondial d'acier, est très sensible à l'évolution de son secteur sidérurgique.

(pourcentage de variation, en glissement annuel)



Sources : autorités ukrainiennes; Metal Bulletin.



## Panne de secteur

La baisse de la demande sur les marchés d'exportation paralyse l'industrie électronique à Singapour

Roberto Guimaraes et Alessandro Zanella

LES MARCHÉS occidentaux, naguère de gros consommateurs d'électronique fabriquée à Singapour, se sont effondrés au cours des 12 derniers mois. En Europe et aux États-Unis, les amateurs de gadgets qui se précipitaient dans les boutiques à l'affût des ordinateurs, téléphones intelligents et autres caméras numériques dernier cri, restent aujourd'hui chez eux, faute de crédit et de confiance en l'avenir. Le ralentissement mondial a frappé de plein fouet l'économie singapourienne : après une croissance de près de 8 % en 2007, le PIB n'a progressé que de 1½ % l'an dernier.

Cette forte sensibilité à la conjoncture mondiale reflète la structure industrielle de Singapour et ses domaines de spécialisation. Un tiers de l'économie — essentiellement composé d'activités de fabrication dans le secteur des technologies de l'information, de services commerciaux et de certaines activités financières particulièrement tributaires de la confiance des investisseurs — dépend directement de la croissance des économies avancées.

Un autre tiers de l'activité est lié aux évolutions régionales. L'électronique n'est pas le seul secteur durement touché (graphique); l'onde de choc provoquée par l'effondrement de la demande extérieure gagne aussi la construction et les services publics, pourtant axés sur le marché intérieur.

### Une économie ouverte

La participation de Singapour au commerce mondial et au système financier international étant exceptionnelle à maints égards, l'on peut s'attendre à ce que l'impact d'une crise économique mondiale soit considérable.

Les exportations représentent 230 % du PIB de la ville-État, plateforme financière très dynamique en Asie. Plus de 100 banques étrangères, dont les actifs se montent à près de six fois le PIB, ont fait de Singapour le centre de leurs opérations régionales, et trois banques nationales sont également de grosses pourvoyeuses de liquidités pour les entreprises et les multinationales installées dans la région.

Cependant, qui dit intégration économique et financière poussée dit aussi exposition aux chocs de la finance mondiale et au cycle conjoncturel des partenaires commerciaux. Une étude récente du FMI montre qu'un ralentissement de l'activité aux États-Unis se traduit par une baisse de régime pratiquement équivalente de la machine économique à Singapour.

### Double incidence

En fait, la crise actuelle affecte doublement l'économie singapourienne en se propageant simultanément par les échanges et le système financier.



Chaîne de montage de lecteurs de DVD à Singapour.

**Échanges.** Les exportations ont plongé de 25 % au quatrième trimestre de 2008, par rapport à 2007, après une contraction les deux trimestres antérieurs. La plupart des secteurs sont touchés. Les exportations d'électronique (le tiers du total) ont commencé à fléchir au début de 2007 et connaissent à présent la plus longue période de déclin jamais enregistrée. Plus grave encore, la chute des exportations s'accroît depuis le début de 2008. Les ventes de produits pétrochimiques et pharmaceutiques, qui avaient tenu bon en 2007, se sont écroulées elles aussi. Les exportations

vers les États-Unis et l'Union européenne sont les principales victimes de la tourmente, mais les ventes sur les marchés asiatiques — plus de la moitié des exportations totales du pays — commencent aussi à fléchir.

**Système financier.** La crise financière mondiale a également influé sur le cours des actions et le crédit. L'indice de référence de la Bourse de Singapour a chuté de 50 % en 2008 et a battu des records de volatilité. Les prêts interbancaires en dollars des États-Unis ont considérablement ralenti à mesure que les liquidités se raréfiaient dans le monde entier — et

les signes de reprise paraissent pour le moment bien timides. De plus, parallèlement au renchérissement du crédit bancaire, on signale un recul du financement du commerce qui risque de perturber encore davantage les flux d'échanges en augmentant la pression sur les entreprises.

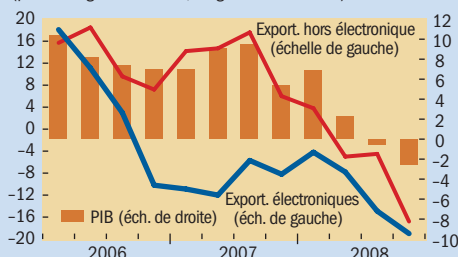
Heureusement, les autorités ont pris des mesures décisives pour amortir l'impact de la crise mondiale. La banque centrale a assoupli l'orientation de la politique monétaire et institué un système de garantie des dépôts pour rétablir la confiance dans le système bancaire. En matière de finances publiques, le budget 2009 répond au besoin de relance grâce à une série de mesures d'aide en faveur des entreprises et des ménages, notamment sous forme de réductions d'impôt, de dépenses d'infrastructure et de garanties de prêts. ■

Roberto Guimaraes est économiste et Alessandro Zanella Sous-Directeur au Département Asie et Pacifique du FMI.

### Plantage

L'effondrement des exportations électroniques a fait chuter l'économie à Singapour.

(pourcentage de variation, en glissement annuel)



Sources : données CEIC; calculs des services du FMI.



## Le marché s'effiloche

L'effondrement des cours du coton place les égreneurs burkinabè devant des choix difficiles

Isabell Adenauer, Norbert Funke et Charles Amo Yartey

DANS une conjoncture de crise économique mondiale marquée par la compression de la demande de textiles et la chute des cours du coton, les cotonculteurs burkinabè ont d'abord été épargnés par les effets les plus redoutables du choc des matières premières. Un nouveau mécanisme de prix à la production avait contribué à conforter l'assise financière du secteur. La crise s'aggravant, les égreneurs se trouvent aujourd'hui confrontés à un douloureux dilemme : faut-il vendre ou bien stocker dans l'espoir d'un redressement des cours ?

Le coton représente près de 60 % des exportations du Burkina Faso, le plus gros producteur d'Afrique subsaharienne. La filière emploie directement quelque 700.000 personnes, soit environ 17 % de la population, et contribue indirectement aux revenus d'un groupe encore plus vaste. Dans beaucoup de régions rurales, où le niveau de pauvreté est élevé, la vente de graines de coton est la principale source de revenus, voire la seule. L'expansion de la culture du coton a également stimulé la production de céréales, les engrais financés grâce aux crédits destinés au coton pouvant également servir à d'autres cultures. La pauvreté a ainsi été réduite d'un quart dans les régions cotonnières.

### Les réformes de la filière

La production du Burkina Faso a certes connu des difficultés ces dernières années, mais le secteur avait amorcé une reprise lorsque la crise économique mondiale a éclaté. Les entreprises d'égrenage, qui séparent les fibres des graines et des tiges, vendent aux prix mondiaux et ont subi des pertes considérables sur la période 2005-07, en partie à cause d'un mécanisme de prix rigide qui empêchait de répercuter la baisse des cours sur les producteurs. En 2007, la production avait diminué de plus de 40 % en raison des pluies tardives et du faible niveau des cours internationaux.

Plusieurs réformes institutionnelles et structurelles ont alors été engagées :

- Un mécanisme de prix à la production axé sur le marché a été mis en place. Il fixe les prix à partir d'une moyenne quinquennale centrée des cours mondiaux au début de chaque campagne.
- Un fonds de lissage a été créé pour soutenir le mécanisme des prix à la production et indemniser les sociétés d'égrenage si les prix du marché descendent en dessous des prix à la production.
- En raison des pertes considérables qu'ont subies les sociétés d'égrenage, en 2007 il a fallu recapitaliser la plus grande d'entre elles, la SOFITEX. La part de l'État est ainsi passée de 35 % à plus de 60 %.



Récolte de coton à Boromo (Burkina Faso).

### La crise et le coton

La crise économique mondiale touche différemment les principaux acteurs de la filière que sont les producteurs, les sociétés d'égrenage, les banques et l'État.

**Les producteurs.** Le nouveau mécanisme de prix à la production leur a donné une assurance quant aux prix de vente au début de 2008, les mettant à l'abri d'une baisse ultérieure. Ainsi, en 2008, la production de coton n'a pas été touchée par la chute de 40 % des cours par rapport aux maxima de mars (graphique). De fait, la production a dépassé toutes les attentes, atteignant plus de 500.000 tonnes, grâce aux bonnes conditions climatiques, mais les producteurs seront directement touchés par la crise si l'atonie de la demande continue de pousser les prix à la baisse durant les années à venir.

**Les sociétés d'égrenage.** Elles ont protégé une partie de leurs revenus en vendant environ un tiers de leur production à terme, quand le prix moyen était encore assez élevé. Pour la partie non couverte, elles doivent maintenant faire face à un choix difficile : vendre au prix comptant ou stocker le coton égrené dans l'espoir d'un rebond des cours. En temporisant, elles courent cependant le risque de voir les prix chuter davantage. En outre, les contrats de vente sont nécessaires au financement du reste de la campagne, car ils servent de garantie aux banques.

**Le secteur bancaire.** Les banques internationales et locales accordent des financements au secteur du coton, ces dernières prenant d'importants engagements. Une réduction des crédits ou une augmentation des coûts d'emprunt perturberait l'équilibre de la filière.

**L'État.** L'État entend se retirer progressivement de la filière mais il peine à trouver un repereur stratégique pour la SOFITEX. Si le ralentissement de l'économie mondiale continue de pousser les prix à la baisse, le fonds de lissage

pourrait s'épuiser et l'État pourrait être sollicité.

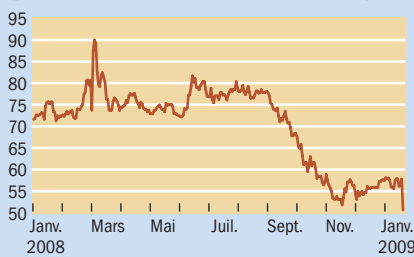
Le secteur du coton burkinabè a jusqu'à présent réussi à traverser la tempête mondiale, mais l'issue de la campagne actuelle et l'évolution des cours internationaux et des conditions de financement seront déterminantes pour son avenir. Il importe donc, plus que jamais, de réformer le secteur pour accroître sa productivité. Le Burkina Faso a entrepris des expérimentations avec des variétés de coton génétiquement modifiées qui promettent des gains de productivité d'environ 30 %. Le pays pourrait également étudier la possibilité de développer davantage la coopération avec les producteurs d'autres pays d'Afrique de l'Ouest. ■

Les auteurs font partie des services du Département Afrique du FMI. Isabell Adenauer est représentante résidente au Burkina Faso, Norbert Funke est chef de mission dans ce pays et Charles Amo Yartey est économiste.

### Les cours filent à la baisse

En 2008, la crise économique mondiale a provoqué une chute de la demande de textiles et des cours du coton.

(prix internationaux du coton, cents de dollar la livre)



Sources : DataStream; estimations des services du FMI.

## Forte mobilité

### Les immigrés en chômage pourraient rester en Irlande

Siobhán McPhee

**L**A FORTE croissance économique du début des années 90 a transformé l'Irlande, traditionnellement un pays d'émigration offrant peu de débouchés, en un pays à forte demande de main-d'œuvre. L'Irlande est devenue une destination de choix pour les travailleurs étrangers. Mais la récession mondiale a durement touché l'Irlande — et plus durement encore les travailleurs immigrés que les nationaux. Reste à savoir si ce revers de fortune entraînera un exode massif d'immigrés. Jusqu'ici, beaucoup d'entre eux ont choisi de rester en raison des prestations sociales généreuses et parce qu'il n'existe guère d'autres destinations où ils puissent trouver du travail.

#### Le Tigre celtique

Au début des années 90, la pénurie de main-d'œuvre est d'abord apparue dans des secteurs de pointe comme les technologies de l'information. Bien des Irlandais qui avaient émigré dans les années 80 sont rentrés du Royaume-Uni et des États-Unis pour répondre à une partie de la demande. Mais à mesure que grandissait le fameux Tigre celtique, d'autres secteurs ont été confrontés à cette pénurie qui a été comblée par des travailleurs immigrés. Il s'agit notamment du secteur touristique — restauration, hôtellerie et loisirs. La pénurie a été particulièrement aiguë dans les soins infirmiers, poussant les autorités à recruter activement des infirmiers aux Philippines et au Sri Lanka.

Selon l'enquête trimestrielle sur les ménages, (*Quarterly National Household Survey — QNHS*), les travailleurs immigrés représentaient 16 % de la population irlandaise entre juillet et septembre 2008. Après 2004, lorsque les huit pays d'Europe de l'Est (Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République slovaque, République tchèque et Slovaquie) ont adhéré à l'Union européenne (UE), la majorité des travailleurs étrangers qui se sont installés en Irlande provenaient de ces pays, surtout de la Pologne.

Mais le Tigre celtique a subi de plein fouet la récession mondiale. Le chômage a connu une forte hausse, passant de 4,8 % au troisième trimestre 2007 à 7 % à la même période en 2008, selon la QNHS. Les immigrés ont ressenti plus que les autochtones l'impact du recul de la production. De même, davantage d'immigrés que d'Irlandais se sont inscrits au chômage auprès des services sociaux irlandais. Le taux de chômage des immigrés s'est élevé à 9 % contre 6,1 % chez les nationaux. Le nombre d'étrangers inscrits au chômage a doublé entre octobre 2007 et octobre 2008, contre une hausse de 52 % chez les nationaux.



Un cours d'anglais à Lublin (Pologne).

La hausse du taux de chômage des immigrés n'est pas vraiment étonnant. L'immense majorité des immigrés originaires d'Europe de l'Est ont été attirés en Irlande par l'essor des secteurs de la construction et de la finance qui ont licencié massivement en 2008. Mais la situation de l'emploi est différente dans d'autres secteurs. Le tourisme qui emploie de nombreux immigrés ne recrute plus, mais les entreprises de ce secteur ne licencient pas non plus. De plus, les pertes d'emplois sont enregistrées dans certains secteurs de pointe, surtout ceux liés à la construction, tels que l'ingénierie et l'architecture. Des ressortissants irlandais émigrent à nouveau vers l'Australie, la Nouvelle-Zélande et même les pays pétroliers du Moyen-Orient, selon des statistiques récentes.

#### Les immigrés pourraient rester

En réalité, les Irlandais n'ont jamais cessé d'émigrer, quand bien même des travailleurs hautement qualifiés rentraient au pays et un nombre croissant d'immigrés s'installaient en Irlande (voir graphique). De plus, la récente émigration accrue d'Irlandais très qualifiés pourrait ne pas s'accompagner de départs massifs d'immigrés. À en juger par la récession qu'ont vécu les grands

pays européens dans les années 70 et 80, l'Irlande ne devrait pas connaître un exode massif de travailleurs immigrés. Mais, les temps ont changé et les travailleurs immigrés sont très mobiles. Ils pourraient décider d'aller où il y a plus d'emplois ou de retourner dans leurs pays d'origine. Mais, ils pourraient aussi rester dans le pays d'accueil.

Relativement généreux, le système de sécurité sociale irlandais incite peut-être de nombreux immigrés à rester. Les ressortissants d'autres pays de l'UE ont droit aux prestations sociales après avoir travaillé et payé des impôts en Irlande pendant deux ans. Les non-ressortissants de l'UE doivent avoir vécu et travaillé dans le pays pendant cinq ans

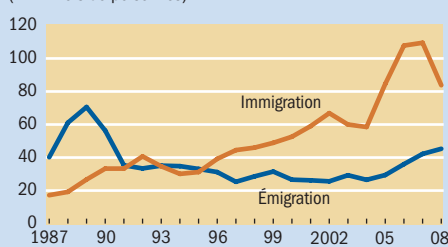
pour en bénéficier. L'immigration ayant atteint son paroxysme en 2006, beaucoup — sinon la plupart — des travailleurs immigrés sont admissibles aux prestations. Étant donné que l'ensemble de l'UE est en récession, comme la plupart des grandes économies, les emplois pourraient ne pas être disponibles ailleurs et, au lieu de se risquer à émigrer pour chercher du travail, bien des immigrés pourraient rester en Irlande pour laisser passer l'orage. Il est vrai que le taux d'émigration des Irlandais en 2009, prévu par le *Training and Employment Authority*, pourrait avoisiner à nouveau celui enregistré dans les années 80, mais l'Irlande est devenue un pays d'immigration. ■

Siobhán McPhee prépare un doctorat en administration publique à l'École de géographie, de planification et de politique environnementale de l'University College de Dublin.

#### Cap sur l'Île émeraude

Jadis florissante, l'économie irlandaise attirait les travailleurs immigrés. Mais à cause de la crise actuelle, l'émigration est en hausse et l'immigration en baisse.

(En milliers de personnes)



Source : Central Statistics Office, Irlande.

Note : données préliminaires pour 2007 et 2008.





# Le commerce extérieur en mal de financement

**Le renchérissement du crédit et la pénurie de financement des importations et des exportations se font durement ressentir, surtout dans les pays émergents**

Thomas Dorsey

Camions vides à Busan (Corée).

**L**E COMMERCE mondial s'est fortement détérioré ces derniers mois, dans le contexte de ce qui apparaît désormais comme la plus grave crise économique depuis la Seconde Guerre mondiale. L'effondrement de la demande mondiale en est en partie responsable. Mais la contraction des échanges qui a commencé au dernier trimestre de 2008 [voir «Chute généralisée», p. 13] semble beaucoup plus forte que le ralentissement général de l'activité ne le laisse supposer. Sans doute tient-elle donc à une perturbation de l'intermédiation financière et des institutions, banques et organismes qui soutiennent le commerce mondial.

On note ici et là que le financement des échanges est devenu beaucoup plus coûteux et, dans certains cas, plus rare aussi, mais ces données ne sont guère étayées par des études concrètes. Pour combler cette lacune, le FMI et la Bankers' Association for Finance and Trade ont sondé de grands établissements bancaires, dans des pays avancés et émergents, sur les conditions de financement actuelles et futures du commerce extérieur (encadré 1).

Les résultats tendent à confirmer les premières observations. Le crédit commercial est effectivement devenu plus coûteux et un peu plus difficile à mobiliser sur les marchés émergents — où une bonne part des échanges intrarégionaux est composée de produits à faible marge faisant partie de la chaîne d'approvisionnement des industries exportant vers les économies avancées. Si l'on en croit les banques, ces tendances devraient se poursuivre en 2009. Mais il est difficile de distinguer les causes et les effets. La raréfaction du crédit tient en partie à la contraction

des échanges due à la récession, tandis que la hausse des coûts résulte en partie du risque accru de défaillance lié à la baisse de l'activité commerciale.

## Le coût du crédit commercial

Tous les échanges ne sont pas financés par des intermédiaires comme les banques (encadré 2), mais celles-ci facilitent le mouvement des marchandises dans le monde entier.

L'enquête menée auprès des banques a révélé ce qui suit :

- **Le coût du crédit commercial a considérablement augmenté.** Plus de 70 % des répondants ont indiqué que le coût des lettres de crédit, instrument bancaire classique qui garantit à l'exportateur le paiement de ses factures, s'est accru au cours de l'année écoulée (graphique 1). Environ 90 % des banques signalent une hausse des taux sur les facilités à court et à moyen terme qui utilisent les marchandises comme garantie.

- **Les tensions financières internationales sont l'une des principales causes du renchérissement du crédit commercial dans les pays avancés et émergents.** Dans près de 80 % des cas, les banques ont reconnu que le renchérissement de leurs propres ressources avait contribué à accroître le coût des instruments de financement (graphique 2). Ce renchérissement neutralise l'effet modérateur du net assouplissement de la politique monétaire dans de nombreux pays, notamment aux États-Unis et dans d'autres pays avancés. D'autre part, le resserrement des normes de fonds propres imposé par la réglementation et par les banques sur leurs opérations de prêt a également creusé l'écart entre le coût de l'argent et les taux qu'elles appliquent aux transactions commerciales de leurs clients.

- **La crainte des défaillances — appelle «risque de contrepartie» — incite les banques à durcir leurs conditions de prêt.** Plus de 90 % des banques des économies avancées et 70 % de celles des marchés émergents déclarent avoir modifié les critères qu'elles imposent aux banques des partenaires commerciaux. Des règles plus strictes ont également été adoptées pour des pays comme l'Argentine, la Bolivie, la Corée, les Émirats arabes unis, l'Équateur, la Hongrie, l'Islande, le Pakistan, les pays baltes, la Russie, la Turquie, l'Ukraine, le Venezuela et le Vietnam.

- **Les tendances actuelles de coût devraient se poursuivre en 2009.** D'après l'enquête, les marchés émergents et les produits de

### Encadré 1

#### Une enquête auprès des banques

Pour pallier l'absence de données sur le financement du commerce extérieur, le FMI, en collaboration avec la Bankers' Association for Finance and Trade (BAFT), a sondé les banques des pays avancés, émergents et en développement sur les conditions actuelles du crédit commercial par rapport à l'année passée et les perspectives pour 2009. L'enquête s'est centrée sur l'intermédiation bancaire sous la forme de lettres de crédit ou autres crédits à l'exportation. La BAFT et la Fédération latino-américaine des banques, qui regroupent des établissements financiers ayant une présence internationale, ont envoyé un questionnaire à une longue liste de banques, dont 40 — à peu près également réparties entre pays avancés et émergents ont répondu.

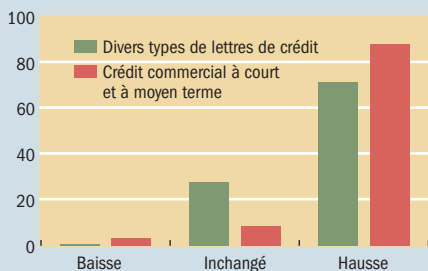
base seront probablement les plus touchés. Quelques banques estiment cependant que les écarts pourraient se resserrer avec la reprise de la demande mondiale et que la concentration en cours du secteur bancaire, surtout dans les pays avancés, pourrait se traduire par une augmentation du crédit commercial. En définitive, un nombre réduit d'établissements financiers d'envergure mondiale ou suprarégionale contribuerait davantage au financement du commerce extérieur.

Graphique 1

### Le crédit commercial est plus coûteux

Depuis la fin de 2007, 70 % des banques signalent une hausse du coût des lettres de crédit et 90 % une hausse du coût du crédit commercial.

(pourcentage de banques ayant répondu)



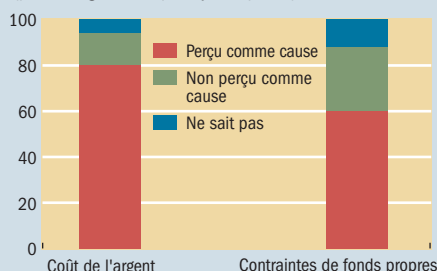
Source : FMI, Enquête sur le financement du commerce extérieur, 2008.

Graphique 2

### Pourquoi?

La plupart des banques l'attribue au coût de l'argent, et beaucoup d'entre elles citent également les contraintes de fonds propres.

(pourcentage de banques ayant répondu)



Source : FMI, Enquête sur le financement du commerce extérieur, 2008.

## Les marchés émergents sont durement touchés

Bien que la hausse du coût du crédit commercial soit généralisée, la raréfaction du financement est plus nette dans les pays émergents, surtout en Asie. Dans les pays avancés, le nombre de prêts signalés par les banques durant les derniers mois de 2008 n'a pratiquement pas varié par rapport à la même période de 2007, mais a baissé en moyenne de 6 % dans les pays émergents. Les banques interrogées, quel que soit le pays d'origine, estiment que cette situation va se prolonger en 2009 : le niveau des transactions resterait à peu près inchangé dans les pays avancés et baisserait de 10 % en moyenne dans les pays émergents.

Le commerce intrarégional des pays avancés semble peu affecté jusqu'ici par la crise. Plus de la moitié des sondés témoignent d'une hausse du financement des exportations vers le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord, mais une proportion équivalente de banques signalent une forte baisse du financement des importations en provenance de l'Asie du Sud, de la Corée et de la Chine. L'une des

raisons de l'effondrement des échanges avec l'Asie de l'Est serait la montée des coûts et des risques perçus par les opérateurs, ce qui nuit aux segments à faible marge des chaînes d'approvisionnement mondiales. Pour les produits manufacturés peu rémunérateurs qui constituent le gros des échanges de l'Asie de l'Est, le renchérissement du crédit risque de réduire les volumes si les importateurs n'ont plus les moyens d'assumer le coût des lettres de crédit. Le commerce de produits à forte valeur ajoutée, qui prédomine dans les pays avancés, est sans doute moins exposé.

## Quelles perspectives?

Argent plus cher, renforcement des ratios de fonds propres, risques de défaillance accrus : il est facile d'expliquer le renchérissement du crédit commercial, mais guère aisé de prédire l'avenir.

Le coût de l'argent diminuera probablement à mesure que la forte baisse des taux directeurs compensera des marges un peu plus élevées. Par contre, les contraintes de fonds propres

auront sans doute des effets plus durables. Bien des banques estiment que les trop faibles ratios de fonds propres appliqués à tous leurs actifs avaient fait chuter les marges à des niveaux intenable. Les perspectives sont donc celles d'une augmentation quasi permanente des marges, car les responsables bancaires en matière d'allocation du capital et de gestion des risques ainsi que les organismes de réglementation nationaux demandent un relèvement des fonds propres pour parer aux risques.

Cependant, les perspectives de croissance ont aussi leur importance, et les sombres perspectives à court terme pour l'économie mondiale risquent fort d'infléchir à la hausse le coût du crédit commercial en incitant les banquiers à anticiper dans leurs taux l'augmentation probable des risques de défaillance des entreprises importatrices et exportatrices. ■

*Thomas Dorsey est Chef de division au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI*

### Encadré 2

#### Le financement du commerce extérieur

Il peut prendre des formes multiples selon le degré de confiance entre partenaires et le montant des ressources nécessaires.

Si la transaction se limite à l'importateur et à l'exportateur, elle peut s'effectuer par *versement anticipé* (au vendeur avant l'expédition) ou bien à *compte ouvert* (l'expédition a lieu avant le paiement). Dans tous les autres cas, une banque intervient.

Les banques proposent un éventail de produits pour limiter le risque de non-paiement.

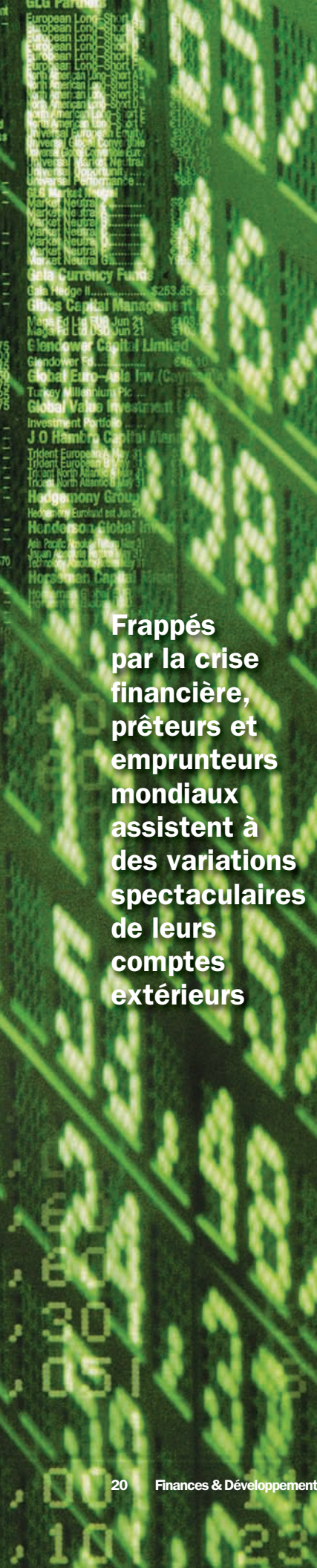
Avec l'*encaissement documentaire*, l'exportateur demande à sa banque de transmettre les documents de la transaction et d'encaisser le paiement auprès de l'importateur. Le recouvrement est accéléré mais la banque ne garantit pas le paiement.

Avec la *lettre de crédit* (ou crédit documentaire), l'importateur demande à sa banque de certifier qu'il pourra payer les marchandises. Si l'exportateur se méfie de la banque de l'acheteur, il peut demander à sa banque une *confirmation* de la lettre de crédit.

Les banques offrent aussi des solutions pour limiter le risque de crédit. L'*assurance-crédit* permet aux exportateurs de proposer des conditions de paiement à compte ouvert sur des marchés compétitifs.

Enfin, les banques proposent des *crédits commerciaux* garantis par des marchandises, mettant à la disposition de l'exportateur une trésorerie suffisante pour couvrir tout son cycle d'exploitation.





# Revers de fortune

Gian Maria Milesi-Ferretti

**L**A CRISE financière actuelle a un impact spectaculaire sur les cours des actifs et les taux de change dans le monde entier. Les bourses ont perdu au moins 40 % de leur valeur. Les marges de taux d'intérêt sur les obligations souveraines et sur celles des entreprises ont beaucoup augmenté. Les taux de change sont très instables : si le yen s'est vivement apprécié, les monnaies de la plupart des pays émergents et de certaines économies avancées (le Royaume-Uni, par exemple) ont accusé de fortes baisses. Outre leurs répercussions sur l'activité macroéconomique, ces facteurs influent sensiblement sur les avoirs et les engagements des principaux pays créanciers ou débiteurs.

Prenons l'exemple des États-Unis, premier emprunteur mondial. Comment la crise a-t-elle modifié la position de ce pays vis-à-vis du reste du monde? Selon de premières estimations, la dégradation de sa position extérieure nette en 2008 (la différence entre les créances financières du reste du monde sur ce pays et celles de ses résidents sur le reste du monde) a été la plus forte jamais observée : plus de 2.000 milliards de dollars, et ce malgré la baisse sensible de la valeur boursière de son patrimoine. Cette baisse a fait subir des pertes aux détenteurs étrangers d'actifs des États-Unis et largement excédé les emprunts nets de ce pays (son déficit courant), qui n'ont atteint que quelque 650 milliards de dollars. De même, les variations des cours des actifs et des taux de change ont fortement modifié la position extérieure nette des pays (Chine, Japon et exportateurs de pétrole, notamment) dont les excédents courants avaient été élevés en 2008.

Nous étudions dans le présent article comment la crise se répercute sur la position extérieure nette des pays prêteurs ou emprunteurs, ainsi que les conséquences probables de ces évolutions. Nous expliquons d'abord comment les économistes évaluent cette position, examinons en détail celle des États-Unis et des pays

créanciers et concluons par quelques réflexions sur la façon dont ces événements pourraient directement ou indirectement influencer sur la résolution des déséquilibres mondiaux.

## Comment évaluer les positions extérieures nettes

Il est facile d'expliquer le malaise que suscitent des déséquilibres mondiaux persistants, c'est-à-dire les déficits courants élevés, et les emprunts extérieurs qu'ils engendrent, de pays comme les États-Unis et les excédents courants massifs de pays comme la Chine ou les grands exportateurs de pétrole et les prêts extérieurs qu'ils consentent. Prenons un pays déficitaire qui finit par accumuler d'importants engagements extérieurs dont il doit assurer le service (par un excédent commercial). Sa capacité à attirer des capitaux étrangers peut aussi décliner à mesure que sa position extérieure se dégrade, ce qui provoque une dépréciation du taux de change et alourdit le coût de l'emprunt extérieur.

Les risques inhérents à des engagements extérieurs élevés sont, à l'évidence, fonction du contexte mondial. Les investissements étrangers augmentent d'autant plus que l'intégration financière internationale se développe, facilitant ainsi l'emprunt mondial. Quand survient une crise financière, les risques découlant d'un recours massif à l'emprunt extérieur peuvent s'accroître de façon spectaculaire (voir les expériences de la Hongrie et de la Lettonie).

Pour mesurer la position extérieure nette d'un pays, les économistes recherchent en général ce que l'on appelle la position extérieure globale nette (PEGN), soit la différence entre les créances financières du reste du monde sur ses résidents et les créances financières de ses résidents sur le reste du monde. Deux facteurs peuvent influencer sur la PEGN : les prêts ou les emprunts extérieurs nets (qui reflètent les excédents ou les déficits courants) et les variations de la valeur des avoirs et des engagements du pays imputables aux fluctuations

**Frappés par la crise financière, prêteurs et emprunteurs mondiaux assistent à des variations spectaculaires de leurs comptes extérieurs**

des taux de change et des cours des actifs. Par exemple, la PEGN de la Chine s'améliore si ce pays détient beaucoup de bons du Trésor des États-Unis et que leur valeur augmente par suite d'une baisse des taux d'intérêt américains, mais se dégrade si une appréciation du renminbi par rapport au dollar réduit la valeur en renminbi des avoirs de la Chine libellés en dollars. La PEGN n'est pas un indicateur du patrimoine global d'un pays : par exemple, si la productivité des entreprises d'un pays augmente, la valeur de marché de ces entreprises s'accroît, de même que le patrimoine du pays. Cependant, si des étrangers possèdent une fraction du capital de ces entreprises, la PEGN du pays peut se dégrader, car certaines des plus-values reviennent au reste du monde.

### Évolution aux États-Unis

Pourquoi alors la PEGN des États-Unis s'est-elle autant dégradée? Quelles seront les conséquences de cette dégradation?

Pour comprendre cette dégradation, il est utile de rappeler qu'à la fin de 2007, la position des États-Unis était négative à hauteur de 2.200 milliards de dollars (voir graphique 1). Les avoirs extérieurs se composaient surtout d'investissements de portefeuille sous forme de participations et d'investissements directs étrangers (IDE) et les engagements extérieurs, de titres de créance (bons du Trésor ou obligations de sociétés). La position nette des participations (différence entre la somme des avoirs et des engagements au titre des investissements de portefeuille sous forme de participations et des IDE) était positive (environ 3.000 milliards de dollars) et la position nette de la dette négative (plus de 5.000 milliards). Les avoirs extérieurs étaient pour l'essentiel libellés en devises et les engagements presque exclusivement en dollars.

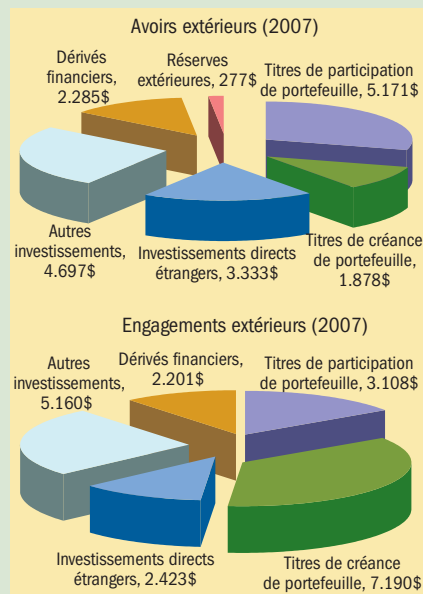
Après avoir réalisé de fortes plus-values des années durant, les bourses se sont effondrées en 2008, ravagées par la crise financière. Les résidents des États-Unis ont subi de fortes moins-values nettes, ce pays étant pour l'essentiel «long» en titres participatifs vis-à-vis du reste du monde. Ces pertes ont en outre été aggravées par le fait que les bourses des autres pays ont davantage baissé, sous l'effet par ailleurs d'une certaine appréciation du dollar. Au total, une dégradation de quelque 1.300 milliards de dollars de la position des investissements de portefeuille

Graphique 1

### États-Unis : position nette négative

À la fin de 2007, la position nette des participations était positive (3.000 milliards de dollars), mais celle de la dette était négative (5.000 milliards de dollars).

(milliards de dollars)

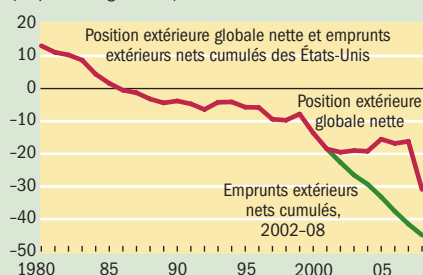


Source : Bureau of Economic Analysis.

Graphique 2

### Inversion de tendance

Aux États-Unis, les plus-values nettes de la période 2002-07 se sont inversées en 2008. (en pourcentage du PIB)



Sources : Bureau of Economic Analysis; estimations de l'auteur.

sous forme de participations est sans doute imputable au recul des cours des actions. De surcroît, l'appréciation du dollar a réduit la valeur des IDE en cette monnaie, amplifiant encore la dégradation de la position nette des participations des États-Unis.

Bien que la crise mondiale ait débuté dans un segment du marché américain des créances et ait fait varier considérablement les cours des obligations, l'impact net de ces variations sur la position de la dette des États-Unis sera sans doute modeste. À la fin de 2007, les étrangers détenaient beaucoup de bons et d'obligations garanties ou non du Trésor et d'obligations de sociétés (respectivement, 2.400, 1.600 et 2.800 milliards de dollars). La valeur des obligations garanties ou non du Trésor a augmenté à mesure que les taux d'intérêt baissaient, alors que celle des obligations de sociétés (dont les titres à garantie hypothécaire émis par le secteur privé) a diminué. Les moins-values nettes sur obligations de sociétés ont sans doute dépassé les plus-values sur obligations garanties ou non du Trésor.

Parallèlement, les avoirs des résidents en obligations émises à l'étranger ont subi des moins-values à cause de la baisse des cours des obligations libellées en dollars sur les marchés émergents, des obligations de sociétés en Europe et des titres garantis par des actifs (obligations émises aux Îles Cayman, garanties par des hypothèques aux États-Unis et achetées par des résidents américains) et de l'effet de l'appréciation du dollar sur la valeur des obligations en monnaie étrangère détenues aux États-Unis. Les moins-values nettes réalisées par les résidents américains sur ces titres de créance pourraient dépasser celles réalisées par les résidents étrangers sur les obligations des États-Unis.

Au total, la moins-value nette du portefeuille extérieur des États-Unis devrait être de l'ordre de 1.500 milliards de dollars, voire plus forte si les IDE étaient estimés à leur valeur boursière. Ce chiffre très élevé illustre une fois encore comment, dans un monde caractérisé par des avoirs transfrontaliers en instruments financiers considérables, les variations de la valeur de ces instruments peuvent étouffer l'impact des prêts ou des emprunts nets. Il fait aussi ressortir le danger d'extrapoler des rendements trop optimistes comme solution de rechange pour ajuster les



soldes courants : comme le montre le graphique 2, les États-Unis ont réalisé, entre 2002 et 2007, de fortes plus-values nettes qui leur ont assuré une PEGN stable malgré un recours massif à l'emprunt extérieur. Ces plus-values tiennent aux rendements très élevés des avoirs en titres participatifs étrangers des investisseurs américains, dont la valeur a augmenté beaucoup plus rapidement que celle des avoirs en titres participatifs américains des investisseurs étrangers et à la dépréciation sensible du dollar, qui a accru la valeur des avoirs en devises des Américains. Ces deux tendances se sont inversées en 2008.

### Évolution dans les pays créanciers

Quels sont les pays qui ont réalisé les plus-values nettes correspondantes en 2008? Et de façon plus générale, quel a été l'impact des variations spectaculaires des taux de change et des cours des actifs sur les avoirs et les engagements mondiaux? Il convient d'abord de souligner que la baisse mondiale des cours en bourse a réduit sensiblement la valeur boursière du patrimoine financier dans presque tous les pays, le recul de l'immobilier résidentiel et commercial ayant en outre aggravé ce choc dans certains d'entre eux. Les pays où les avoirs des étrangers en actions locales dépassent fortement ceux de leurs résidents en actions étrangères (la plupart des pays émergents et la zone euro) ont réalisé des plus-values nettes sur leur position extérieure, encore que leur patrimoine global ait diminué. D'après nos premières estimations, l'amélioration de la position extérieure nette due aux cours des titres participatifs pourrait être pour la zone euro et pour plusieurs grands pays émergents (Brésil, Chine, Corée, Inde et Russie, notamment) de l'ordre de 1.000 et de 200 milliards de dollars, respectivement.

De façon plus générale, comment les variations des cours des actifs et des taux de change modifient-elles la position extérieure des grands créanciers : Chine, Japon et exportateurs de pétrole? Si ces économies ont enregistré en 2008 des excédents courants élevés qui, toutes choses égales par ailleurs, ont encore renforcé leur PEGN, ces variations ont aussi joué un rôle important. Plus précisément :

- En termes de valeur boursière, la Chine a sans doute réalisé sur ses obligations garanties ou non du Trésor des États-Unis, dont la valeur a augmenté à cause de la baisse des taux d'intérêt dans ce dernier pays, de fortes plus-values qu'il convient d'ajouter à celles (voir supra) sur la position nette des investissements de portefeuille sous forme de participations (les étrangers possèdent davantage d'actions de sociétés chinoises, certificats américains d'actions étrangères inclus, que les résidents chinois possèdent d'actions étrangères). L'appréciation du renminbi, par rapport au dollar notamment, a par ailleurs accru la valeur en dollar des IDE en Chine. En définitive, il est probable que les plus-values nettes ont été positives et que la valeur boursière de la PEGN de la Chine a plus progressé que ne le laisse penser l'excédent courant.

- Malgré son excédent courant, le Japon a sans doute subi des moins-values nettes sur sa PEGN, à cause essentiellement de l'appréciation spectaculaire du yen en 2008 (plus de 30 % en termes effectifs nominaux). Les avoirs extérieurs du Japon étant surtout libellés en devises et ses engagements en yen, la valeur en yen des avoirs a diminué par rapport aux engagements.

- Calculer l'impact des variations des cours des actifs sur la valeur des avoirs extérieurs des pays exportateurs de pétrole est un véritable travail de Romain, faute d'informations sur le niveau et la structure de ces avoirs. Cette valeur a sans doute reculé du fait de la baisse mondiale des cours des actions, mais il est difficile de mesurer ce recul avec précision (pour une estimation des pertes subies par les fonds souverains des pays du Gulf Cooperation Council, voir Setser and Ziemba, 2009).

### Impact sur les déséquilibres mondiaux

Comment relier ces faits et, de façon plus générale, l'actuelle crise économique et financière, à la perspective d'une résolution des déséquilibres mondiaux? S'il est difficile de répondre à cette question en quelques paragraphes, nous avançons ci-après plusieurs pistes de réflexion :

- L'ajustement extérieur a été engagé, en partie du moins, avant la crise : abstraction faite des importations de pétrole touchées par les cours sans précédent de l'énergie, le déficit courant des États-Unis régresse depuis la fin de 2005 grâce, entre autres, à l'affaiblissement sensible du dollar depuis son niveau record de 2002.

- Le rôle d'amortisseur joué par les titres participatifs ayant beaucoup diminué, la position très négative de la dette des États-Unis apparaît désormais plus vulnérable, aussi est-il important de continuer de réduire le déficit courant.

- *Les Perspectives de l'économie mondiale du FMI* semblent indiquer que cette réduction aura lieu grâce notamment à la baisse spectaculaire des cours du pétrole (elle pourrait y contribuer à hauteur d'au moins 150 milliards de dollars en 2009) et au très fort recul de la demande aux États-Unis.

- De façon plus générale, le volume des échanges internationaux est en chute libre à cause de la baisse sensible de la production et de la demande mondiales. Dans chaque pays, la balance commerciale et le solde courant évolueront en fonction de la gravité et de la durée de la crise par comparaison avec les partenaires commerciaux, facteurs sur lesquels pèsent à l'évidence de grandes incertitudes.

Pour ce qui est des principaux créanciers :

- Dans les pays exportateurs de pétrole, l'effondrement des recettes pétrolières amplifie la dévalorisation des avoirs extérieurs; en fait, leur excédent courant de 2008 (600 milliards de dollars) pourrait disparaître en 2009.

- Au Japon, la baisse des cours des produits de base tendrait à amortir le repli de l'excédent courant, tiré par la forte appréciation du yen et le recul de la demande extérieure.

- En Chine, dont les comptes extérieurs profiteront du recul des cours des produits de base, il serait vital de stimuler fortement la demande intérieure pour contrer le risque d'un grave ralentissement et faciliter le rééquilibrage extérieur. ■

*Gian Maria Milesi-Ferretti est Sous-Directeur du Département des études du FMI.*

#### Bibliographie :

Setser, Brad, and Rachel Ziemba, 2009, "GCC Sovereign Wealth Funds: Reversals of Fortune", Council on Foreign Relations Working Paper (Washington); voir [www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS\\_WorkingPaper\\_5.pdf](http://www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS_WorkingPaper_5.pdf).



# La marche à suivre

Laura Kodres et Aditya Narain

UNE RÉGLEMENTATION déficiente, du fait à la fois de son éparpillement et de son inapplication, est l'une des principales causes de la crise financière mondiale, même si, à cet égard, les coupables ne manquent pas. Il faut la réviser de fond en comble pour prévenir toute autre accumulation de risques systémiques, raffermir les bases des relations entre épargnants et investisseurs (l'intermédiation) et trouver une méthode sûre et cohérente pour venir à bout de tout nouvel accès d'instabilité financière. Il faut aussi examiner les techniques utilisées par les banques centrales pour approvisionner les marchés en liquidité.

Le FMI se penche actuellement sur plusieurs questions auxquelles il convient de prêter attention pour prévenir les crises systémiques :

- *le périmètre de la réglementation*, ou les institutions et pratiques à couvrir;

- *la «procyclicalité»*, soit la tendance de certaines pratiques réglementaires ou commerciales à amplifier le cycle;

- *les déficits d'information* sur les risques et leur diffusion dans le système financier;

- *l'harmonisation des stratégies de réglementation et des cadres juridiques nationaux* afin de mieux coordonner la surveillance et la réorganisation des établissements et des marchés transfrontaliers;

- *l'approvisionnement en liquidité des marchés* pour assurer la régularité des fonds destinés à l'investissement et la transmission effective de la politique monétaire.

## Le périmètre de la réglementation

La crise fait clairement ressortir la nécessité d'élargir le périmètre de la réglementation pour couvrir les institutions et les marchés qui échappent à son champ d'application et,

**Il faut repenser les contours de la réglementation financière et améliorer l'approvisionnement en liquidité**



parfois, au dépistage des autorités. Certaines de ces entités ont pu obtenir des crédits à court terme pour faire des placements à plus long terme et porter leur effet de levier (affecter le crédit à l'achat d'actifs) à un point qui menaçait la stabilité du système financier lorsque les créanciers à court terme demandaient à être remboursés. Cependant, il n'est pas nécessaire de couvrir tous les intermédiaires financiers, car cela limiterait les bienfaits que certains apportent à l'économie (l'innovation et l'efficacité des transferts de fonds, par exemple). Pour ne pas pénaliser des marchés et des institutions indispensables, il importe d'identifier soigneusement les déficiences spécifiques que doit couvrir une réglementation élargie. Ce résultat peut être atteint en créant un double périmètre. Nombre d'institutions et d'activités financières se situeraient dans le périmètre extérieur, et seraient assujetties à des obligations d'information, et celles qui présentent un risque systémique dans le périmètre intérieur, et devraient respecter une réglementation prudentielle.

Les activités ou entités à placer dans un premier temps dans le nouveau périmètre sont :

- Les institutions qui sont les contreparties aux transferts de risques des secteurs réglementés : la réglementation devrait viser les entités hors bilan comme les produits structurés utilisés pour acheter des actifs risqués aux banques ou à d'autres établissements réglementés.

- les sociétés d'investissement ayant recours à l'effet de levier qui peuvent amplifier une spirale baissière des cours lorsque, face à un effet de levier jugé excessif, elles doivent vendre prématurément des actifs pour réduire leur endettement.

Il sera difficile de distinguer clairement les entités systématiquement importantes, l'idéal étant que la réglementation soit moins lourde pour les institutions qui utilisent moins l'effet de levier et sont moins liées entre elles. Cependant, les autorités de contrôle doivent pouvoir obtenir assez d'informations sur les institutions pour être en mesure de décider si elles contribuent au risque systémique.

## Pratiques procycliques

Les cycles économiques existeront toujours, mais ils peuvent être amplifiés par certaines pratiques réglementaires ou institutionnelles allant des règlements sur le capital ou des règles de provisionnement des banques aux pratiques en matière de compensation et de gestion des risques suivies par de nombreuses institutions financières.

La réglementation prudentielle doit éliminer les éléments procycliques sans empêcher les institutions financières de prendre leurs décisions en fonction des risques. En outre, l'adoption éventuelle de règlements exigeant des fonds propres supplémentaires devrait être progressive afin de ne pas fragiliser davantage le système financier.

L'une des priorités pour atténuer la procyclicalité serait de réglementer le niveau de capital à maintenir pour absorber les pertes. (On considère par exemple que le «noyau dur» de capital correspond aux fonds propres tirés des actions émises et des réserves publiées constituées à partir des bénéfices.) Il faudrait inciter les établissements à accumuler, à des fins de régulation, des fonds propres en période de reprise de façon à en disposer lors des ralentissements. Une solution simple serait d'établir des

règles contracycliques en matière de capital social : le ratio fonds propres/actifs augmenterait pendant les phases d'expansion et diminuerait pendant celles de marasme. L'idéal serait que ces règles soient incluses dans les réglementations, et non discrétionnaires, en faisant ainsi un stabilisateur automatique qui, pendant les reprises, permettrait aux autorités de contrôle de résister aux pressions des établissements ou des milieux politiques.

La crise a fait ressortir le rôle joué par l'effet de levier. En principe, les règles en matière de capital pondéré en fonction des risques (davantage de capital est nécessaire pour les actifs risqués) devraient permettre de maîtriser l'effet de levier. Il serait aussi utile de disposer d'un ratio maximum d'effet de levier (capital de haute qualité/total des actifs, par exemple) intégrant les entités hors bilan comme outil assez simple pour limiter l'effet de levier global des institutions financières en phase d'expansion.

Bien que les méthodes de comptabilité à la juste valeur, qui imposent aux institutions d'évaluer les actifs aux prix courants du marché, soient en général un bon point de repère, la crise a montré clairement qu'en période de vente prématurée, elles peuvent amplifier les spirales baissières. Lorsqu'un établissement doit vendre un actif à bas prix, d'autres peuvent être tenus d'évaluer des actifs analogues au même prix, ce qui peut les inciter à vendre, surtout si leur règlement leur interdit de détenir des actifs à faible valeur. Ainsi, les règles comptables devraient permettre aux établissements financiers dotés d'actifs cotés en bourse de constituer des «réserves de revalorisation» qui augmenteraient pour refléter les surévaluations des phases d'expansion et permettraient d'amortir le retour à des valeurs plus faibles pendant celles de ralentissement. De même, la valeur des actifs servant de garanties (maisons, par exemple) tend aussi à suivre le cycle. Les règles comptables devraient permettre de faire des évaluations plus prudentes à partir d'indicateurs précurseurs sensibles.

La liquidité du financement (la capacité des établissements financiers d'obtenir des fonds à prêter) est une autre caractéristique procyclique du système financier. Les fonds tendent à être plus abondants pendant les reprises. Pour assurer un approvisionnement régulier en capitaux, il faut d'abord renforcer les techniques de gestion du risque de liquidité dans les établissements financiers qui devraient être encouragés à tabler sur des formes moins instables de financement (dépôts de détail, et non un financement de gros à court terme). Pour atténuer en partie les risques systémiques, le prix de la liquidité pourrait être réajusté efficacement en relevant les ratios fonds propres/risques et en imposant une certaine forme de prélèvement. Une solution plus directe serait d'obliger les banques à détenir un minimum d'actifs liquides de haute qualité.

## Comblent les déficits d'information

L'un des aspects les plus troublants de la crise est l'incapacité de déterminer les risques qui ont été répartis et leurs détenteurs. Bien des nouveaux produits structurés étaient censés attribuer les risques à ceux qui, en théorie, étaient les plus à même de les gérer. Mais souvent, les autorités de contrôle et les autres opérateurs du marché ne pouvaient pas voir où étaient les divers risques. Qui plus est, ceux-ci étaient souvent découpés de façon à ce qu'il soit impossible de bien savoir ce que l'on achetait ou ce que l'on vendait. En outre, les informations permettant de

fixer le prix de ces titres complexes n'étaient faciles ni à obtenir ni à interpréter.

Il faut combler les déficits d'information pour analyser sérieusement le risque systémique et les moyens de le prévenir. La priorité absolue est sans doute d'obtenir des données sur les risques courus par les banques et les institutions financières non bancaires systématiquement importantes. Il faut connaître les niveaux et les concentrations de ces risques (données qui seraient recueillies, mais non publiées, par les autorités) et les liens entre les institutions transfrontalières et les marchés pour observer les risques et les faiblesses systémiques.

Davantage d'informations sur les techniques d'évaluation des actifs et les données sous-jacentes permettraient de mieux fixer les prix, et aux opérateurs de voir les corrélations et, éventuellement, les risques de queue (risques rares, mais aux effets dévastateurs). Il faut aussi prêter attention aux données sur les prix, les volumes et la concentration globale sur les marchés hors cote, car la façon dont elles sont en général enregistrées ne permet pas aux tiers d'avoir les informations sur les opérations, ce qui limite la liquidité en période de difficulté. Un système de compensation peut être utilisé pour saisir (et compenser) les opérations, permettant, aux opérateurs notamment, de connaître le niveau total des risques en jeu.

Il faudrait insister davantage sur la collecte d'informations utilisables pour construire des indicateurs signalant les problèmes imminents. Les analystes doivent réfléchir soigneusement à la nature des informations permettant d'évaluer par anticipation les risques au sein tant du système que des institutions ou des marchés. Intuitivement, les indicateurs qui intègrent les risques (comme ceux qui sont établis à partir des prix des options) sont les mieux placés pour jouer ce rôle. Cependant, comme ils utilisent les prix du marché, ils ne reflètent peut-être que la façon dont les risques futurs sont perçus et ne peuvent sans doute indiquer quand les risques deviendront systémiques.

L'obligation d'information faite aux institutions financières devrait être alourdie afin que les données soient plus spécifiques et plus cohérentes. En particulier, elles devraient aussi couvrir les postes hors bilan, de nombreux risques n'étant pas pris en compte dans le bilan de sorte que les investisseurs et les autorités de contrôle les ignorent. Des indicateurs élémentaires de l'effet de levier et des risques courus devraient être établis pour les institutions financières non bancaires, en partie pour évaluer leur importance systémique. Les modèles et les techniques d'évaluation devraient être divulgués afin que les investisseurs puissent mieux apprécier les risques des produits qu'ils achètent. Toutes ces informations visent à donner à la discipline du marché une chance d'être exercée.

À un autre niveau, les marchés fonctionneront mieux si les prix, le montant des opérations et d'autres informations sur les marchés hors cote des dérivés sont plus faciles à obtenir. Le manque constant d'informations dont souffrent les marchés pose un très grave problème et va de pair avec la plus grande incertitude. Certaines données déjà recueillies sur les marchés hors cote pourraient être divulguées plus souvent, fournissant davantage d'informations sur la situation géographique et la couverture des instruments, les types de contrepartie et la concentration globale des marchés. Les données porteraient alors davantage

sur les risques courus que sur des volumes. Il faut une meilleure information sur les contrats dérivés sur défaut (CDS), car ces «polices d'assurance» sont entre les mains d'un nombre si élevé de parties qu'il est difficile de savoir qui est exposé à la défaillance des différents établissements. Des mécanismes de compensation centralisés pour les CDS (comme ceux actuellement mis au point) aideraient à réduire les risques de crédit et permettraient de centraliser la collecte des informations.

### **Améliorer la coordination transfrontalière**

Telle qu'elle a été exercée, la surveillance des établissements financiers importants au plan international et régional n'a pas permis de bien gérer les risques systémiques mondiaux liés à la présente crise. Les autorités de contrôle ne sont pas les seules à blâmer. La faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, l'insolvabilité de trois banques islandaises et l'effondrement d'AIG, géant mondial des assurances, sont autant de cas de mauvaise coordination qui ont nui à la confiance et au fonctionnement des marchés. Les problèmes soulevés par la cession d'intérêts nationaux, et les autres contraintes structurelles, politiques, culturelles et juridiques, ont compromis tout contrôle efficace des groupes financiers.

Les dirigeants et les milieux politiques des pays où opèrent les conglomérats financiers doivent maintenant s'attaquer de concert aux anomalies des législations nationales qu'ont fait ressortir les récentes faillites bancaires. Il est important que ces législations soient compatibles sur un certain nombre de points fondamentaux. Par exemple, il serait utile de disposer de critères judicieux pour lancer dans le pays d'activité le processus d'insolvabilité approuvé par les autorités de contrôle du pays de la société mère. Un ensemble cohérent de règles à cet effet (critères de déclenchement, délais et procédures) pourrait aider à préserver la valeur actualisée des investissements futurs des établissements. Des mécanismes plurijuridictionnels de protection des déposants et des investisseurs devraient permettre d'éviter les transferts déstabilisateurs de dépôts pendant les périodes d'incertitude. Enfin, un dispositif fondé sur des critères objectifs (une quantité donnée d'actifs de la qualité voulue dans les divers pays, par exemple) devrait assurer une répartition équitable des pertes (leur coût serait moins lourd pour les juridictions exerçant un meilleur contrôle). De tels dispositifs pourraient en outre donner lieu à une réduction des activités d'un établissement à l'étranger si le pays de la société mère ne peut contribuer aux frais de réorganisation.

Pendant la crise, les flux d'information et la coopération entre les autorités de contrôle des divers pays ont manqué de cohérence, ce qui a parfois bloqué les solutions. L'information sur les risques transfrontaliers courus a été incomplète et les relations systémiques entre les institutions financières sous-évaluées. Les autorités de contrôle doivent énoncer les informations essentielles à recueillir et à communiquer, compte tenu de leur pertinence pour la stabilité systémique.

Il existe plusieurs façons de renforcer la coopération entre les juridictions. Les établissements pourraient être surveillés par un collège réunissant des contrôleurs des pays où ils exercent leur activité. Ce collège aurait à sa tête un contrôleur en chef (en général, une personne du pays où la banque a son siège)



qui brosserait un tableau clair de la concentration des risques au sein de l'établissement, ainsi que de ses points forts et de ses faiblesses. Avec d'autres contrôleurs, il préciserait les activités auxquelles l'établissement peut se livrer. Le collègue vérifierait ces activités et demanderait des informations en cas de besoin. En gros, un contrôle financier dont l'objet explicite serait de réduire au minimum le risque systémique aiderait à harmoniser les divers aspects de la réglementation des établissements financiers nationaux et mondiaux.

## «Plus important encore, les nouvelles méthodes d'approvisionnement d'urgence en liquidité ou d'intermédiation pour les emprunteurs dans le besoin devraient prévoir comment elles peuvent être rapportées lorsque la situation se normalise.»

La segmentation de certaines réglementations nationales impose en outre de renforcer la coordination et la coopération. Un collège de contrôleurs pourrait aussi être créé dans les pays qui comptent de nombreux contrôleurs. La capacité des organes de contrôle nationaux à réduire encore le risque systémique tient non pas à leur structure institutionnelle (ont-ils leurs bureaux dans une ou plusieurs institutions ou à la banque centrale?) mais à une coopération et une coordination étroites entre des contrôleurs responsables.

### Approvisionner les marchés en liquidité

Du fait de la crise, les moyens d'approvisionner les marchés en liquidité se sont multipliés. Les banques centrales ont relevé le nombre des contreparties, élargi les types de garanties acceptables et allongé les échéances des aides à la liquidité. Parfois, de nouveaux mécanismes ont été créés. Mais, si ces actions ont comblé dans une certaine mesure la demande accrue de liquidité, elles n'ont pas contribué au fonctionnement des marchés, en partie parce qu'elles n'ont pas fait disparaître les incertitudes sur les contreparties qui les avaient envahis. Les banques centrales ont eu plus de difficulté à utiliser les taux d'intérêt pour gérer l'intermédiation. Elles doivent déterminer les taux du marché qu'elles peuvent influencer, compte tenu de la façon dont ces taux se répercutent sur les taux créditeurs acquittés par les utilisateurs finaux. Dans les pays émergents, elles doivent aussi concilier les besoins en liquidité à combler et le risque de faciliter la fuite des capitaux.

Les mécanismes de transmission de la politique monétaire étant moins fiables, les banques centrales doivent déterminer avec soin comment elles peuvent faciliter l'intermédiation en période d'ajustement du bilan des banques. Les activités comme les échanges financiers destinés à soulager temporairement les bilans des banques pour leur permettre de consentir d'autres

crédits peuvent soutenir directement les marchés. Les mesures quasi budgétaires (par exemple, le recours au bilan de la banque centrale pour accorder des crédits à des emprunteurs spécifiques) aident les marchés à continuer de fonctionner, mais risquent d'avoir des effets néfastes si elles durent trop longtemps. Plus précisément, elles peuvent brouiller les signaux que donne le taux directeur de la banque centrale, finir par évincer les emprunteurs non privilégiés et porter le bilan de la banque centrale à un niveau qui risque d'entamer la crédibilité de sa gestion.

Plus important encore, les nouvelles méthodes d'approvisionnement d'urgence en liquidité ou d'intermédiation pour les emprunteurs dans le besoin devraient prévoir comment, lorsque la situation se normalise, elles peuvent être rapportées selon un calendrier qui doit être coordonné afin d'éviter tout mouvement brusque de liquidité ou de crédit. Quand elles comportent des incitations, les stratégies de sortie visant à réorienter graduellement les opérateurs du marché des banques centrales vers les fournisseurs normaux de liquidité risquent moins de subir ce genre de chocs. Par exemple, les banques centrales pourraient progressivement rendre les garanties risquées moins attrayantes. Le même objectif pourrait être atteint si les taux de leurs instruments étaient portés à un niveau incitant à utiliser les circuits du marché.

### L'avenir de la réglementation

La révision des règlements de façon à éviter de nouvelles crises fait actuellement l'objet de débats dans de nombreuses instances internationales. Tout en rappelant combien elle est impérieuse, il est aussi important de se souvenir qu'il faut renforcer la capacité et la détermination des contrôleurs à appliquer la réglementation d'une manière régulière et crédible. Cette révision ne pourra être efficace que si l'application des règlements est renforcée, ce qui nécessitera de garantir aux organes de contrôle une autonomie opérationnelle et des ressources suffisantes.

La révision des règlements prendra du temps, mais on constate une forte volonté de suivre les orientations qui viennent d'être exposées. Les investisseurs pourront tenir compte du nouveau contexte d'autant plus vite que les marchés le découvriront rapidement. Anticipant des réformes lourdes, de nombreux investisseurs attendent avant de placer leurs capitaux. À cause des incertitudes qui pèsent sur le cadre réglementaire, il est difficile de déterminer les activités qui seront productives et celles qui seront peut-être éliminées. Ainsi, une plus grande cohérence des règlements dans un certain nombre de domaines, tant dans les pays qu'au plan international, pourrait aider à rétablir en quelque sorte une certitude désespérément nécessaire dans le système financier. ■

*Laura Kodres est Chef de division et Aditya Narain Chef de division adjoint au Département des marchés monétaires et de capitaux.*

---

*Le présent article s'inspire de l'ouvrage "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management" publié par ce Département. Luis Cordevarria-Checkley, Simon Gray, Barry Johnston et Ian Tower ont également contribué à sa rédaction. Voir [www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd) pour une liste complète des références et des personnes ayant prêté leur concours aux auteurs.*

# Qui va payer la facture?

Carlo Cottarelli

L'INTERVENTION massive et sans précédent des États-Unis et des autres pays avancés vise à rétablir la croissance et à assainir le secteur financier. Mais l'impact de la crise sur les finances publiques est considérable. Selon les projections, la hausse du ratio dette publique/PIB dans ces pays sera la plus forte et la plus systématique depuis la Seconde Guerre mondiale. Elle survient dans un contexte marqué par les pressions à long terme qu'exercent les dépenses de retraite et de santé, surtout dans les pays qui connaîtront bientôt un vieillissement rapide de leur population.

Les gouvernements n'ont guère eu d'autre choix que d'intervenir afin d'éviter un effondrement du système financier et de procéder à une relance budgétaire pour neutraliser la forte contraction de la demande du secteur privé. Ces interventions risquent de se poursuivre. Il est facile d'imaginer un scénario dans lequel les ratios dette/PIB augmenteraient encore à cause de la hausse des coûts d'intérêt et de la faiblesse de la croissance, amenant les investisseurs à s'interroger sur la viabilité des finances publiques dans le monde. Cela ne semble pas être le cas pour l'instant (bien que la marge sur les dérivés sur défaut soit orientée à la hausse dans nombre de pays) et on continue de percevoir le risque de défaillance comme étant faible. Il est primordial de préserver la confiance des investisseurs dans la solvabilité des pays, car elle est capitale pour prévenir l'effondrement du système économique et financier. En outre, la relance budgétaire serait compromise si, craignant que des problèmes de solvabilité budgétaire ne fassent grimper les taux d'intérêt, les créanciers exigeaient une prime de risque plus élevée.

Comment les pays doivent-ils réagir à cette crise qui les amène à solliciter beaucoup plus la faculté contributive de leurs citoyens? Dans cet article, nous présentons les conclusions chiffrées d'une récente étude du Département des finances publique du FMI sur ses coûts directs et indirects. Nous examinons l'ampleur des interventions dans le secteur financier, les coûts indirects non discrétionnaires (comme l'impact sur les recettes du ralentissement économique et de l'effondrement des cours

des actifs) et les coûts indirects de la relance budgétaire discrétionnaire. En outre, nous situons la crise dans un contexte élargi en la comparant 1) avec des phases antérieures de forte contraction et d'accumulation de dettes dans certaines grandes économies et 2) sur le plan des coûts, avec le problème nettement plus grave du vieillissement de la population. Nous concluons en exposant brièvement une stratégie qui permettrait à la politique budgétaire de faciliter le retour à une croissance normale tout en préservant la solvabilité du secteur public et en indiquant quelques secteurs clés où le FMI peut jouer un rôle constructif.

## Hausse des coûts et des passifs

L'ampleur et la nature sans précédent de la crise financière ont amené les dirigeants à redoubler d'imagination dans leur soutien aux institutions et aux marchés en difficulté. Les interventions ont surtout consisté en des injections de capital, des achats d'actifs ou des octrois de crédits ou de garanties directes par le gouvernement ou la banque centrale. Le plus souvent, les opérations engagées directement par les autorités ont grossi la dette publique brute, sans pour autant modifier le patrimoine net ou le déficit global une fois pris en compte

## Le rôle de la politique budgétaire à moyen terme dans la sortie de crise

Devanture de vitrine à Hong Kong (RAS).





les acquisitions correspondantes d'actifs, du moins dans la mesure où les opérations spécifiques sur actifs reflètent la valeur exacte du marché sans aucun élément de bonification.

Le coût brut des injections de capital, des achats d'actifs et des crédits publics directs s'est chiffré, en moyenne, à cinq points de PIB pour les économies avancées du G-20 (voir encadré). Mais à terme, l'impact budgétaire net dépendra du taux de recouvrement obtenu après la vente des actifs acquis. Il semble ressortir des précédentes crises que ce taux varie considérablement et que les recouvrements ne sont importants qu'une fois la croissance répartie sur une base solide.

Outre ces opérations, qui ont un impact immédiat sur la dette publique brute, les nouveaux passifs conditionnels (lignes de crédit et garanties des dépôts bancaires octroyées par la banque centrale) jouent un rôle beaucoup plus important. En fait, la plupart des pays ont relevé leurs plafonds d'assurance-dépôts et plusieurs ont garanti divers instruments, dont les crédits interbancaires (parfois pour des montants équivalant à des multiples du PIB). Le coût net ultime de ces garanties serait certes limité dans des scénarios rassurants, mais il est important de se souvenir qu'il risque d'être beaucoup plus lourd, en particulier si la crise économique et financière se prolonge.

### Relance budgétaire

Face au ralentissement de l'activité, nombre de pays ont lancé des programmes de relance budgétaire aux chiffres parfois très impressionnants. Toutefois, les pays étant pressés de montrer qu'ils aident leurs citoyens, il convient d'établir une distinction entre les chiffres communiqués à la presse et les faits, en repérant les mesures vraiment nouvelles et celles qui figurent déjà au budget de l'exercice suivant. Parfois, l'écart est sensible. Après correction pour en tenir compte, la relance budgétaire est un peu plus faible, mais encore importante. Pour les pays du G-20 par exemple, elle atteint 1½ point de PIB en moyenne en 2009.

Jusqu'à présent, la relance budgétaire a consisté pour près des deux tiers en des mesures de dépenses (avec, en particulier, une augmentation de celles d'infrastructure). En outre, nombre de pays ont annoncé des programmes visant à protéger les groupes les plus vulnérables (hausses des prestations de chômage, transferts en espèces aux pauvres et aides aux enfants et aux retraités). Quelques pays ont majoré les concours aux PME et d'autres soutiennent des secteurs précis (comme l'automobile).

### Qui fait partie du G-20?

Les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales de 19 pays (Afrique du Sud, Allemagne, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, France, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Mexique, Russie, Royaume-Uni et Turquie) siègent au G-20, de même que le Directeur général du FMI, le Président de la Banque mondiale et les Présidents du CMFI et du Comité du développement. L'UE est représentée par la présidence tournante du Conseil et la BCE. Les pays du G-20 comptent pour 90 % du PNB mondial, 80 % des échanges mondiaux et les deux tiers de la population mondiale.

S'agissant des recettes, les mesures ciblent surtout les ménages, principalement par des baisses de l'IRPP et des taxes indirectes. La plupart des mesures de dépenses sont assorties d'une date d'expiration, encore que certains programmes auront sans doute des coûts récurrents (entretien des nouvelles infrastructures, notamment). Si la majorité des mesures visant les recettes sont permanentes, certaines seront rapportées et cèderont la place à des hausses d'impôts dans quelques années. (Au Royaume-Uni par exemple, des mesures de recettes compenseront la baisse de la TVA à partir de 2010.)

### Autres conséquences budgétaires de la crise

Le vif ralentissement de la croissance mondiale déclenché par la crise a également eu un impact négatif sur les recettes publiques par le jeu des stabilisateurs automatiques. Si l'activité se redresse assez rapidement, cet impact ne devrait pas être très préoccupant. Mais si le ralentissement devient une longue récession, les répercussions sur la viabilité des finances publiques pourraient être beaucoup plus graves.

En outre, de plus graves effets non discrétionnaires de la crise sont dus à l'effondrement des cours des actions, des prix de l'immobilier et des bénéfices du secteur financier. Il en est résulté une forte baisse des recettes fiscales tirées, entre autres, des plus-values et des bénéfices des sociétés. Par ailleurs, dans la mesure où la chute des cours des produits de base peut être imputée au recul de l'activité mondiale, les recettes à ce titre des pays de production primaire ont beaucoup diminué.

Les régimes (publics et privés) de retraite par capitalisation ont aussi souffert de l'effondrement des cours des actifs et il se peut que les participants à ces régimes gravement touchés par la crise exercent des pressions sur l'État pour être indemnisés.

### Qui va payer la facture?

Une fois ces divers coûts additionnés, il est évident que les finances publiques pâtiront de la crise, et pas seulement à court terme (voir tableau). En effet, nos projections, qui reposent sur les prévisions de croissance établies par le FMI en janvier 2009, sont trop optimistes si la croissance est encore révisée à la baisse.

### Dette en hausse

La crise entraînera une hausse spectaculaire de la dette publique dans les économies avancées.

(variation des soldes budgétaires et de la dette publique dans les pays du G-20<sup>1</sup>, en pourcentage du PIB; écart par rapport à la période précédente.)

	2008 (A)	2009 (B)	2008-09 (A+B)
<b>Solde budgétaire</b>			
Économies avancées du G-20	-2,3	-3,8	-6,1
Économies émergentes du G-20	-0,3	-3,2	-3,4
G-20	-1,5	-3,6	-5,1
<b>Dette publique</b>			
Économies avancées du G-20	4,4	10,0	14,4
Économies émergentes du G-20	-2,0	1,9	-0,1
G-20	2,0	7,0	9,0

Source : Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2009, mises à jour pour tenir compte du programme de relance des États-Unis et des récentes mesures de soutien financier du Royaume-Uni.

<sup>1</sup> Administrations publiques, si données disponibles; sinon, agrégats budgétaires les plus complets publiés dans les *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (mises à jour, voir supra). Moyennes pondérées par le PIB (PPA).

- On prévoit une dégradation des soldes budgétaires des économies avancées du G-20 de six points de PIB entre 2007 et 2008–09, dont la moitié est due aux mesures de relance et aux aides au secteur financier, et l'autre aux stabilisateurs automatiques et aux moins-values fiscales imputables à d'autres effets non discrétionnaires. Pour les économies émergentes du G-20, la dégradation est un peu moins forte, du fait de l'impact plus faible de la crise sur la production; il se peut aussi que, pour nombre de ces pays, les possibilités de relance budgétaire soient plus limitées. Cela dit, la crise n'est pas terminée et certains pays émergents en sentent de plus en plus les répercussions.

- Selon les projections, le ratio dette/PIB des économies avancées du G-20 affichera une hausse de 14½ points, dont la moitié résultera du soutien au secteur financier. Là encore, l'impact est plus faible pour les économies émergentes du G-20. Cependant, le gonflement anticipé de la dette en 2009 inversera la tendance à la baisse observée depuis 2002.

### Une situation peut-être pas si exceptionnelle

La crise actuelle a donc provoqué la hausse la plus vive et la plus systématique des ratios dette/PIB dans les pays avancés depuis la Seconde Guerre mondiale. Pour autant, des hausses encore plus fortes ont été observées par le passé, notamment pendant les deux guerres mondiales; la Crise de 1929 a été suivie d'une augmentation généralisée de ces ratios, encore qu'elle a été plus progressive, à cause surtout de la durée de la récession. Il convient de rappeler, à titre de comparaison, que, lors des précédentes crises, l'activité s'était nettement contractée et des dettes massives avaient été accumulées dans certaines grandes économies (voir graphique). Les hausses actuelles de la dette peuvent donc être abordées avec un degré acceptable d'optimisme.

- Certaines grandes économies ont accumulé à diverses reprises des dettes considérables (plus de 100 % du PIB) qui, dans plusieurs cas, ont été réduites sans perturbations économiques ni troubles sociaux notables.

- Une croissance rapide et durable a été le facteur qui a le plus aidé à abaisser les ratios dette/PIB au cours des deux derniers siècles. Aux États-Unis par exemple, la forte croissance qui a suivi la seconde guerre mondiale a ramené le ratio dette/PIB de 121 % en 1946 à 50 % en 1965. Par contre, des politiques budgétaires trop prudentes et le maintien de l'étalon-or dans les années 20 et pendant la crise ont fait passer le ratio dette/PIB du Royaume-Uni de 130 % en 1919 à 178 % en 1933.

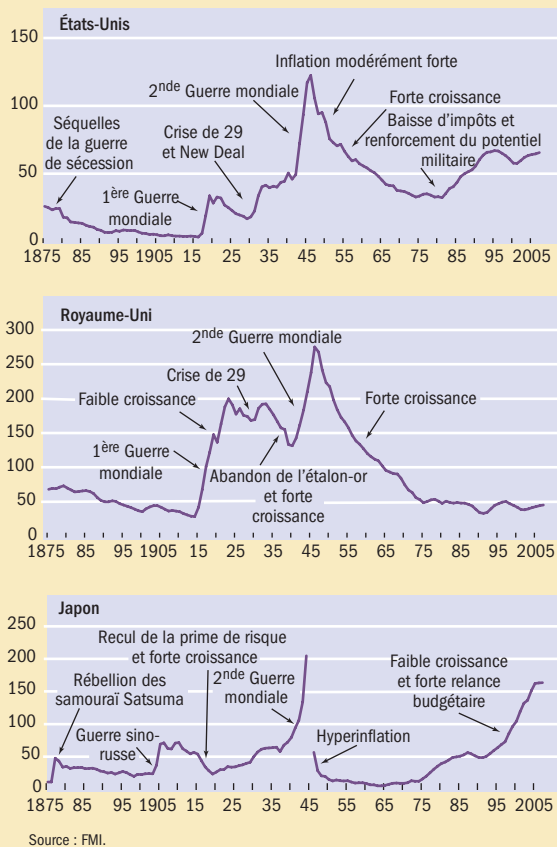
Pour diverses raisons toutefois, il y a lieu d'être plus circonspect devant la situation actuelle et d'insister sur la nécessité de défendre la solvabilité des finances publiques.

- Les grandes économies avancées n'ignorent pas que la dette peut être réduite par des moyens pernicieux. L'hyperinflation est survenue après des conflits majeurs et dans un climat d'instabilité politique intérieure; de plus, une inflation modérée a beaucoup aidé à réduire la valeur réelle de la dette, surtout jusqu'aux années 50. Entre les deux guerres, des défaillances partielles ont aussi été observées sur fond de graves ralentissements de l'activité (par exemple en Italie à la fin des années 20); du fait de l'abrogation des clauses-or dans les contrats d'emprunt en 1933 aux États-Unis, une hausse

### Pics et creux

Historiquement, les guerres ont suscité une hausse de la dette publique.

(dette publique, en pourcentage du PIB)



de 25 points du ratio dette/PIB a été évitée lorsque ce pays a abandonné l'étalon-or.

- En tirant les leçons de l'histoire, il faut se souvenir de deux différences importantes. Premièrement, durant les guerres, périodes pendant lesquelles certaines des hausses les plus fortes et les plus rapides ont été observées par le passé, le financement intérieur de la dette a été facilité par le contrôle généralisé de l'économie, capitaux inclus, par l'État; il se peut aussi que la population ait ressenti le devoir moral de soutenir l'effort de guerre. Deuxièmement, la crise actuelle est, par certains aspects, vraiment inédite : en particulier, les passifs conditionnels liés aux garanties du secteur financier atteignent un niveau jamais constaté jusqu'à présent.

### Une crise plus grave : le vieillissement de la population

Une autre différence avec les accumulations de dette du passé réside dans les problèmes budgétaires que posent actuellement les régimes de retraite et de soins de santé.

Après la Seconde Guerre mondiale, les régimes de retraite et de soins de santé n'étaient pas aussi développés (et coûteux)



qu'aujourd'hui dans la plupart des économies avancées et dans plusieurs économies émergentes. Par exemple, l'un des plus grands succès du Président Roosevelt après la Crise de 1929 a été d'établir la sécurité sociale en 1935 (avec une augmentation immédiate des cotisations et un versement différé des pensions).

La plupart des économies avancées et plusieurs économies émergentes font face aux tensions budgétaires à long terme dues à l'impact du vieillissement de la population sur les régimes de retraites et de soins de santé : dans la plupart des pays du G-20 pour lesquels on dispose de données, les dépenses de retraite et de santé devraient augmenter de plus de trois points de PIB entre 2005 et 2050. En fait, ces pressions sont beaucoup plus graves que celles résultant de la crise financière : en valeur actuelle nette, la charge que représente la crise équivaut à moins de 5 % de l'impact du vieillissement. Cependant, il y a un risque que le problème du vieillissement, qui évolue plus lentement que les répercussions plus urgentes et plus visibles de la crise financière, soit temporairement négligé et que sa solution soit remise à une date où il sera plus coûteux à régler.

### Une stratégie pour rebondir

Compte tenu de ce qui précède, même si le succès de la reprise dépend du rétablissement de la santé du système financier et d'une forte relance à court terme par les économies qui peuvent se le permettre, les pays doivent préciser au plus tôt la stratégie qu'ils entendent suivre pour assurer la solvabilité de leurs finances publiques.

Les dirigeants doivent concilier deux risques opposés.

- **Dépression et stagnation prolongées** : l'inaction risque d'avoir un coût économique et budgétaire encore plus élevé; si la situation économique continue de se dégrader, il faudrait peut-être, en priorité, soutenir davantage le secteur financier, mais aussi stimuler la demande globale.

- **Perte de confiance dans la solvabilité de l'État** : de ce point de vue, il faudrait suivre attentivement des indicateurs de la vulnérabilité budgétaire telle qu'elle est perçue — taux d'intérêt réels, anticipations inflationnistes, risques de défaillance du débiteur (crédits ou obligations) et échéances de la dette.

Chaque pays conciliera ces risques en tenant compte de sa situation. En fait, la capacité de prendre de nouvelles mesures de relance varie beaucoup selon les pays : il faudra tenir compte dans les choix à faire des projections sur les niveaux de la dette et des indicateurs de vulnérabilité budgétaire.

Pour tous les pays, l'arbitrage sera plus facile si les autorités précisent, de façon crédible, la stratégie qu'elles entendent appliquer pour assurer la solvabilité des finances publiques. Cette stratégie devrait s'appuyer sur quatre piliers.

*Premièrement, les programmes de relance budgétaire devraient consister, autant que faire se peut, en des mesures temporaires visant à empêcher les déficits de grimper indéfiniment.* Ces mesures ne devraient pas être permanentes, même si leur application sera sans doute prolongée, car il est probable que le recul de la demande du secteur privé soit durable.

*Deuxièmement, les mesures devraient s'insérer dans un cadre budgétaire à moyen terme prévoyant un rééquilibrage budgétaire une fois que la situation économique se sera*

*améliorée.* Un cadre à moyen terme, étayé par des lois de responsabilité budgétaire, des règles ou des conseils autonomes, servirait de point d'ancrage des mesures de recettes et de dépenses. Mais, étant donné la grande incertitude qui pèse sur les perspectives économiques, ces cadres devraient être suffisamment souples pour que l'aide budgétaire puisse être accrue en cas de besoin.

*Troisièmement, les gouvernements devraient renforcer les perspectives de croissance par des réformes structurelles.* Celles-ci ont joué un rôle capital dans la réduction de la dette lors de la plupart des rééquilibrages budgétaires antérieurs. Il faudrait éliminer les dépenses budgétaires improductives sauf pour les programmes qui assurent une croissance de haute qualité et un taux de rendement social élevé. Les réformes fiscales devraient renforcer les incitations au travail et à l'investissement. Il serait en outre judicieux de freiner la tendance qu'ont la plupart des systèmes fiscaux à privilégier l'emprunt au détriment des fonds propres comme mode de financement.

*Quatrièmement, un projet précis de réforme des droits à pension et aux soins de santé est nécessaire pour tenter de remédier aux pressions à long terme résultant du vieillissement de la population.* Chaque pays décidera du niveau et de la rapidité de l'ajustement. Néanmoins, s'ils différaient la réforme, la plupart des pays seraient obligés ultérieurement de prendre des mesures plus vastes et plus douloureuses. Par certains côtés, l'ampleur du problème pourrait même être considérée comme une chance dans le contexte actuel, car des mesures comme le relèvement de l'âge de la retraite pourraient atténuer nettement les inquiétudes du marché sur la solvabilité des finances publiques.

### Les occasions à saisir

Ces préceptes n'ont rien de nouveau, certains faisant même partie des conseils que le FMI donne depuis longtemps, mais, la fragilité des finances publiques les rend encore plus impérieux.

Il est sans doute délicat du point de vue de la théorie économique de lancer de vastes réformes budgétaires dans un contexte économique très maussade, mais cela peut être aussi une chance. En fait, les crises ont parfois été à l'origine de réformes politiquement difficiles et un *big bang* est éventuellement possible si la relance actuelle peut être conjuguée à une réforme de longue haleine des droits à prestations.

Le FMI et les autres institutions internationales ont un rôle important et constructif à jouer en encourageant les réformes budgétaires qui font partie de la stratégie proposée ci-dessus. En raison de la diversité géographique de ses membres que la crise touche tous à des degrés divers, le FMI est le mieux placé pour les aider, par ses travaux de fond ou dans les pays et par son assistance technique. La réforme des droits à prestations, les cadres budgétaires à moyen terme, la communication des données budgétaires et les règles budgétaires sont autant de sujets qui recevront sans doute une attention prioritaire au cours des prochaines années. ■

*Carlo Cottarelli est Directeur du Département des finances publiques du FMI.*



Adelheid Burgi-Schmelz

# Les données à la rescousse

## L'amélioration des statistiques jouera désormais un rôle décisif dans la prévention des crises

**I**L EST primordial de disposer en temps utile de données exactes et complètes pour prendre de bonnes décisions de politique économique et financière. Sans ces données, les décideurs sont incapables de bien gérer, et les chefs d'entreprise risquent de naviguer à vue, incapables de repérer les tendances émergentes et les signes de danger.

Chaque crise révèle des faiblesses, et la crise financière actuelle ne fait pas exception à la règle. Sa vitesse de propagation montre combien il importe de disposer d'indicateurs permettant d'étayer les mesures d'alerte précoce et l'analyse des liens financiers transfrontaliers. Si l'analyse des risques a été entravée par la complexité des nouveaux instruments financiers, la crise a fait ressortir la nécessité de suivre de plus près les activités des entreprises et entités à vocation spécialisée (SPE) ainsi que les opérations hors-bilan, souvent créées précisément pour échapper à tout contrôle.

Les crises survenues entre le milieu et la fin des années 90 ont amené d'importants progrès en matière de données — surtout celles fournies régulièrement par les pays émergents. En outre, les données relatives aux réserves de change et à la dette extérieure sont aujourd'hui de bien meilleure qualité.

Alors que la communauté internationale s'employait à combler ces lacunes, le paysage financier n'a cessé d'évoluer. L'intermédiation financière non bancaire s'est développée beaucoup plus rapidement que l'intermédiation bancaire. De nouveaux instruments financiers tels que les produits dérivés et les actifs titrisés, ont connu un vif essor. La crise actuelle illustre le manque de données cohérentes sur les instruments et leurs détenteurs, sur les bilans des quasi-banques et sur les risques éventuels et les positions en produits dérivés. Par ailleurs, l'intégration des entités privées des marchés émergents aux marchés financiers internationaux fait ressortir l'absence de données bilancielle pour le secteur privé dans les pays émergents.

Cet article examine les progrès accomplis ces dernières années pour améliorer la collecte et la diffusion d'informations statistiques à l'échelle internationale et propose des moyens de renforcer la coopération et de remédier aux lacunes révélées par la crise.

### Des avancées majeures

L'harmonisation et la mise à disposition de données économiques et financières ont été sensiblement améliorées au cours des dix à quinze dernières années, parallèlement au lancement de projets visant à faciliter l'analyse de la vulnérabilité des pays à des chocs.

Ces initiatives font suite à des crises antérieures, notamment les crises mexicaine et asiatique des années 90, lorsqu'on a estimé que la communication trop lente et incomplète de données économiques essentielles avait exacerbé les problèmes. Ainsi, analystes et décideurs sont aujourd'hui beaucoup plus capables d'évaluer le risque souverain dans les pays émergents.

**Normes et diffusion des données.** D'importants efforts ont été déployés en vue de fixer aux États des normes de communication de données économiques. La crise mexicaine du milieu des années 90 a conduit à la création de deux normes décisives : la Norme spéciale de diffusion des données (NSDD) et le Système général de diffusion des données (SGDD), cadres exhaustifs pour la production et la diffusion d'un ensemble fondamental de données économiques et financières. La NSDD indique la manière dont les membres du FMI ayant accès aux marchés internationaux de capitaux (ou susceptibles de vouloir y accéder) doivent fournir leurs données économiques et financières au public, tandis que le SGDD propose les bonnes pratiques de production et de diffusion des statistiques.

À l'issue de la crise financière en Asie, la NSDD a été renforcée et étendue à la diffusion des données sur les réserves et les liquidités en devises, de même que de nouvelles exigences ont été introduites sur la dette extérieure et la position extérieure globale d'un pays. C'est ainsi que le nombre de pays diffusant ces séries de données a considérablement progressé, d'où une amélioration de la comparabilité internationale.

Les pays membres du FMI n'ont pas tardé à reconnaître la pertinence et l'importance de ces normes. Actuellement, environ 85 % des 185 États membres participent à l'un ou à l'autre de ces dispositifs.

**Harmonisation.** Au-delà de ces travaux sur la diffusion des données, la communauté statistique préconise l'intégration des bases de données macroéconomiques. En 1993, des concepts comme la résidence (définition de la notion de résident), les secteurs économiques, les instruments, la comptabilité d'exercice et les méthodes de valorisation ont été uniformisés dans les principaux cadres statistiques, comme le *Système de comptabilité nationale (SCN)* et le *Manuel de la balance des paiements (MBP)*. Des guides annexes sur les statistiques monétaires et financières et les finances publiques ont également été harmonisés. Ces travaux se sont poursuivis et, en 2008, la communauté statistique internationale a terminé le processus de mise à jour du SCN et



du MBP, visant à faire en sorte que les statistiques économiques restent pertinentes face à la mondialisation croissante.

### Aider à évaluer les vulnérabilités

Les travaux du FMI sur la vulnérabilité ont essentiellement porté sur l'amélioration de la qualité et de la transparence des données. Des informations détaillées et disponibles au moment opportun sur les réserves internationales, la dette extérieure et les flux de capitaux permettent de déceler plus facilement les vulnérabilités, ce qui donne aux responsables le temps de mettre en place des mesures correctrices.

Les principaux indicateurs de vulnérabilité concernent les administrations publiques, le secteur financier, les ménages et les entreprises. Lorsqu'une économie est en difficulté, les problèmes d'un secteur se propagent souvent aux autres secteurs. Par exemple, les inquiétudes que suscite le déficit budgétaire d'un pays peuvent entraîner une brusque dégringolade de la valeur de sa monnaie, ou saper la confiance envers les banques créancières de l'État, ce qui risque de déclencher une crise bancaire.

Les initiatives de diffusion des données, associées à la mise en place d'un dispositif cohérent de statistiques économiques, ont favorisé la production de statistiques pertinentes, diffusées en temps voulu et comparables, tant à l'échelle nationale qu'entre plusieurs pays différents. Le Département des statistiques du FMI fournit des données économiques et financières exhaustives, notamment dans sa publication mensuelle *Statistiques financières internationales*. En fait, ces séries de données ont présenté des mises en garde partielles avant la crise actuelle; par exemple, on a constaté une forte hausse du ratio des actifs et passifs transfrontaliers bruts au PIB dans les pays industrialisés et, plus généralement, des déséquilibres internationaux.

Les progrès en matière de fourniture de données depuis le milieu des années 90 ont permis d'améliorer sensiblement l'ana-

### L'analyse bilancielle (BSA)

L'analyse «bilancielle» vise les chocs affectant les stocks d'actifs et de passifs et pouvant déclencher d'importantes corrections des flux de capitaux. Elle peut donc compléter utilement l'analyse classique des flux. Le FMI l'a mise au point pour pouvoir étudier le degré de vulnérabilité en matière de dettes. Pour chaque secteur, l'analyse bilancielle donne un aperçu des déséquilibres entre les monnaies et les échéances des actifs et des passifs financiers, au sein d'une matrice bilancielle intersectorielle qui montre la contrepartie envers laquelle le secteur en question a une créance ou une dette.

En résumé, l'analyse bilancielle décompose le bilan financier au sein de la comptabilité nationale et constitue la contrepartie en stock des données relatives aux opérations financières. Au-delà des contraintes de données, cette analyse des liens intersectoriels peut fournir des informations utiles en servant d'outil de diagnostic d'éventuelles vulnérabilités. Les matrices bilanciennes contiennent surtout des données monétaires rapportées sur les Formulaires de déclaration standardisés (FDS) introduits en 2004. À ce jour, plus de 100 pays ont adopté les FDS, et les données rapportées sont publiées dans le Supplément de statistiques monétaires et financières des *Statistiques financières internationales*, publication mensuelle du FMI.

lyse des vulnérabilités dans les pays émergents. La croissance de ces derniers étant lourdement tributaire de l'emprunt extérieur et autres entrées de capitaux, ils sont extrêmement sensibles aux sautes d'humeur des investisseurs. Le FMI attache donc une attention particulière à ce groupe de pays dans son travail d'analyse des vulnérabilités.

Mais comme les récents remous des marchés financiers l'ont montré, les crises peuvent se manifester dans des pays à des stades de développement différents. Des travaux sont en cours en vue de consolider le cadre d'analyse des vulnérabilités financières dans les pays avancés.

### Des liens transfrontaliers sous surveillance

La vitesse de propagation de la crise actuelle a mis en évidence l'interdépendance économique mondiale. Afin de faciliter l'étude de ces liens transnationaux, le FMI analyse les vulnérabilités en matière de dette au moyen d'une approche dite bilancielle (voir encadré). Il suit également d'autres positions d'actifs et de passifs entre les pays, dans des bases de données dites «de qui à qui», avec une ventilation par paires de pays partenaires.

- **Commerce.** Pour les statistiques des échanges de marchandises, le FMI publie depuis longtemps *Direction of Trade Statistics*, tous les trimestres et une fois l'an.

- **Compte financier.** Depuis les années 60, la Banque des règlements internationaux recueille des statistiques bancaires internationales avec des informations bilatérales sur les pays partenaires, d'abord en fonction du lieu (résidence), puis en fonction de groupes consolidés, pour les banques dans les principaux centres bancaires.

- **Investissement.** Le FMI publie depuis 2001 des données sur les positions extérieures globales bilatérales des pays partenaires, dans le cadre de l'Enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (ECIP). Une Enquête coordonnée sur l'investissement direct (ECID), avec des données relatives aux positions bilatérales, devrait être conduite, la date de référence étant la fin 2009.

Avec l'ECID, on dispose d'un mécanisme qui permettra de constituer une base de données «de qui à qui» pour la plupart des composantes de la position extérieure globale (PEG) d'un pays. Dans le cadre du Site conjoint sur la dette extérieure, la Banque mondiale, la BRI, le FMI et l'OCDE, font actuellement la promotion de séries de données «de qui à qui» et améliorent la disponibilité de données sur la dette extérieure.

### Surveiller les chocs

Associées à l'approche bilancielle, ces séries constituent un outil potentiellement puissant d'analyse des mécanismes de transmission des chocs d'un pays à l'autre. Cela a été souligné dans un récent article de Pedro Rodriguez (2008) qui illustre l'évolution contrastée des comptes courants et l'exposition aux actifs financiers aux États-Unis, à partir des données relatives à la PEG et à l'ECIP.

La difficulté, tant pour l'approche bilancielle que pour les projets «de qui à qui», consiste à accroître la couverture, la fréquence et/ou l'opportunité des séries de données pertinentes. En outre, le FMI a mis au point des indicateurs pour mesurer la solidité des banques et le développement des marchés de valeurs mobilières.

**La solidité bancaire.** Après avoir élaboré la méthodologie et engagé un exercice pilote de collecte au début de la décennie, le Département des statistiques du FMI collecte et diffuse régulièrement des données sur les indicateurs de solidité actuelle

des institutions financières et, dans une moindre mesure, des secteurs qui sont leurs clients. Il s'agit des Indicateurs de solidité financière (ISF), qui portent sur les activités internationales de groupes bancaires au sein d'une économie et sont calculés dans un strict respect des normes de surveillance et de comptabilité internationale. Les mesures de liquidité et les indicateurs de l'immobilier y sont également pris en compte. Une cinquantaine de pays membres du FMI devraient commencer à les communiquer à partir du deuxième trimestre 2009.

L'absence d'une communication régulière et uniforme d'ISF pour le secteur bancaire constitue manifestement une lacune à combler, de même que l'insuffisance des données sur d'autres institutions financières.

**Les marchés de valeurs mobilières.** Enfin, la nécessité de recenser l'ampleur et les principaux segments des marchés de valeurs mobilières, en particulier dans les pays émergents, a été admise en 2007 par les ministres des finances du G-8. Cette reconnaissance a débouché sur l'élaboration d'un *Guide sur les statistiques en matière de valeurs mobilières* — une initiative majeure du Groupe de travail sur les bases de données en matière de valeurs mobilières, présidé par le FMI (et comprenant la Banque centrale européenne, la Banque mondiale et la BRI). Ce manuel portera dans un premier temps sur les émissions de titres de dette et devrait être terminé au cours du premier semestre 2009.

### La crise crée de nouveaux défis

Quels sont les nouveaux domaines auxquels il convient de s'intéresser? Si la crise actuelle souligne la nécessité de renforcer les initiatives en cours, les événements récents devraient également inciter les statisticiens à redoubler d'efforts pour en concevoir d'autres, surtout dans quatre domaines clés.

**Données bilancielles sectorielles.** Il convient d'accroître les données disponibles sur les actifs et les passifs des institutions financières non bancaires, des entreprises non financières et des ménages. La crise a souligné la nécessité de suivre l'activité dans les segments du secteur financier où la communication de données n'est pas encore bien implantée et où des risques non négligeables sont peut-être apparus. Les entreprises non financières ont connu des vulnérabilités inattendues découlant, par exemple, de leur exposition en produits dérivés et en devises. Les actifs immobiliers au bilan des ménages et l'impact du prix des logements sur le patrimoine net des ménages ont également joué un rôle très important dans la crise actuelle, en dépit de progrès dans certains pays.

Dans le secteur public (y compris les banques centrales), les coûts des interventions décidées face à la crise doivent être comptabilisés avec exactitude et transparence, et ils doivent être rapportés à la fois en termes bruts et en termes nets. Un cadre comptable solide (à l'instar des principes comptables en vigueur dans le secteur public, compatibles avec le *Manuel de statistiques de finances publiques (MSFP 2001)* du FMI) constitue un élément fondamental. Le FMI surveille l'ampleur des interventions annoncées par les différents pays et recommande une utilisation plus systématique du *MSFP*.

**Cadre relatif au transfert du risque ultime/risque de crédit.** La crise a mis en évidence les complexités inhérentes à l'analyse de l'étendue et du transfert des risques et à la détermination du montant des dettes. La difficulté consiste notamment à suivre l'activité des entreprises spécialisées et les opérations hors bilan et à évaluer

le transfert de risque par le biais d'instruments tels que les contrats d'échange sur le risque de défaut (CDS) et les produits dérivés. En outre, des produits structurés comme les obligations structurées adossées à des emprunts (CDO) et les titres adossés à des actifs masquent la localisation des risques dans le système.

Des travaux sont en cours au Département des statistiques sur la saisie des éléments hors bilan pour les entreprises financières, mais il serait nécessaire de tirer parti de l'expérience passée pour élaborer un cadre significatif pour engager de tels travaux.

**Données de surveillance des marchés immobiliers.** Dans bien des pays, l'évolution des prix et des marchés immobiliers et son incidence sur le comportement économique des ménages et des institutions financières ont joué un rôle central dans les événements économiques récents. Bien que certains pays disposent à ce sujet d'une pléthore d'informations, cette situation est loin d'être universelle, en dépit de l'importance croissante de ce marché pour beaucoup de pays.

**Effet de levier et liquidité.** L'ampleur de l'effet de levier (ratio actifs-fonds propres) qui s'est développé dans le système économique et le découplage entre les flux financiers transfrontaliers et l'activité réelle dans les pays industrialisés (Lae and Milesi-Ferretti, 2006) constituent deux autres caractéristiques de la crise actuelle.

Le risque de liquidité a également été souligné par la crise. En matière de statistiques économiques, l'échéance initiale a toujours été privilégiée comme mesure de l'échéance, mais vu les difficultés que de nombreuses institutions ont rencontrées lorsque les flux de capitaux ont soudain tari, il faudrait s'intéresser davantage aux autres mesures de durée du crédit afin de mieux cerner le risque de refinancement.

### Comblent les lacunes

Sans données suffisantes, les décideurs ne peuvent que naviguer à vue. Mais pour remédier aux déficiences, il faut un engagement à long terme et une coopération internationale.

La crise actuelle montre qu'il est important de dépasser les méthodes traditionnelles de production statistique pour concevoir en temps utile des indicateurs réels et financiers, en particulier pour soutenir les efforts d'alerte précoce et renforcer les initiatives internationales visant à renforcer les bases de données et à combler les lacunes statistiques.

Le FMI travaille dans ces deux directions. Il travaille actuellement, dans le cadre de son projet Data Link, à l'élaboration d'un ensemble d'indicateurs pertinents et plus fréquents concernant, du moins initialement, les pays importants à l'échelle du système. De concert avec d'autres organisations multilatérales, il s'emploie à créer un groupe inter-agences de statistiques économiques et financières en vue de remédier à certaines lacunes en matière de données. ■

*Adelheid Burgi-Schmelz est Directeur du Département des statistiques du FMI, Robert Heath et Armida San Jose ont participé à la préparation de l'article.*

#### Bibliographie :

Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).

Rodriguez, Pedro, 2008, Data Provision to the IMF for Surveillance Purposes (Washington: International Monetary Fund).



# Redessiner

### La crise financière conduit à repenser les rôles de l'État et du marché

Roger Bootle

**L**ES ÉCONOMISTES devraient être habitués aux chocs. Au moment de la chute du mur de Berlin, nous ne savions pas grand-chose des conditions d'une transition réussie du totalitarisme et de l'économie planifiée à la démocratie et à l'économie de marché. Dans les années qui ont suivi, une page totalement nouvelle s'est écrite — et de brillantes carrières se sont forgées.

C'est le même acte fondateur qui s'impose aujourd'hui, alors que la crise secoue les marchés financiers. Je ne pense pas que beaucoup d'occidentaux — et en tous cas d'économistes, espérons-le — préconiseront la planification centrale et l'implication massive des pouvoirs publics dans l'activité économique. Mais la question des frontières entre l'État et le marché n'en est pas moins à nouveau posée.

En un sens, la situation ne nous est pas inconnue. Cela ne la rend pourtant que plus inquiétante. Les événements des années 30 avaient entraîné une révolution dans l'économie, mais pas avant d'avoir ouvert une ère de révolutions politiques qui ont causé des souffrances humaines sans précédent.

#### Les leçons des années 30

Il est impossible de résumer les leçons des années 30 d'une façon qui satisfasse tout le monde. Je tenterai cependant de proposer un double constat. Premièrement, *les économies peuvent s'enliser dans une dépression* à laquelle nul agent (ménage ou entreprise) n'est en mesure d'échapper. L'État est le seul acteur social capable d'œuvrer pour le bien de tous à suffisamment grande échelle. C'est d'ailleurs sa mission : tâcher d'abord de prévenir les dépressions et, si elles se produisent, nous sortir de ce mauvais pas.

Deuxièmement, *il y a une spécificité des marchés financiers*. L'énorme incertitude qui les entoure et les horizons de long terme les mettent à la merci des brusques volte-face et des comportements grégaires des investisseurs. Vu leur importance pour l'économie réelle, les marchés financiers ne peuvent être laissés à eux-mêmes. Ils ont besoin d'intervention, de gestion, de règles, de restrictions.

#### Révolution et contre-révolution

Cette conception keynésienne des liens entre les marchés et l'État a prévalu dans la plupart des pays occidentaux de l'après-guerre jusqu'aux années 80, période à laquelle une

contre-révolution l'a supplantée. Sur le plan conceptuel, l'impulsion est venue de Milton Friedman, chantre fervent de la rationalité et de l'efficacité du marché, qu'il opposait à l'État irrationnel et souvent inefficace — un État qui, de surcroît, n'agissait pas toujours dans l'intérêt général mais pouvait être miné par la corruption ou instrumentalisé par des groupes de pression.

L'expression la plus claire de ce changement d'optique a peut-être été la réfutation de l'explication keynésienne de la crise des années 30. Pour les keynésiens, celle-ci avait révélé une faille du capitalisme : elle résultait de l'effondrement de la confiance des investisseurs et de son interaction avec les singularités de l'économie monétaire.

Pour Friedman, la crise sanctionnait le fiasco des politiques économiques. La Réserve fédérale avait multiplié les erreurs, la plus grave étant de laisser la masse monétaire se contracter. Sans cela, il n'y aurait eu qu'un banal ralentissement de l'activité, pas une dépression et encore moins la crise que l'on sait.

La philosophie de Friedman a trouvé son expression concrète dans les politiques menées par Ronald Reagan aux États-Unis et Margaret Thatcher au Royaume-Uni, qui semblaient rejeter à peu près tout l'acquis de l'après-guerre. Le contrôle de l'évolution de la masse monétaire, que l'on s'accordait à laisser à l'État (même si les cerbères du marché allaient jusqu'à lui contester ce mandat), devait assurer la macrostabilité, tandis que la concurrence, la déréglementation, la privatisation et l'allègement de la fiscalité favoriseraient la micro-efficacité.

Devant l'effondrement de la sphère financière dans les années 2007–09, beaucoup de ces certitudes simples des intégristes du marché apparaissent aujourd'hui d'une naïveté confinante à l'absurde. Il se peut que l'on ait accordé trop d'importance au keynésianisme et fini par sacraliser Keynes. Mais il est manifeste, aujourd'hui, que Friedman a connu le même sort.

#### Bien comprendre Keynes

Qu'est-ce que les événements récents nous apprennent sur le marché et le rôle de l'État? Je crois qu'ils réaffirment les leçons tirées des années 30 par les premiers keynésiens. Ils confirment surtout la spécificité des marchés financiers. Nous ne pouvons les laisser livrés à eux-mêmes qu'à nos risques et périls. Les



# les contours

pouvoirs publics doivent prévenir leurs mouvements extrêmes dans les deux sens tout en stabilisant le système financier et l'économie.

L'autre menace grave qui plane sur le capitalisme concerne le comportement des chefs d'entreprise, et date des débuts du système ou presque. Selon la théorie du capitalisme, la recherche des intérêts privés débouche sur le bien public. Dans l'ensemble, cependant, la gestion des entreprises n'est pas assurée par leurs propriétaires, mais par des dirigeants salariés investis de pouvoirs énormes au quotidien. C'est ce que les économistes appellent le «problème de représentation». Si les salaires dans le secteur bancaire ne sont pas foncièrement à l'origine de la crise de 2007–09, les niveaux extraordinaires et les structures des rémunérations ont joué un rôle clé en encourageant la prise de risques qui a déstabilisé le système.

## Un État plus efficace, et non pas plus présent

Cela dit, la crise ne marque pas seulement l'échec du système de marché. L'État y est aussi pour beaucoup. Après tout, si l'on accepte l'idée que ce devrait être à lui d'étayer l'économie pour empêcher la dépression, y compris par une expansion budgétaire massive, on doit s'attendre à ce qu'il s'efforce de conserver et renforcer les compétences dont il dispose pour ce faire.

Or, il est troublant de voir que tant de pays occidentaux hésitent à apporter un soutien budgétaire massif par crainte de franchir le seuil auquel les marchés s'inquièteront du risque de défaut souverain. Mais s'ils sont dans cette situation, c'est bien parce qu'ils ont, par le passé, emprunté sans compter et laissé leur ratio dette/PIB s'envoler jusqu'à tutoyer de tels seuils. Il est paradoxal que, pour pouvoir jouer son rôle vital de rempart contre la récession, l'État doive réduire au minimum ses besoins de financement auprès des marchés et maintenir un ratio dette/PIB peu élevé. Dans presque tous les pays occidentaux, il n'y est à l'évidence pas parvenu.

D'autre part, alors même que l'on demande plus de règles, reconnaissons que les marchés n'en manquaient pas, loin de là. Seulement, ce n'étaient pas les bonnes. La réponse à la crise n'est donc pas de multiplier les règles, mais de les améliorer.

Qui plus est, il ne s'agit pas tant de microrégulation que de macrosupervision. Le problème n'est pas né de la mauvaise réglementation de tel ou tel marché, mais de la gestion déficiente de l'économie dans son ensemble : la dépendance excessive vis-à-vis du crédit, la tolérance — voire l'encouragement — de la bulle immobilière et, aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Espagne et dans une bonne partie de l'Europe de l'Est, l'appel excessif aux financements étrangers qui a permis de laisser se creuser d'énormes déficits courants.

À qui faut-il imputer ces erreurs de macrogestion? Sûrement pas au secteur privé. Cet échec est celui de l'État — des services du Trésor et des banques centrales —, qui s'est dupé lui-même comme il a dupé les autres et qui s'est laissé vivre dans une prospérité illusoire bâtie sur le sable.

## Ne pas jeter le bébé avec l'eau du bain

Le danger, maintenant, serait de jeter le bébé avec l'eau du bain. En dehors du monde financier, cette crise n'a pas mis au jour de carence majeure du capitalisme, même si celui-ci a été gagné par elle. Dans les économies occidentales, les activités ordinaires de production et de distribution des biens et services se sont poursuivies pour l'essentiel sans problème. La seule leçon que cette

## «Le problème n'est pas né de la mauvaise réglementation de tel ou tel marché, mais de la gestion déficiente de l'économie dans son ensemble.»

partie de l'économie puisse tirer des événements actuels concerne l'importance du «problème de représentation». Ramener à la raison les dirigeants cupides et faire en sorte que les entreprises agissent dans l'intérêt de leurs actionnaires (sans parler de celui de la société) n'est pas une mince affaire. Maintenant que tant de chefs d'entreprise ont montré non seulement leur avidité, mais aussi leur incompétence, c'est le soutien populaire au capitalisme qui risque d'être mis en péril.

Je crains surtout que le mélange de dégoût et de désenchantement suscité par les événements de 2007–09 ne provoque une très large désaffection vis-à-vis des marchés au moment même où nous avons besoin que davantage d'entre eux fassent ce qu'ils savent faire — inciter, signaler, encourager le meilleur emploi des ressources rares, dans les domaines de la protection de l'environnement et du changement climatique, en particulier.

Nous devons remettre de l'ordre dans les marchés financiers, et cela passe à plus d'un titre par un rôle accru de l'État. Mais nous n'avons pas besoin pour autant d'un État plus présent. Il n'y a pas lieu non plus — sauf dans le cas précis des pouvoirs des chefs d'entreprise — de remettre d'aplomb l'économie de marché. ■

*Roger Bootle dirige un cabinet de consultants londonien, Capital Economics. Son nouvel ouvrage, «The trouble with Markets», paraîtra chez Nicholas Brealey en septembre 2009.*

# L'avenir tel qu'il se profile

Brad Setser

**Le remodelage du système financier mondial résultera des décisions nationales et non des sommets internationaux**

Après la crise financière asiatique, les principales économies du monde se sont consacrées à la refonte du système financier international. Dix ans plus tard, elles tentent à nouveau l'expérience. L'initiative de 1998 visant «l'architecture financière» faisait suite à une crise née du dénouement des déficits extérieurs dans les pays émergents, déficits que les banques et les investisseurs privés des pays riches ont financés pendant un certain temps. La deuxième initiative résultera d'une crise financière systémique qui a débuté aux États-Unis, s'est propagée aux banques européennes ayant emprunté des dollars pour acheter des valeurs mobilières américaines, et a contaminé la plus grande partie de l'économie mondiale.

La chute des prix immobiliers aux États-Unis a entraîné de lourdes pertes pour les grandes banques et maisons de courtage, déclenchant la crise actuelle. Mais le déficit des ménages aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro n'aurait pas pu être financé aussi longtemps et à un taux aussi faible sans une explosion des actifs des banques centrales et des fonds souverains des pays émergents. Les investisseurs privés n'ont jamais été enclins à financer de gros déficits dans un pays à croissance lente comme les États-Unis, préférant financer les pays émergents, beaucoup plus dynamiques.

L'effort des années 1998-99 n'a jamais répondu aux attentes. Le terme «architecture» suggérait la mise en place de nouvelles institutions ou la refonte des institutions existantes de coopération économique et financière. Cela ne s'est pas matérialisé. L'on a formulé des propositions pour réduire la vulnérabilité des économies émergentes aux brusques fluctuations des mouvements de capitaux — et de nouvelles clauses de «restructuration» des obligations souveraines régies par le droit new-yorkais — et mis en place de nouvelles facilités de crédit du FMI pour secourir les pays frappés par des crises dues à de fortes variations des flux de capitaux.

En même temps, le système financier international issu de la dernière crise était fondamentalement différent du précédent. Un monde où la croissance record des actifs extérieurs des banques centrales des pays émergents aide à financer à taux faible un important déficit courant aux États-Unis n'a rien à voir avec un monde où les investisseurs privés aux États-Unis financent les déficits des pays émergents. Ni le FMI, ni le G-7 n'ont vraiment changé, contrairement au reste du monde.

### Décisions tous azimuts

La principale leçon est que le système financier international est davantage défini par les décisions des grands pays pendant et après une crise que par le langage aseptisé des communiqués de presse. L'architecture établie en réponse aux crises du «compte de capital» est née de la décision des États-Unis de prêter des montants énormes au Mexique quand celui-ci n'a pas pu refinancer ses obligations libellées en dollars en 1995, de la décision subséquente du FMI de débloquer des financements à grande échelle pendant la crise asiatique, et des conditions dont le FMI a assorti ses prêts à l'Asie. Le communiqué du G-7 à Cologne — exposant la vision du G-7 sur l'architecture financière — ne définissait pas le régime de change mondial. Celui-ci a résulté de l'effondrement de la caisse d'émission en Argentine, du succès du flottement contrôlé au Brésil, du maintien des caisses d'émission dans bien des économies d'Europe de l'Est, du maintien de l'arrimage au dollar dans le Golfe et, surtout, de la décision de la Chine de préserver son rattachement au dollar, même lorsque le billet vert a commencé à se déprécier en 2002. Le régime réglementaire a été défini autant par la décision de ne pas encadrer le système financier parallèle — les institutions non réglementées ou très peu réglementées qui en sont venues à jouer à peu près le même rôle que les banques — que par les travaux du Forum de stabilité financière.





Déposants devant une banque britannique ayant demandé un financement d'urgence à la banque centrale.

L'on peut retenir du débat de 1998 sur l'architecture — et des discussions subséquentes sur la prévention et la gestion des crises financières internationales — trois autres enseignements.

**Réunir le bon groupe de pays autour de la table ne garantit pas des résultats.** Un véritable changement est intervenu lorsque les pays concernés sont parvenus à un large consensus sur les réformes à entreprendre. L'exemple le plus patent est la reconnaissance par les pays industrialisés et émergents que ces derniers seraient moins vulnérables aux crises s'ils avaient plus de réserves et remplaçaient leur dette en devises par des instruments en monnaie locale. La plupart des pays émergents se sont avérés bien plus capables de se financer avec des instruments libellés dans leur monnaie qu'il y a dix ans — aidés en cela par le sentiment croissant d'une sous-évaluation de la plupart de leurs monnaies. Il ne faut pas douter de l'ampleur de ce changement. Un monde dans lequel le gouvernement de Russie aborde un ralentissement mondial avec 10 milliards de dollars de réserves en devises et 140 milliards de dollars de dette en devises est assez différent d'un monde

où ce pays affronte cette conjoncture avec 600 milliards de dollars de réserves en devises et seulement 35 milliards de dette extérieure en devises. Les vulnérabilités actuelles de la Russie sont réelles, mais elles ne figurent pas au bilan extérieur de l'État. Les bilans actuels des autres grands pays émergents — le Brésil par exemple — n'ont pas grand chose à voir avec ceux de 1998.

Sur d'autres points, il s'est avéré impossible de trouver un consensus. Le fait de réunir les bons pays autour de la table a rarement été le principal problème. La difficulté majeure venait de ce que les pays clés ne s'entendaient pas — et ne voyaient aucune nécessité de trouver un accord sans la pression d'une crise. Par exemple, le G-7 était certainement le forum pour débattre du moment auquel le FMI devait prêter d'importantes sommes aux économies émergentes. Or, le G-7 n'était pas disposé à renoncer à la possibilité de fournir aux pays confrontés à des ventes massives de leur monnaie — ou aux pays incapables de renouveler leur dette extérieure arrivant à échéance — des financements importants à décaissements concentrés en début de période. Le G-7 n'était pas non plus prêt à reconnaître que les anciennes limites du FMI en matière d'accès n'étaient plus la norme pour les grandes économies émergentes. De réelles divergences sur l'opportunité ou non de continuer à autoriser les pays émergents à emprunter de grandes quantités de réserves pour faire face aux fortes fluctuations des flux de capitaux ont été mises entre parenthèses. Les décisions difficiles ont été reportées à la prochaine crise.

Le G-7 a fait un effort pour élargir la discussion sur les régimes de change et y associer les pays émergents : même dans les années 90, on ne pouvait pas réduire l'économie mondiale aux États-Unis, à l'Europe et au Japon. Étendre le dialogue au monde

émergent — grâce à des forums tels que le G-22 et ensuite le G-20 — n'a pas renforcé la cohérence des régimes de change internationaux. Le dollar a flotté vis-à-vis de l'euro et — la plupart du temps — du yen. La livre sterling et le dollar canadien ont flotté par rapport aux monnaies de leurs grands voisins. Mais la formidable accélération de la croissance des réserves des pays émergents a montré que le système financier et monétaire n'était plus défini par des banques centrales indépendantes qui ciblent l'inflation et laissent leurs monnaies flotter par rapport aux autres afin de préserver leur autonomie monétaire.

**Ne pas méconnaître les problèmes difficiles...** L'une des principales sources de pression sur les réserves de change des grands pays émergents durant la crise de 1997-98 a été la réduction des prêts bancaires transfrontaliers. Dans le seul cas de l'Argentine, les paiements sur les obligations souveraines ont constitué une source de pression importante sur la balance des paiements du pays — encore que la ruée sur les banques nationales a été une source plus importante de sorties de capitaux. Pourtant les débats



les plus vifs ayant découlé de ces crises ont porté sur la nécessité de supprimer les obstacles juridiques à la restructuration des obligations souveraines. La nécessité de limiter les sorties de capitaux liées au crédit bancaire de court terme — ou de suivre les risques inhérents à la forte hausse des prêts bancaires aux pays émergents — n'a pas bénéficié d'une attention comparable.

Cela est regrettable. Les décideurs ont supposé que les économies émergentes se financeraient par la vente de titres négociables plutôt qu'en empruntant directement aux banques mondiales. Mais à la fin du deuxième trimestre 2008, les prêts bancaires au monde émergent (essentiellement aux banques et institutions privées) s'élevaient à 1,2 billion de dollars, une somme qui dépasse aisément l'encours des obligations souveraines internationales. Le retrait des banques exposées du fait de leurs prêts transfrontaliers constituera pour les pays émergents une source de pression plus importante que des obligations souveraines arrivant à échéance. Le fait de ne pas tenir compte de ce sérieux problème ne signifie pas nécessairement qu'il va disparaître.

*...mais remettre en question ses hypothèses.* Il est toujours plus facile de souligner le retour de vulnérabilités anciennes que d'imaginer des risques nouveaux. Il est frappant de constater que le débat sur «l'architecture» ait porté presque exclusivement sur le risque qu'une crise financière touchant une seule économie émergente ne se propage à d'autres économies émergentes, puis à l'économie mondiale. Le danger de voir les difficultés financières d'une économie industrialisée s'avérer beaucoup plus déstabilisantes pour le monde émergent que les problèmes financiers d'une autre économie émergente n'a jamais été sérieusement envisagé.

Le G-7 a fait pression sur le FMI pour qu'il examine plus attentivement les vulnérabilités bilatérales, et pas uniquement budgétaires, des économies émergentes. Aucune pression comparable n'a été exercée pour savoir si les secteurs financiers aux États-Unis et en Europe étaient trop exposés aux secteurs des ménages. Pourtant, les reproches des pays émergents quant aux inégalités de procédure de la surveillance du FMI négligent un aspect encore plus important : il y a peu de raisons de penser qu'une surveillance plus étroite du FMI change quoi que ce soit. En 2007, le FMI a exalté le rôle novateur des marchés financiers européens dans le renforcement des entrées de capitaux, affirmant que l'avance des États-Unis dans la mise au point de produits financiers complexes avait permis d'attirer les fonds nécessaires au financement des lourds déficits extérieurs de ce pays. Son rapport au titre de l'article IV notait que de grandes banques commerciales et d'investissement étaient solides et que les risques systémiques restaient limités, mais que l'innovation financière avait compliqué l'évaluation des risques à une période de prise de risques accrus et de détérioration des normes de crédit dans certains secteurs. Nul n'est à l'abri d'une erreur, mais cette formulation n'avait rien à voir avec la manière dont Roubini a coutume de nous avertir de risques à venir.

Avec le recul, on voit à quel point de nombreuses questions essentielles des dernières années n'ont pas été prises en compte dans la mise en place de l'architecture financière. L'on a bien évoqué des moyens d'aider les pays émergents à gérer la volatilité des flux de capitaux, mais pas ceux qui auraient pu aider à stabiliser le prix des produits de base. Les modalités de restructuration des obligations souveraines ont certes été discutées, mais pas les difficultés de restructuration des titres adossés à des créances



Des clients devant un marché d'alimentation à Djakarta (Indonésie) durant la crise asiatique.

hypothécaires — ou des créances hypothécaires libellées en devises. La nécessité de limiter les prêts du FMI aux économies émergentes a fait l'objet de débats interminables, alors que les risques d'une auto-assurance excessive n'ont pas été abordés. Et il n'y a pas eu de discussion sur la manière dont les pays industrialisés devaient gérer les risques liés à la demande accrue dont leur dette faisait l'objet de la part des pays émergents soucieux d'accroître leur stock d'actifs de réserve — notamment le risque que cette quête de réserves ne fausse les marchés financiers des pays industrialisés et ne masque l'impact de déficits importants du budget et des ménages.

### Des signes d'espoir

L'effort actuel de refonte du système financier international réussira-t-il?

La crise ne fait que commencer. L'expérience montre que les décisions nationales, souvent prises dans des conditions d'adversité extrême, vont contribuer davantage que les sommets internationaux à définir la forme du futur système financier international.

Mais il est important de s'accorder sur la nature des changements à apporter au système financier international. Certains signes sont encourageants. Les principales économies émergentes ont été invitées à la table de discussion. Le G-7 subsiste — mais le sommet annuel du G-20 semble susceptible d'attirer beaucoup plus d'attention que la retraite du G-7 organisée chaque été.

La crise même a déjà contribué à remanier l'architecture financière des États-Unis, du Royaume-Uni et de l'Europe, les gouvernements jouant un rôle beaucoup plus important que par le passé dans l'intermédiation financière. Cette crise va presque certainement entraîner d'importantes modifications de la structure réglementaire.

À moins que des institutions trop grandes pour disparaître ne soient démantelées, nous ferions une erreur de nous en remettre aux marchés du crédit pour les discipliner. À court terme, la nécessité de contenir la crise actuelle doit prendre le pas sur le souci d'éviter la prochaine — et contraindre les institutions à détenir davantage de fonds propres irait à l'encontre du but recherché. Après avoir abusé de l'effet de levier, nous assistons à présent à un désengagement trop rapide des banques. À la longue, les grandes institutions doivent détenir des volants plus consistants de capital et de liquidités.

Il s'agit-là d'un travail que les économies avancées doivent effectuer elles-mêmes. Mais les économies émergentes doivent insister pour ce que travail soit bien fait. La nécessité pour les pays émergents de pouvoir compter sur des institutions bien réglementées au cœur du système financier mondial est évidente : pour nombre d'entre eux, l'effondrement de Lehman a déclenché une crise de financement plus grave que la défaillance de la Russie.

### Des signes moins encourageants

Une meilleure régulation ne suffit pas pour donner à la croissance mondiale des fondements plus solides. Trois autres aspects doivent être abordés :

- la coordination de la relance macroéconomique;
- l'évolution du régime de change mondial;
- le renforcement des institutions mondiales pour octroyer des prêts en temps de crise.

Dans chaque domaine, on ne sait pas très bien s'il existe un véritable consensus pour le changement.

Au paroxysme de la bulle immobilière aux États-Unis et en Europe, les gros déficits des ménages dans certaines grandes économies industrialisées compensaient les excédents du monde émergent. Mais cet essor ne pouvait durer que si le secteur des ménages déjà lourdement endetté continuait d'emprunter. Lorsque les ménages ont failli, les pouvoirs publics ont dû intervenir avec d'importants programmes de relance. Mais, comme Martin Wolf du *Financial Times* ne se lasse pas de le souligner, on peut craindre que des ménages surendettés ne conduisent directement à des gouvernements surendettés.

À l'évidence, les pays criblés de dettes et ayant de lourds déficits n'ont pas à faire l'essentiel du travail pour soutenir la croissance mondiale. Les pays affichant d'importants excédents devraient faire leur part — et ne pas simplement tabler sur les retombées des vastes programmes de relance engagés dans les pays déficitaires. Autrement, la prochaine crise systémique pourrait provenir d'une perte de confiance dans le bilan du secteur public d'un pays avancé accusant un lourd déficit extérieur.

Le problème des taux de change n'a même pas été mentionné dans le communiqué final de la première réunion du G-20. Cela n'est pas encourageant et pourrait refléter un refus d'aborder les grands défis de l'économie mondiale. La décision de la Fed de réduire les taux d'intérêt aux États-Unis suite à la bulle Internet aurait pu affaiblir le dollar et doper les exportations, au lieu de stimuler l'investissement résidentiel. Mais les principaux pays ont suivi la baisse du dollar, limitant la dépréciation du billet vert. Le résultat de la dépréciation conjointe du dollar et du renminbi par rapport à l'euro a été une augmentation de l'excédent commercial de la Chine et de l'investissement chinois aux États-Unis, et non une réduction du déficit commercial des États-Unis. Les autorités de réglementation américaines ont feint de ne rien voir, tandis que les ménages continuaient de s'endetter — et les principales institutions financières ont maintenu leurs profits malgré la baisse des marges en augmentant l'effet de levier (c'est-à-dire en empruntant pour acheter davantage d'actifs). Mais on voit mal comment on a pu laisser s'accumuler aussi longtemps les vulnérabilités des ménages aux États-Unis sans d'importantes injections de capital de la part des différentes banques centrales du monde.

L'intégration des pays émergents à l'économie mondiale ne peut être que compliquée s'ils ont un régime de change fondamentalement différent de celui des autres grandes économies,

surtout si les monnaies des pays qui ont d'importants excédents sont liées à celle du pays ayant le déficit extérieur le plus élevé. Le FMI en a conclu que la réduction des déséquilibres mondiaux pourrait passer par une dépréciation de la monnaie du pays déficitaire — et il reste à savoir si les monnaies des pays très excédentaires devraient baisser aussi. En outre, on ne sait pas très bien si la plupart des pays exportateurs de pétrole devraient continuer d'arrimer leur monnaie au dollar. Trop souvent, le dollar a baissé alors que le prix du pétrole augmentait et a monté alors que le prix du pétrole baissait.

Enfin, il manque au FMI des ressources suffisantes pour stabiliser le système financier mondial — ou pour constituer un volant conséquent de réserves communes pouvant constituer une véritable solution de rechange à l'auto-assurance nationale ou à d'importantes lignes d'échange bilatérales. Bien des pays émergents risquent de conclure que le maintien de leur stabilité financière face aux énormes fluctuations des exportations, des cours des produits de base et des flux de capitaux nécessite des réserves d'un montant inimaginable. Les économies émergentes dont les PIB se chiffrent en billions de dollars et qui possèdent 200 milliards de dollars de réserves doutent à présent que les 200 milliards de dollars du FMI (350 en comptant les lignes de crédit du FMI, y compris une nouvelle ligne du Japon) soient suffisants. La Russie est entrée dans la crise avec 600 milliards de dollars — et cette somme ne sera pas suffisante si les réserves continuent de chuter de 100 milliards par trimestre. Les flux internationaux de capitaux ont enregistré récemment des fluctuations extrêmes — à partir d'un niveau record, les entrées nettes (annuelles) de capitaux privés dans le monde émergent se sont transformées en sorties nettes en un seul trimestre. Les variations des prix des produits de base — et des recettes d'exportation connexes — n'ont pas été moins extrêmes. Un Fonds de 200 milliards de dollars est loin de suffire pour une économie émergente d'importance.

### Et demain?

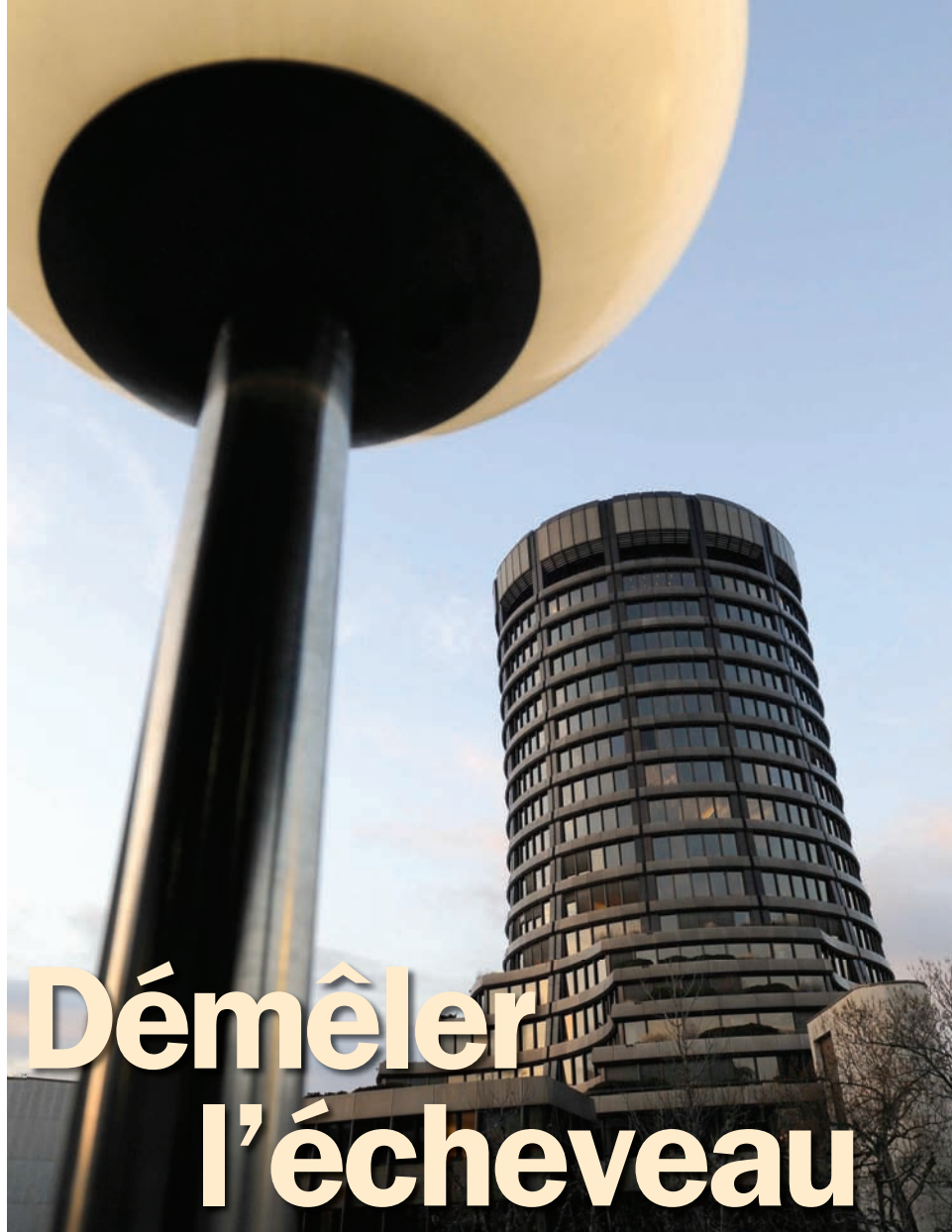
La crise actuelle frappe durement l'ensemble de l'économie mondiale. Les pays qui comptaient sur les entrées de capitaux privés pour éponger leurs déficits extérieurs souffrent d'un soudain tarissement des flux comparable par son ampleur au brusque arrêt qui a caractérisé la crise de 1997-98. Des pays qui affichent des excédents courants et ne comptent plus sur les entrées de capitaux ne sont pas mieux lotis : les importateurs de produits de base luttent au même titre que les exportateurs face à l'extraordinaire repli du commerce international. Il y a manifestement un problème. La nécessité de disposer d'un système financier plus solide — moins prompt à financer des déficits excessifs dans les pays avancés et émergents et moins susceptibles d'inversions soudaines des flux et de crises aiguës — est incontestable.

Anticiper les risques est certes difficile, mais la douloureuse expérience des derniers mois devrait inciter tous les pays à le faire et à réfléchir au type d'économie mondiale qu'ils veulent voir émerger de la crise actuelle. Il ne faudrait pas compter sur les importants déficits extérieurs des États-Unis pour stimuler la demande mondiale, ni compter uniquement sur les déficits américains pour fournir au monde de grandes quantités d'actifs de réserve. La formule a fait la preuve de son inefficacité. ■

*Brad Setser est spécialiste de géoéconomie au Council on Foreign Relations.*



**Les avis concordent sur la nécessité de revoir la gouvernance des marchés financiers, mais qui doit faire quoi?**



*Amar Bhattacharya*

**L**A crise financière qui se répand à travers le monde met singulièrement en relief les profondes lacunes des règles régissant les marchés financiers internationaux. Depuis les années 70, ces marchés, dominés par les institutions des économies bien établies, ont connu une croissance exponentielle, beaucoup plus rapide que celle de tout autre marché.

Cette expansion a eu pour éléments moteurs les forces de la déréglementation et de l'innovation financière qui se renforçaient mutuellement. Les banques ont été le pivot de ce développement prononcé et continu ainsi que de son internationalisation progressive, même si les marchés de capitaux et la tendance à la titrisation ont aussi contribué à transformer le monde de la finance.

En revanche, l'aspect qui a été négligé — ou dont le développement n'a pas été à la mesure de cette hypertrophie des marchés financiers — est

celui des institutions et structures chargées de veiller à leur supervision en qualité d'organes de régulation ou de supervision. Il subsiste, à l'heure actuelle, un profond décalage entre les activités des marchés et le champ de leur réglementation, en particulier sur les marchés matures.

La crise financière actuelle illustre de manière spectaculaire le lourd préjudice que les carences de la réglementation ont porté à l'économie mondiale et mis en lumière la nécessité d'une régulation concertée à l'économie mondiale. Traité jusque dans les années 90 comme un pan isolé — et très complexe — de la gouvernance de l'économie mondiale, la réforme des marchés financiers est à présent unanimement reconnue comme une priorité absolue et immédiate. Si les propositions de réforme abondent, les avis divergent encore sur la quantité et la portée des réformes nécessaires, sur la répartition des

Siège de la Banque des règlements internationaux à Bâle (Suisse).

tâches et sur les modalités de coordination de la coopération internationale.

### Évolution rapide des marchés financiers

Jusqu'au début des années 80, les systèmes bancaires nationaux étaient dominés par les banques, soumis à une réglementation assez stricte et avaient peu d'engagements extérieurs. Après de modestes émissions d'euro-obligations durant cette décennie, les flux financiers et les liens internationaux ont connu une expansion spectaculaire. Si les crises d'endettement des années 80 ont donné un coup d'arrêt à l'intégration des pays en développement et si les crises financières des années 90 ont durement frappé quelques pays émergents, elles n'ont eu qu'un faible impact sur l'évolution et l'expansion des marchés financiers internationaux.

Grâce à la croissance accélérée de l'activité bancaire, les marchés financiers internationaux ont poursuivi leur expansion — passant de 100 milliards de dollars EU en 1970 à 6.300 milliards en 1990, puis au chiffre faramineux de 31.800 milliards en 2007. Cette évolution est allée de pair avec une consolidation de l'activité bancaire internationale — résultat d'une vague de fusions-acquisitions internationales. Les banques ont pénétré des secteurs jusque-là l'apanage d'institutions non bancaires (souscription, gestion d'actifs, banque d'affaires et négoce pour compte propre), effaçant les distinctions entre établissements bancaires et institutions non financières, donnant naissance à un système bancaire «occulte» et faisant ainsi échapper des pans importants de l'activité bancaire à la régulation. La montée en flèche des produits structurés et titrisés tels que les dérivés de crédit ont fortement accru l'effet de levier des banques, masquant les risques sous-jacents. Le marché des dérivés de crédit, insignifiant en 2001, a atteint quelque 50.000 milliards de dollars EU en 2007.

### L'alerte donnée par la crise asiatique

La crise asiatique de 1997–98 a suscité des initiatives de réforme de l'architecture financière internationale (voir encadré), permettant

de maîtriser le risque et les coûts de futures crises financières ainsi que leur effet de propagation.

Juste après la crise, des groupes de travail (le groupe du Willard par exemple) ont été mis en place pour tirer parti de l'expérience de décideurs de 22 pays développés et émergents, ainsi que de représentants des institutions financières internationales (IFI) et fixer les priorités de réforme en matière de transparence, de renforcement des systèmes financiers et de résolution des crises financières internationales.

Puis en 1999, les grands pays industrialisés membres du G-7 demandèrent à Hans Tietmeyer, alors Gouverneur de la Bundesbank, d'étudier les possibilités de renforcement du dispositif institutionnel de coordination internationale. M. Tietmeyer présenta un rapport proposant un forum de ministres des finances et de gouverneurs de banques centrales, ainsi qu'une enceinte regroupant des décideurs, les organes de régulation, les IFI et les organes de normalisation et de supervision. Ces recommandations ont conduit à la mise en place de deux institutions qui occupent aujourd'hui le devant de la scène, le *Groupe des Vingt* (G-20) et le *Forum de stabilité financière* (FSF) qui réunit les autorités financières des grandes économies, les organes de régulation et les IFI.

Dès le départ, le G-20 a constitué un important vecteur de dialogue entre les pays développés et les principaux pays émergents sur le calendrier de réforme de la sphère économique et financière mondiale, et notamment sur celle de l'architecture financière mondiale.

Le FSF, appuyé par un petit secrétariat et abrité par la BRI, visait à rassembler de hauts représentants des autorités financières nationales, des IFI et d'organes internationaux de régulation et de supervision pour examiner les risques systémiques des marchés financiers et les moyens de les contenir. Ses membres appartiennent pour la plupart aux pays du G-7, chacun représenté par trois hauts fonctionnaires du Trésor, de la banque centrale et des autorités de supervision. L'Australie, Hong Kong, les Pays-Bas et Singapour y sont aussi représentés par un représentant de leur banque centrale.

### Un enchevêtrement de régulateurs

La supervision des marchés financiers internationaux a évolué avec le temps à l'image de l'évolution de ces marchés, mais l'écart entre le champ de régulation et les activités des marchés financiers n'a cessé de se creuser. Créée en 1930, la *Banque des règlements internationaux* (BRI) est le noyau central et le point de référence du dispositif de coordination de la gouvernance mondiale. Ses 55 membres sont les banques centrales des pays avancés et un nombre croissant de pays émergents.

La BRI est investie des pouvoirs que lui confère le *Groupe des Dix* (G-10), composé des ministres des finances et gouverneurs de banque centrale des dix pays les plus avancés. Le G-10 a établi d'importants comités dont la BRI assure le secrétariat et qui jouent un rôle primordial dans leur domaine respectif. Le Comité de Bâle est l'organe de normalisation en matière de contrôle bancaire; le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement s'occupe des mécanismes de paiement, de compensation, de règlement et apparentés; et le Comité sur le système financier mondial est chargé d'identifier et d'évaluer les sources potentielles de tension sur les marchés financiers internationaux ainsi que les mesures de promotion de la stabilité des marchés émergents.

La BRI abrite aussi le secrétariat de l'*Association internationale des contrôleurs d'assurance* qui couvre quelque 190 secteurs dans 140 pays, représentant 97 % des primes d'assurance collectées dans le monde, ainsi que le *Forum de stabilité financière*.

L'*Organisation internationale des commissions des valeurs mobilières*, qui n'est pas liée à la BRI, comprend 109 membres et couvre 90 % des marchés boursiers dans le monde. L'*International Accounting Standards Board*, autre organisme important, supervise l'élaboration et la conclusion d'accords sur les normes comptables internationales.

Actuellement, les pratiques comptables et les agences de notation ne sont soumises à la supervision directe d'aucun organe international, bien que les organes de régulation financière assurent indirectement le respect de la réglementation.

Les autres organismes de normalisation et forums de coopération internationale sont notamment le *FMI* chargé des codes de transparence monétaire et financière, l'*OCDE*, qui établit les normes et bonnes pratiques de gouvernance des entreprises, ainsi que la *Banque mondiale* et la *Commission des Nations Unies pour le droit commercial international* qui ont élaboré conjointement une norme sur les régimes d'insolvabilité et les droits des créanciers.

Le FSF a été le principal organe à relier entre eux, le nombre croissant d'institutions intervenant dans la gouvernance financière mondiale et à effectuer un travail technique sur les questions transversales, à savoir la normalisation et la codification à l'échelle internationale, les institutions à fort effet de levier, les centres financiers offshore et les systèmes d'assurance des dépôts. Il a établi un inventaire systématique des travaux des IFI et des organes de régulation et de supervision; il a aussi constitué un forum d'évaluation et d'examen de l'évolution et des marchés financiers et de leurs risques potentiels.

En dehors du FSF, l'essentiel des travaux et de l'attention du FMI, entre 1997 et 2003, a porté sur des initiatives visant à renforcer l'architecture financière internationale (le programme conjoint FMI-Banque mondiale d'évaluation des systèmes financiers, les rapports sur l'observation des normes et codes par exemple, et le mécanisme de restructuration de la dette souveraine qui n'a jamais vu le jour).

Tous ces efforts visaient les pays émergents, ignorant les faiblesses sous-jacentes des marchés parvenus à maturité. Ils tenaient pour acquise la robustesse de ces marchés et voyaient peu d'intérêt à renforcer leur contrôle. Les efforts visant à étendre la supervision aux segments des économies matures ayant une importance systémique, tels que les fonds spéculatifs, se sont heurtés à la résistance de certaines grandes économies et de certains participants au marché.

### **La crise a révélé de profondes lacunes...**

La crise financière actuelle suscite une profonde remise en cause du rôle des marchés financiers à la lumière des carences de leur gouvernance, en particulier dans les pays avancés. Nombreux sont ceux qui estiment que le rôle des marchés financiers s'est accru au-delà de ce que qu'il est censé être — un moyen et non une fin en soi — et que leur mondialisation débridée a rendu les économies et les personnes vulnérables aux aléas de ces marchés. Certes, la réflexion se poursuit sur les erreurs qui ont engendré la crise et sur les leçons à en tirer, mais on peut déjà cerner trois grandes lacunes pour les réformes à venir.

*Premièrement, la crise met en lumière les principaux dysfonctionnements des marchés financiers.* L'asymétrie d'information, l'aléa moral, le problème principal-agent sur les marchés financiers sont bien connus, mais la crise a révélé les faiblesses de la gouvernance des entreprises (liées en partie à la nature de la rémunération de leurs dirigeants), du montage des dossiers de prêts et des normes de souscription qui confinent à l'escroquerie. Elle montre aussi à quel point la complexité croissante des nouveaux instruments financiers (illustrée par de nouveaux produits titrisés tels que les swaps de défaut de crédit) a amplifié le caractère procyclique des risques sous-jacents tout en les masquant. Les deux grands facteurs de correction des marchés, la gestion des risques par les institutions financières et la discipline de marché, n'ont pas non plus fonctionné.

*Deuxièmement, on assiste à une défaillance généralisée de la régulation des marchés financiers.* Malgré l'accent mis sur le ratio de fonds propres, l'application de la réglementation prudentielle a donné lieu à l'hypertrophie de l'effet de levier et encouragé les comportements procycliques. De plus, le compartimentage de la réglementation, surtout aux États-

Unis, a contribué à l'arbitrage réglementaire et à la prise de risques immodérée, tout comme le fait que des pans importants et systémiques de la sphère financière (fonds spéculatifs et produits structurés créés par les banques) aient échappé à la réglementation prudentielle.

*Troisièmement, la crise a révélé les profondes carences de la coordination et de la coopération internationales.* La surveillance exercée par le FMI et le FSF est restée parcellaire et incomplète, en grande partie parce que ces deux institutions ne sont pas fondamentalement équipées pour bien superviser les pays avancés d'importance systémique. Et même après avoir pris la mesure du problème, pour les déséquilibres macroéconomiques croissants qui ont contribué à l'accumulation des vulnérabilités, ces institutions ne se sont pas entendues sur les responsabilités ni sur la mise en œuvre des mesures concertées qui s'imposaient. Comme l'illustre la crise actuelle, le FMI n'a ni les ressources ni les outils nécessaires pour juguler les poussées d'instabilité systémique, ce qui dénote par ailleurs les divergences d'opinion entre les pays membres sur le rôle de l'institution. Les disparités en matière de voix et de représentation entre pays émergents et pays développés au sein du FMI et, plus encore, au sein de la BRI et d'autres organismes internationaux de normalisation, ont nui à la légitimité et à l'efficacité de la gouvernance financière mondiale.

### **... appelant une nouvelle vague de réformes**

Les lacunes de la régulation ne sont plus guère contestées, donnant lieu à plusieurs propositions de réforme. Elles ont pour dénominateur commun, l'équilibre à rétablir entre les impératifs de régulation et de laisser-faire et ce, au profit d'une réglementation prudentielle qui soit anticyclique, exhaustive dans sa couverture des institutions financières et mondiale dans sa portée et sa cohérence.

Ces propositions soulignent notamment la nécessité : 1) d'améliorer les incitations à une prise de risque modérée par la réforme de la structure de rémunération et une meilleure répartition des risques de la part des émetteurs de titres de créance et de participation; 2) d'adopter des règles prudentielles plus contraignantes assorties de limites strictes sur l'effet de levier et la mise en place de stabilisateurs automatiques pour contrer les attitudes procycliques et la formation de bulles d'actifs; 3) d'accorder une plus grande attention au contrôle de la liquidité et aux risques de financement; 4) d'établir de meilleurs mécanismes de supervision des grands établissements financiers internationaux à structure complexe; 5) d'étendre la portée de la réglementation financière de manière à couvrir toutes les institutions financières d'importance systémique; 6) d'accroître la transparence et de réduire les risques systémiques liés aux produits dérivés et instruments financiers complexes, en recourant davantage à des plateformes de transactions boursières ou électroniques plutôt qu'à des transactions sur produits dérivés hors cote; 7) de s'assurer que les agences de notation du crédit respectent des normes rigoureuses et évitent tout conflit d'intérêts.

Si la plupart de ces éléments font l'objet d'un large consensus, c'est dans les détails que le bât blesse. L'avis des partisans du renforcement de la réglementation diffère de celui des défenseurs de la discipline de marché, qui tiennent à ménager une marge de manœuvre à l'innovation financière.



## Qui fera quoi?

Ce canevas général de réforme pose toute une série de questions complexes, que l'on peut résumer ainsi : qui devrait être chargé de quoi, comment combler les lacunes de l'architecture institutionnelle actuelle et comment renforcer la coopération internationale?

Les réformateurs les plus ambitieux préconisent une refonte totale des organes ou des méthodes de régulation (institutions d'envergure internationale en particulier) par l'intermédiaire d'une institution financière mondiale, d'une charte bancaire internationale et d'un régime international de règlement de l'insolvabilité. À défaut d'un tel mécanisme, d'autres proposent la création de «collèges de superviseurs» qui seraient solidairement responsables de l'efficacité de la supervision. Plus généralement, les avis concordent sur la nécessité de renforcer la coopération et la communication entre les organes de régulation compte tenu de la portée nationale de la réglementation et du caractère international des marchés financiers.

L'importance des liens macrofinanciers dans l'accumulation des facteurs de vulnérabilité et pour la résolution des crises impose une répartition précise des tâches entre le FSF et le FMI. Il importe encore plus de réformer en profondeur le FMI pour lui permettre de jouer effectivement un rôle pivot dans la maîtrise des risques d'instabilité financière et la résolution des crises. Il s'agira d'une réforme profonde de la surveillance du FMI sur les pays et les marchés d'importance systémique, mais aussi de ses instruments et de ses politiques, pour qu'il puisse fournir l'appui préventif ou curatif nécessaire à tous les États membres face aux crises, en le dotant de ressources beaucoup

plus importantes et en réformant sa gouvernance pour qu'il soit plus responsable de son action et plus représentatif des pays qui le composent. Il est aussi grand temps de redéfinir le rôle du FMI dans le système monétaire international et dans le nouveau contexte mondial de volatilité des flux de capitaux. Il ne s'agit pas simplement de réformer les institutions de Washington, mais de garantir l'attachement indéfectible de tous les pays membres à l'esprit de coopération qui est à l'origine de l'institution.

Vu l'ampleur, à la complexité et les obstacles politiques à la réforme de la gouvernance financière mondiale, un comité de pilotage ayant l'autorité politique et les compétences techniques nécessaires s'impose pour impulser les réformes. Le G-20 est bien placé pour jouer ce rôle puisqu'il regroupe les ministres des finances et gouverneurs de banque centrale des pays qui ont la plus grande importance systémique. Porter le débat au niveau des dirigeants donne un meilleur élan politique et permet d'élargir le champ d'analyse des questions transversales.

Si le G-20 peut donc jouer un rôle constructif, il ne peut supplanter les structures de portée universelle et dotées d'une plus grande légitimité. À cet égard, il importera que le G-20 (et d'autres forums connexes comme le FSF) soit aussi inclusif que possible dans ses travaux et s'en remette aux institutions compétentes pour la prise de décisions définitives. Le Comité monétaire et financier international et le Conseil des Gouverneurs du FMI auront un rôle clé à jouer, de même que les Nations Unies, organisme le plus universel réunissant des chefs d'État. ■

*Amar Bhattacharia dirige le Secrétariat du G-24.*

 COLUMBIA | SIPA  
School of International and Public Affairs

## PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program

concludes with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses,

markets and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

[pepm@columbia.edu](mailto:pepm@columbia.edu) | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | [www.sipa.columbia.edu/academics/degree\\_programs/pepm](http://www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm)

To learn more about sipa, please visit:

[www.sipa.columbia.edu](http://www.sipa.columbia.edu)



Le britannique John M. Keynes (au centre) a été un des architectes de la Conférence monétaire et financière internationale des Nations Unies en 1944.

# Un nouveau Bretton Woods?

*James M. Boughton*

**L'Histoire nous montre que la réforme du système monétaire international requiert une volonté politique et une large participation**

**L**ORSQUE le Président Sarkozy et le Premier ministre Gordon Brown ont souhaité un nouveau Bretton Woods en octobre 2008, ils se référaient au succès de la Conférence monétaire et financière internationale organisée dans le New Hampshire en juillet 1944. Ils envisageaient qu'un nouvel accord multilatéral stabilise les finances internationales au XXI<sup>e</sup> siècle comme la conférence de 1944, qui a créé le Fonds monétaire international et la Banque mondiale, a stabilisé les relations financières entre pays membres dans la seconde moitié du XX<sup>e</sup> siècle. Le Sommet qui a réuni des dirigeants mondiaux à Washington en novembre 2008 a amorcé un processus qui pourrait conduire à un tel accord. Que faudrait-il pour aboutir, et quels types d'impulsion ou d'engagement seraient nécessaires? L'Histoire nous offre des leçons utiles à cet égard.

À plusieurs reprises au cours du XX<sup>e</sup> siècle, les responsables politiques des grands pays ont cherché à conclure un accord international sur l'architecture économique et financière mondiale. Beaucoup de ces efforts ont échoué, à l'exception majeure de Bretton Woods. Le constat qui s'impose est que, pour réussir, toute réforme engagée en réponse à une crise doit remplir trois conditions : une impulsion efficace et légitime, alliée à la plus grande participation possible; des objectifs bien définis et largement partagés; une feuille de route réaliste pour atteindre ces objectifs.

## **Paris, 1918–19**

La conférence de la paix organisée à Paris en 1918–19, après la Première Guerre mondiale, est un bon point de départ pour une réflexion sur ces efforts. Bien que son principal but ait été politique — redessiner les frontières et formuler des principes visant à éviter un nouveau conflit — le rétablissement du libre-échange commercial et financier figurait en bonne place à son ordre du jour. Le Président américain Woodrow Wilson avait montré la voie en énonçant ses «Quatorze points», toutes les puissances victorieuses étaient représentées et, si seuls les grands pays ont eu un réel impact sur les discussions, l'inclusion des autres alliés donnait une légitimité au processus.

L'objectif économique — libérer les échanges commerciaux et financiers — était largement partagé, mais il n'y a pas eu d'accord sur la façon de l'atteindre, car ce n'était pas la priorité de la conférence. Les divergences sur la réparation des dommages de guerre, les modalités pratiques du retour à l'étalon-or ou la nécessité de créer une institution mondiale investie de pouvoirs de contrôle ont empêché un accord-cadre. Le Congrès américain n'a pas ratifié la participation des États-Unis à la nouvelle institution mondiale (la Société des Nations, SDN). Une conférence de suivi a bien créé une section économique et financière au sein de la SDN en 1920, mais en la dotant de fonctions et de compétences limitées. Ces carences ont été pour beaucoup dans les années d'autarcie,

d'instabilité des relations financières internationales et de récession qui ont suivi.

### **Londres, 1933**

La tentative la plus ambitieuse de l'entre-deux guerres a été la Conférence monétaire et économique mondiale tenue sous les auspices de la SDN, après deux réunions relativement réussies — la première à Gênes en 1922, qui a rétabli l'étalon-or pour un groupe de pays principalement européens, la seconde à Rome en 1930, qui a créé la Banque des règlements internationaux. La conférence de Londres de 1933 a cherché à rétablir des parités fixes entre davantage de monnaies. Comme pour la SDN, son échec est dû surtout au manque de soutien des États-Unis. Ces derniers ont certes signé un pacte de stabilisation (l'Accord tripartite) avec la France et le Royaume-Uni trois ans plus tard, mais cet accord visait d'abord à prévenir une possible dévaluation concurrentielle du franc et, s'il a réussi sur ce plan, il manquait néanmoins d'une structure institutionnelle et de mesures coercitives efficaces. Il n'a donc pas vraiment empêché l'apparition de différends similaires par la suite.

### **Bretton Woods, 1944**

Durant la Seconde Guerre mondiale, les services du Trésor britannique et américain ont essayé de dépasser les initiatives isolées de l'entre-deux-guerres et leurs faiblesses en imaginant les institutions financières multilatérales du futur. Dès le milieu de 1942, le Britannique John Maynard Keynes et l'américain Harry Dexter White avaient chacun leur avant-projet et échangeaient des idées en vue d'arrêter une proposition commune avant la fin du conflit. Les travaux préparatoires à la conférence de Bretton Woods ont véritablement commencé au milieu de 1943. Keynes souhaitait que la participation se limite à quelques pays et que le Royaume-Uni et les États-Unis soient les «pères fondateurs» des institutions proposées. Cette fois, ce sont les États-Unis qui ont eu les idées les plus larges. White a insisté pour que les 45 pays alliés soient invités et participent aux séances de travail et aux décisions clés. Les représentants de 18 pays se sont réunis à Washington, en juin 1943, pour faire des suggestions, et une conférence préparatoire réunissant 17 nations s'est tenue à Atlantic City, New Jersey, en juin 1944. Quelques semaines plus tard, les 45 délégations se retrouvaient à Bretton Woods.

Le remarquable succès de Bretton Woods est dû aux circonstances extraordinaires dans lesquelles la conférence s'est déroulée et aux soins qui ont entouré sa préparation. Toutes les craintes des pays participants au sujet des menaces que les pouvoirs conférés au FMI et à la Banque mondiale faisaient peser sur leur souveraineté ont été désamorçées par le double traumatisme de la dépression et de la guerre. La volonté américaine d'accueillir cette réunion, de jouer un rôle majeur dans la conception du FMI, de s'engager à être le principal créancier et de répondre aux besoins des autres pays (en acceptant, par exemple, la clause de «monnaie rare» et les conditions qu'elle imposait au pays créancier dominant) est à la base du succès de Bretton Woods. Les 28 mois de collaboration entre Keynes et White ont permis de réviser amplement les projets initiaux, non seulement pour répondre aux vœux des deux protagonis-

nistes, mais en vue d'aboutir aussi à un projet plus attrayant pour les autres pays. L'accord unanime sur les Statuts est le fruit de l'élaboration méthodique d'un plan réaliste, de la forte impulsion donnée par les deux puissances prédominantes, de la légitimité du processus participatif suivi et de l'impact d'une crise majeure sur la volonté politique d'agir.

Les architectes de Bretton Woods entendaient créer trois institutions multilatérales, pas deux. Le projet d'organisation internationale du commerce s'étant révélé trop conflictuel, il a été ajourné jusqu'à la fin de la guerre, ce qui a failli lui être fatal. L'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce, solution de rechange plus modeste, a été créé par un groupe de pays en 1948, et ce n'est qu'en 1994 que l'Organisation mondiale du commerce a vu le jour.

### **La fin du régime des taux fixes, 1971-73**

Les pressions intenses qui se sont exercées sur les taux de change dans les années 60 et la fin officielle de la convertibilité du dollar en or en 1971 ont rendu manifeste la nécessité d'un nouvel ordre monétaire. Le Directeur général du FMI, Pierre-Paul Schweitzer, a proposé un réalignement des taux de change des principales monnaies incluant la dévaluation du dollar. Les grands pays industrialisés étaient divisés sur le sujet, et les pays en développement refusaient d'être tenus à l'écart des discussions. Le Groupe des Dix (G-10) (Allemagne, Belgique, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède) a pris l'initiative, s'accordant sur les réalignements monétaires en décembre 1971 lors d'une réunion à la Smithsonian Institution de Washington. Mais l'accord conclu a très vite été mis à l'épreuve, et l'attention s'est reportée à nouveau sur le FMI. Bien que le G-10 n'ait pas pu trouver lui-même une solution, il est convenu de créer un Comité des 20 (C-20), organe ministériel consultatif qui représentait alors les 20 pays et groupes de pays siégeant au Conseil d'administration du FMI.

Le C-20 avait l'avantage de disposer d'un cadre institutionnel et d'un secrétariat préexistants, ainsi que du soutien politique des pays industrialisés et des pays en développement, mais il n'avait pas de plan réaliste pour rétablir la stabilité du système



Délégués à une réunion du Groupe des Dix sur la crise du dollar en 1971.



de paiements. Les positions française et américaine sur la stabilité des changes — les premiers souhaitant un retour aux parités fixes, les seconds préférant que le marché détermine les taux — étaient trop éloignées pour permettre un consensus. Deux ans plus tard, l'objectif de stabilité des taux de change était abandonné et le FMI recevait pour mission d'exercer une «ferme surveillance», bilatérale et multilatérale, sur ce qui était censé devenir un système stable. Ce mandat a été finalement inscrit dans le second amendement aux Statuts du FMI en 1978.

### Les chocs pétroliers des années 70

Le Secrétaire d'État Henry Kissinger a appelé à une nouvelle Charte atlantique pour coordonner les réponses des pays industrialisés au choc des prix pétroliers de 1973–74. Le FMI et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), qui rassemblait alors principalement les économies industrielles les plus riches, ont répondu en formulant des projets de facilité de financement destinée à recycler les excédents des pays exportateurs de pétrole. Le plan de l'OCDE était de créer un fonds de soutien financier en empruntant auprès des exportateurs de pétrole pour prêter à ses membres. Forte de l'appui des États-Unis et des principaux pays européens, l'OCDE a vite négocié un traité créant ce fonds. Mais, avant même que ce mécanisme n'ait été finalisé, le FMI avait créé sa propre facilité pétrolière permettant d'emprunter aux pays exportateurs de pétrole et aux pays riches pour prêter, moyennant une faible conditionnalité, aux pays (industrialisés ou en développement) importateurs de pétrole. Le soutien politique en faveur du projet de l'OCDE s'est étiolé, et le traité n'a jamais été ratifié.

### Appels à un nouveau Bretton Woods dans les années 80

Le système de change était déjà instable à l'entrée en vigueur du second amendement en 1978, et la situation s'est fortement détériorée dans les années qui ont suivi. À plusieurs reprises, de 1982 à 1985, de hauts responsables financiers français et américains, entre autres, ont appelé à un «nouveau Bretton Woods», sans jamais toutefois préciser publiquement les objectifs d'une telle conférence ou la feuille de route qui éviterait de répéter l'échec essuyé dix ans plus tôt. En dépit de solides appuis (le Président français François Mitterrand, le Secrétaire américain au Trésor James Baker, notamment), la proposition n'a jamais abouti. Le G-5 (Allemagne, États-Unis, France, Japon et Royaume-Uni) — qui avait largement supplanté le G-10 comme comité de pilotage des pays industrialisés — a pris des mesures en 1985–87 pour mettre fin à cinq années d'appréciation soutenue du dollar, avant d'essayer de stabiliser les taux autour d'un nouvel équilibre.

### Réformes récentes

En 1998, le Congrès américain a pris l'initiative de réunir la Commission consultative des institutions financières internationales, qui a recommandé que le FMI n'accorde plus de prêts à long terme et annule ses créances sur les pays pauvres très endettés appliquant une stratégie de développement efficace approuvée par la Banque mondiale. Cela a ouvert un débat public — dans le cadre du G-7 (G-5, Italie, Canada) surtout,

puis du Comité monétaire et financier international, organe consultatif suprême du FMI et successeur du C-20. Ces discussions ont abouti à l'adoption de l'Initiative d'allègement de la dette multilatérale et de l'Instrument de soutien à la politique économique (ISPE) du FMI en 2005.

### Ce que nous avons appris

L'architecture financière internationale a évolué au cours du siècle passé en réponse aux circonstances du moment. Les conférences officielles ont été parfois un élément important de ce processus, mais, le plus souvent, l'adaptation des institutions aux mutations de l'économie mondiale est née de l'interaction de délibérations internes et d'initiatives de groupes de pays industrialisés. Lorsque les objectifs étaient bien définis et les principaux pays d'accord sur le type de solution requis, les délibérations au sein d'un groupe de ces pays ont en général donné l'impulsion nécessaire à la réforme. Les succès les plus retentissants ont été enregistrés lorsque l'impulsion est venue d'un groupe restreint de pays disposés à s'ouvrir à un plus large éventail de participants, à les écouter et à prendre en compte leurs idées.

Chacune des grandes tentatives de révision de l'architecture financière internationale répondait à une crise, et celles qui ont réussi ne l'ont fait que partiellement. Cela nous permet de tirer trois grandes leçons connexes sur le contexte dans lequel ces réformes, financières ou autres, sont tentées :

- Il est inévitable que certains objectifs importants doivent être écartés, comme l'ont été l'organisation du commerce à Bretton Woods ou les règles systémiques des taux de change dans les années 70. Même le meilleur des «nouveaux Bretton Woods» ne résoudra que quelques problèmes, et les questions qui seront ajournées auront peu de chance d'être réglées avant la prochaine génération — ou en tout cas avant la prochaine crise.

- Les crises financières surviennent souvent alors que d'autres crises — parfois plus graves — leur disputent notre attention. Ainsi, l'économie mondiale a souffert l'an passé de l'effondrement du système financier et des mouvements erratiques des prix de l'énergie, de l'alimentation et d'autres produits de base. Le changement climatique et l'extrême pauvreté chronique d'une grande partie du monde en développement sont des crises en puissance à plus long terme. Si la révision des règles financières internationales domine l'ordre du jour, l'occasion d'apporter de meilleures réponses aux autres questions sera manquée, peut-être pour longtemps.

- Le choix des pays invités à la table de négociation est déterminant pour l'issue des discussions et les questions mises de côté. Seuls les principaux participants aux marchés émergentes — peuvent établir de nouvelles règles financières, mais ils ne sauraient décider seuls des nouvelles règles du commerce des produits. Ils ne peuvent pas non plus s'attaquer seuls au changement climatique et à l'extrême pauvreté. Plus la participation au prochain Bretton Woods sera large, meilleures seront les chances de produire des résultats durablement bénéfiques pour l'humanité. ■

*James M. Boughton est Historien du FMI.*

# La solution nationale

La Chine peut-elle soutenir sa croissance par une politique de bon voisinage?

Un chantier de construction à Guangzhou (Chine).

*Leslie Lipschitz, Céline Rochon et Geneviève Verdier*

**P**OUR les économistes, les politologues, et même les touristes en mal d'aventure, la Chine fascine. Pays immense et très peuplé, elle a une culture et une histoire séculaires. Ces dernières années, elle s'est engagée pleinement dans l'économie mondiale, et l'explosion de sa production et de ses exportations a eu une incidence majeure à l'échelle planétaire. En outre, le pays est assez grand pour que ses politiques influent sur le reste du monde. La Chine affiche une croissance assez forte malgré la crise économique en cours, mais le net recul de l'emploi l'amène à revoir en profondeur ses choix de politiques.

Dans une étude récente (Lipschitz, Rochon, and Verdier, 2008), le FMI utilise un modèle de croissance classique pour répondre à des questions d'ordre général sur la croissance dans les pays en développement et à des questions spécifiques sur les ressorts de l'économie chinoise.

- En quoi le rattrapage chinois diffère-t-il de la norme? La main-d'œuvre largement sous-employée favorise-t-elle ou entrave-t-elle la performance du pays?
- La compétitivité extraordinaire de l'industrie chinoise est-elle attribuable à des caractéristiques structurelles sous-jacentes ou, du moins ces dernières années, à une politique de change mercantile qui la favorise au détriment de ses voisins?
- Pourquoi, malgré une épargne intérieure très élevée, la Chine reçoit-elle encore des investissements directs étrangers considérables?

## **Un modèle de croissance transitoire pour le rattrapage**

Dans tout pays, on crée la production (et par conséquent, le revenu) en combinant le capital et le travail pour produire des biens et des services. Mais l'environnement institutionnel et technologique dans lequel ces facteurs de production sont combinés revêt une grande importance. Pour de nombreux pays, le passage d'une économie dirigée à une économie de marché a modifié le dispositif institutionnel et technologique

et entraîné une forte hausse de la productivité du travail et du capital. Ces gains de productivité ont stimulé le rendement du capital et l'investissement; par conséquent, ils ont rehaussé la productivité du travail et généré des salaires durables. Il en est résulté un processus endogène d'amélioration des institutions, de la technologie, des recettes, de l'investissement, de l'emploi et des revenus. Manifestement, la réforme et l'ouverture de l'économie chinoise depuis 1978 reflètent cette évolution. Le processus reste cependant transitoire : un moment donné, l'environnement institutionnel et technologique chinois rattrapera celui des pays développés et l'ère des gains de croissance faciles prendra fin; par la suite, la croissance retrouvera un niveau semblable à celui des pays avancés.

Ce processus de rattrapage présente un autre aspect important : les travailleurs quitteront le secteur agricole (en raison de la productivité et de la mobilité accrues de la main-d'œuvre) pour les secteurs à forte croissance (industries manufacturières notamment). Mais l'insertion de cette «armée de réserve» dans des emplois plus productifs est un volet crucial du processus de rattrapage à croissance élevée, surtout dans des pays très peuplés dont les secteurs agricoles ont une très faible productivité.

Pour la Chine, les exemples stylisés sont inhabituels (voir encadré). Les taux de croissance et d'investissement sont très élevés. Bien que le ratio capital/travail initialement faible soit normalement associé au rendement élevé des capitaux et à des investissements substantiels, ces investissements peuvent être financés aussi facilement par des emprunts extérieurs que par une forte épargne intérieure. Or, le taux d'épargne intérieur a été extrêmement élevé, dépassant les investissements intérieurs au cours des dernières années.

## **Une stratégie mercantile?**

Selon les critiques de la Chine (voir par exemple Goldstein and Lardy, 2005), le taux d'épargne très élevé reflète la sous-évaluation du taux de change qui a entravé la consommation en biaisant la distribution du revenu au détriment des salaires et en faveur des



bénéfices. L'intervention de la Chine sur les marchés monétaires a certainement influé sur le taux de change nominal, mais il reste à savoir si l'extraordinaire compétitivité de l'industrie chinoise a été soutenue par cette politique ou par les caractéristiques structurelles plus fondamentales de son économie.

Prenons le scénario suivant : si les salaires industriels chinois étaient en équilibre (les travailleurs étant payés à la valeur de leur production marginale) et si les autorités faisaient en sorte que le renminbi s'apprécie de 30 %, y aurait-il vraiment une hausse correspondante des salaires réels (c'est-à-dire des salaires nominaux diminués du prix de la production en renminbi)? Le cas échéant, et dans la mesure où les acheteurs n'en bénéficieraient pas entièrement, cela entraînerait certainement un net recul de l'emploi et infléchirait à la baisse les salaires réels — à moins que l'on assiste par miracle à une hausse concomitante de la productivité du travail.

Une autre version plus subtile de l'argument relatif à la sous-évaluation du taux de change part d'une situation de déséquilibre et, de ce fait, s'écarte du modèle formel. Supposons qu'au départ, les travailleurs chinois ont un salaire inférieur à la valeur de leur production marginale et que la valeur réelle du renminbi tend naturellement à s'apprécier — ce qui se traduit par une hausse du coût unitaire relatif du travail en Chine rapporté au taux de change — que l'on ralentit délibérément par une politique d'intervention visant à empêcher l'appréciation du taux de change. Dans ces circonstances, une appréciation accélérerait le mouvement vers un nouvel équilibre durable, et l'inaction en

matière de politique de change ralentit un processus inévitable — l'objectif étant sans doute de gagner un avantage concurrentiel à court terme. Évidemment, un tel argument ne tiendrait que si l'on prouvait l'existence d'un déséquilibre initial — et, en particulier, de fortes poussées inflationnistes.

L'essentiel du débat sur la Chine a donc porté essentiellement sur sa politique de change comme élément de sa stratégie de croissance. Ce débat n'ayant pas abouti à des résultats tangibles, nous nous sommes attachés à cerner les problèmes de façon plus précise et à mettre en lumière les forces sous-jacentes.

### Un modèle de croissance réelle pour la Chine

Nous avons établi un modèle conventionnel et néoclassique de croissance réelle pour cerner les traits caractéristiques de l'économie chinoise et paramétré avec des chiffres qui reflètent de manière plausible la situation du pays.

- D'après notre modèle, l'économie chinoise ne peut pas influencer sur le taux d'intérêt de ses emprunts extérieurs, mais elle peut influencer sur le prix de ses produits industriels sur le marché mondial.

- La production requiert deux types de capitaux — nationaux et étrangers — qui sont complémentaires. Les capitaux étrangers s'obtiennent sur les marchés mondiaux à un taux fixe, alors que les capitaux nationaux ne peuvent provenir que de l'épargne intérieure. (Cela se comprend si l'on considère que le capital humain fait partie du capital national, étant entendu que la main-d'œuvre étrangère qualifiée maîtrisant la langue chinoise est très limitée.)

- Le modèle se concentre sur le secteur industriel urbain. Cependant, le secteur rural a un important excédent de main-d'œuvre disposée à rejoindre le secteur urbain dès lors que celui-ci offre des salaires plus élevés. La vitesse de migration dépend du degré de mobilité de la main-d'œuvre.

Le modèle repose sur ces deux dernières caractéristiques. Ainsi, l'accumulation de capitaux intérieurs accroît le rendement du travail et des capitaux étrangers, stimulant les flux migratoires, l'emploi et les investissements étrangers. Étant donné qu'il n'y a pas de limite à la disponibilité du capital étranger et qu'il existe une importante réserve de main-d'œuvre rurale, les capitaux intérieurs constituent le facteur de rareté; ils ont un rendement élevé et engendrent des taux d'épargne élevés.

Nous avons testé le modèle sur divers cas de figure — chocs affectant la productivité, la demande extérieure et les taux d'intérêt — pour illustrer sa dynamique. Les résultats sont éloquentes. La main-d'œuvre étant mobile, l'excédent substantiel de la main-d'œuvre rurale réduit à la fois la variation des salaires et du taux de change réel. Une augmentation de la demande extérieure a plus de chances de stimuler l'emploi, l'investissement étranger et l'épargne (en raison d'une hausse du rendement des rares capitaux intérieurs) que les salaires et le taux de change réel. Ainsi, le modèle semble reprendre les caractéristiques cruciales de l'histoire récente de la Chine : épargne élevée couplée à des investissements directs étrangers importants et à des salaires qui semblent se maintenir à des niveaux compétitivement bas. De plus, ces caractéristiques découlent d'un modèle «réel» — dans lequel il n'y a pas moyen d'infléchir le taux de change nominal. Mais ce modèle

#### Chine : points saillants

*La croissance, l'épargne, l'investissement et l'investissement étranger sont élevés.*

- Croissance moyenne : 9,6 % de 1997 à 2007; fléchira dans la crise actuelle.
- Épargne nationale : 54 % en 2007, contre 33 % en moyenne pour un échantillon de pays émergents (taux largement supérieur à celui des pays avancés).
  - Ratio d'investissement en 2007 : 43 %, contre 29 % en moyenne pour d'autres pays émergents; nettement inférieur dans les pays avancés.
  - Investissement direct étranger net : de 3 milliards de dollars en 1990 à plus de 120 milliards en 2007.

*Les salaires manufacturiers sont très faibles selon les normes internationales, mais très élevés par rapport à ceux de l'économie rurale.*

- Manque de données fiables, mais d'après celles de 2002, les salaires manufacturiers en Chine représentent 3 % des salaires américains, contre 33 % pour les autres pays émergents d'Asie.
  - En 2007, le revenu par habitant des ménages ruraux représentait 30 % de ceux des ménages urbains, et le ratio était en baisse depuis la fin des années 90.

*L'importante main-d'œuvre rurale chinoise dope la migration intérieure.*

- Le secteur agricole chinois a une réserve de main-d'œuvre estimée à 200 millions de personnes (voir Banister, 2005).
  - La migration intérieure résulte de l'excédent de main-d'œuvre rurale et des fortes disparités entre les revenus ruraux et urbains.



a ses limites : il n'explique pas d'autres phénomènes comme l'accumulation massive de réserves extérieures, qui pourrait indiquer un déséquilibre.

Le modèle donne aussi une idée de l'impact de la crise mondiale sur l'économie chinoise. À cet égard, un facteur crucial réside dans le fait de considérer que le marché du travail est extrêmement élastique; conjugué à la dépendance de l'économie envers la production industrielle axée sur l'exportation, cela revient à attribuer l'essentiel de l'ajustement à un choc de la demande extérieure affectant l'emploi industriel. Une baisse de la demande extérieure de biens fabriqués en Chine exerce une pression à la baisse sur les termes de l'échange, force les sociétés chinoises à réduire les prix et les bénéfices, et diminue les salaires de l'industrie. En outre, dans une économie qui affiche un mouvement tendanciel aussi marqué de la main-d'œuvre vers le secteur industriel depuis quelques années, ce recul de la demande réduit sensiblement l'emploi manufacturier, renvoyant les travailleurs dans l'économie agricole. Pour les autorités chinoises, résister à la désindustrialisation de la main-d'œuvre pourrait bien constituer l'enjeu primordial de la politique économique.

Néoclassique et non keynésien, le modèle n'est pas conçu pour analyser la politique économique à court terme. En particulier, l'évaluation d'une riposte économique appropriée à une baisse de la demande au sens keynésien — c'est-à-dire insensible à la compétitivité des prix — relève pour ainsi dire de la spéculation. Mais les résultats montrent que, pour les autorités, le meilleur moment pour stimuler la demande intérieure et réduire la dépendance de l'économie envers la demande extérieure, c'est maintenant. Une politique visant à doper la demande intérieure — relance budgétaire, entre autres — semble être le seul moyen d'enrayer les pertes d'emplois dans l'industrie manufacturière.

### Conclusions stratégiques et réserves

L'application du modèle montre qu'un pays ayant des caractéristiques structurelles semblables à celles de la Chine peut maintenir pendant longtemps de très bas salaires industriels, un rendement très élevé sur les capitaux intérieurs et une croissance rapide tirée par les exportations. Mais des risques surviennent dès que les caractéristiques sous-jacentes changent et que les autorités résistent au changement. Il serait dangereux de s'employer à

préserver une stratégie de bas salaires (caractérisée par un taux de change réel inadéquat) dans une situation de déséquilibre croissant. Cela pourrait alimenter durablement l'inflation et les anticipations inflationnistes, à tel point qu'il soit coûteux d'y remédier. De plus, cela rendrait l'économie trop vulnérable à une évolution négative de la demande extérieure.

**«Les résultats montrent que, pour les autorités, le meilleur moment pour stimuler la demande intérieure et réduire la dépendance de l'économie envers la demande extérieure, c'est maintenant.»**

En raison de la forte baisse actuelle de la demande extérieure, une politique de stimulation de la demande intérieure pourrait être le seul moyen de soutenir la croissance et l'emploi, la Chine étant l'un des rares pays émergents à ne pas avoir de contrainte de financement extérieur susceptible d'empêcher l'application d'une telle politique. Qui plus est, la promotion énergique de la demande intérieure en Chine constituerait une stratégie de bon voisinage en stimulant la demande mondiale et en contribuant à la résolution de la crise actuelle. ■

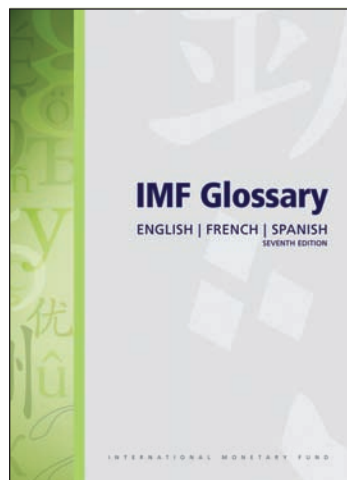
*Leslie Lipschitz est Directeur de l'Institut du FMI, où Geneviève Verdier est économiste, et Céline Rochon est chargée de cours à la Saïd Business School (Université d'Oxford).*

#### Bibliographie :

Banister, Judith, 2005, "Manufacturing Employment and Compensation in China" (Beijing: Javelin Investment Consulting Company).

Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy, 2005, "China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity," Working Paper 05-2 (Washington: Peterson Institute for International Economics).

Lipschitz, Leslie, Céline Rochon, and Geneviève Verdier, 2008, "A Real Model of Transitional Growth and Competitiveness in China," IMF Working Paper 08/99 (Washington: International Monetary Fund).



## Glossaire du FMI : anglais–espagnol–français

### Services linguistiques du Fonds monétaire international

La septième édition du Glossaire du FMI : anglais–espagnol–français contient plus de 4.000 entrées très utiles pour les traducteurs de documents du FMI. Le corps de ce glossaire comprend des termes qui s'utilisent fréquemment dans les domaines de la macroéconomie, de la monnaie et de la banque, des finances publiques, de la fiscalité, de la balance des paiements, des statistiques, de la comptabilité et du développement économique. Les appendices contiennent une liste des unités monétaires des pays, un organigramme du FMI et des index en français et en espagnol.

49 dollars EU 2007. 507 pages (broché)

ISBN 978-1-58906-645-8. Code de référence : GLOEA2007001

Pour obtenir davantage d'informations ou pour commander, voir [www.publications@imf.org](http://www.publications@imf.org).

# Petits pas

## Le juste équilibre dans le développement financier des petites économies : un réalisme payant

Mark Stone et Seiichi Shimizu

**L**ES MARCHÉS financiers des petites économies présentent en principe des avantages substantiels : politiques monétaires et budgétaires plus efficaces, meilleur transfert des risques, financement accru des entreprises et meilleure intégration à l'économie mondiale. Mais les fondements analytiques du développement de ces marchés sont limités, la recherche internationale ayant surtout porté sur les marchés financiers des pays avancés et émergents. De plus, les politiques de développement des marchés financiers ont tendance à cibler davantage les pays, car les petites économies sont assez différentes les unes des autres (voir encadré).

Le présent article examine cette lacune analytique et propose des stratégies de développement des marchés financiers «essentiels» — devises, monnaie, titres publics et valeurs mobilières — dans les petites économies. Ces marchés sont jugés essentiels parce qu'ils proposent des services financiers au niveau le plus fondamental. L'article présente également les étapes que les petits pays peuvent suivre, en reconnaissant que les solutions génériques sont inadaptées à ces pays.

### Des marchés peu développés

Les marchés financiers des petites économies sont généralement peu développés et proposent moins de services que ceux des grandes économies. Leurs marchés des changes ont un volume d'activités nettement inférieur à celui des pays émergents, et moins de 50 % réalisent des opérations à terme (achat ou vente de devises à terme à un taux de change prédéfini). Leurs marchés financiers sont très peu développés et sont pour la plupart dominés par des transactions interbancaires en espèces à un jour. Seulement 25 % des petites économies ont un marché secondaire d'effets publics assez développé pour intéresser les institutions étrangères. En outre, seules 40 % de ces économies ont des bourses des valeurs, dont le volume des transactions est si faible que leur impact économique est négligeable. Jusqu'ici, l'intégration régionale a connu un succès mitigé en matière d'approfondissement des marchés. Mais il existe des exemples positifs et certaines petites économies (Croatie et Jordanie) ont des marchés financiers assez développés offrant toute une gamme d'avantages.

Pourquoi les marchés financiers des petites économies sont-ils sous-développés? Nombre d'entre elles font face à



Un commis marque les cours à la bourse de Mbabane (Swaziland).

des obstacles intrinsèques échappant largement au contrôle des décideurs. Les banques constituent la cheville ouvrière du développement des marchés financiers, car elles en sont souvent les principaux acteurs. Mais les secteurs bancaires de la plupart des petites économies sont modestes et peu compétitifs : le nombre médian d'institutions est de six et une poignée d'entre elles tendent à dominer le secteur. En outre, une économie réelle non diversifiée limite les possibilités de transfert des risques. Enfin, une infrastructure et une réglementation de pointe risquent de ne pas être pleinement mises à profit. Le nombre réduit et la petite taille des entreprises constituent un autre obstacle intrinsèque.

Des mesures stratégiques permettent de surmonter ces obstacles. Ainsi, on peut remédier à la surliquidité du secteur bancaire, qui place tous les établissements du côté de l'offre, et à la dollarisation qui réduit le volume des transactions financières en monnaie locale, avec des mesures adaptées mises en œuvre sur le long terme. On peut aussi lever à moyen terme des contraintes institutionnelles telles que le nombre limité d'acteurs du marché financier et les mauvaises pratiques de diffusion de l'information financière. Le développement du marché peut être freiné par la rigidité des politiques dont les autorités ont le contrôle direct, l'absence de volonté politique,

### Quelles sont les petites économies?

Ce sont les pays dont le PIB et le PIB par habitant est inférieur à un certain seuil qui peut être perçu comme limitant le potentiel de développement de leurs marchés financiers. L'examen des informations clés sur les marchés financiers montre que la plupart des pays qui se situent en dessous des seuils de 40 milliards de dollars pour le PIB et 10.000 dollars pour le PIB par habitant ont des marchés financiers relativement sous-développés et, dans bien des cas, ne disposent simplement pas d'un marché financier.

Les petites économies représentent 2 % du PIB mondial; elles comptent au total 960 millions d'habitants, soit 15 % de la population mondiale. Elles regroupent une vaste gamme de pays. Certaines ont des marchés financiers développés et sont devenues des économies émergentes ou ont le potentiel de le faire. À l'autre bout de l'éventail, 36 petites économies ont une population inférieure à un million d'habitants, d'où la difficulté de réaliser des économies d'échelle.

et les intérêts égoïstes des acteurs qui ne bénéficieraient pas du développement du marché.

## Ce qu'il faut faire et ce qu'il faut éviter

Comment les petites économies peuvent-elles bénéficier du développement du secteur financier? L'expérience de certains pays, les comparaisons internationales, et le travail accompli au FMI et ailleurs offrent quelques enseignements.

À mesure que se développe le *marché des changes*, les acteurs du marché prennent la relève de la banque centrale et de l'État en tant que moteurs du développement. Initialement, l'État lève des obstacles tels que l'obligation de rétrocéder les devises à la banque centrale et le contrôle strict des flux de capitaux (Ouganda). Ensuite, la banque centrale cesse de limiter le marché et commence à l'appuyer, comme dans l'ancienne République yougoslave de Macédoine. Il s'agit de réduire le contrôle direct de la banque centrale sur les flux du marché, d'établir un système de transaction favorable au marché, de confier entièrement au marché la fonction d'intermédiation, et d'établir des opérations de change faisant appel au jeu de l'offre et de la demande. La dernière phase du processus consiste à promouvoir un développement axé sur le marché, le rôle des autorités se limitant surtout à la réglementation prudentielle (Serbie).

Le développement du *marché monétaire et du marché des titres publics* doit être intégré, car les banques tendent à dominer ces marchés, qui sont du reste appuyés par la même infrastructure, et qui jouent un rôle conjoint dans les politiques et les opérations monétaires et budgétaires. Les mesures d'appui initial au développement du marché, qui consistent principalement à effectuer des dépôts interbancaires, tendent à se limiter aux actions des autorités visant à lever les obstacles et à développer le système bancaire, comme au Botswana. Une fois que la négociation régulière des titres a commencé, la banque centrale, en étroite collaboration avec l'État et les acteurs du marché, peut stimuler le développement au moyen d'opérations d'appui au marché (Tunisie) telles que les accords de rachat, et d'opérations budgétaires comme la vente de bons du Trésor (Serbie). Les acteurs du marché eux-mêmes pilotent la supervision des marchés élémentaires et sophistiqués, les organismes publics collaborant pour garantir la stabilité du système.

Les *marchés des actions* sont assez différents des autres marchés financiers essentiels en ce que les acteurs eux-mêmes jouent un rôle plus important et les politiques publiques ratisent large. Pour les petites économies qui n'ont pas une bourse active, le grand défi est de créer d'autres sources de financement des entreprises. À mesure que se développent les opérations boursières, les politiques doivent être axées sur les institutions et la gouvernance des entreprises (Croatie, Maurice et Kenya). Enfin, les acteurs du marché eux-mêmes doivent promouvoir un marché secondaire développé et actif, les institutions publiques améliorant la diffusion de l'information et assurant la stabilité du marché (Jamaïque, Jordanie et Sri Lanka).

L'*intégration régionale* permet de lever certains obstacles au développement du marché en allégeant les déséconomies d'échelle, mais jusqu'ici, l'expérience a eu des résultats mitigés.

Une intégration réussie semble tenir à des liens économiques et politiques régionaux, à des secteurs bancaires développés et intégrés, à des marchés locaux préexistants, et à l'appui politique nécessaire pour éviter les intérêts égoïstes. L'intégration régionale doit renforcer les marchés locaux et non les remplacer. Souvent, l'intégration régionale est menée par le marché avec l'appui du marché des titres (pays baltes). L'intervention de l'État peut être efficace si les intérêts des participants entravent l'intégration. Il pourrait être plus logique d'adhérer à un marché régional existant qui a déjà réalisé les économies d'échelle voulues que d'essayer d'intégrer les petits marchés de plusieurs pays.

## Les leçons à retenir

La première leçon est que les politiques de développement du marché doivent être réalistes et adaptées aux situations souvent singulières des petites économies. L'application de ces politiques peut se faire en trois étapes. D'abord, un marché plus actif doit être viable — il doit avoir assez d'acteurs pour assurer en permanence l'offre et la demande. Ensuite, les avantages du marché sur le long terme doivent dépasser ses coûts pour le secteur public. Pour bien des petites économies, les coûts d'opportunité de l'investissement des rares ressources de l'État dans le développement du marché peuvent être élevés. Enfin, les politiques doivent tenir compte de l'incidence d'un marché plus actif sur la stabilité systémique.

Qu'en est-il des solutions de rechange aux marchés financiers si le potentiel de développement est limité ou risqué? La réalisation du potentiel du secteur bancaire peut compenser l'absence d'un marché développé. Par exemple, les banques peuvent proposer des produits du marché monétaire et du marché des changes pour aider les entreprises à gérer les liquidités. La promotion du crédit bancaire selon les règles du marché peut compenser l'absence de financement sur fonds propres. Les politiques publiques pourraient promouvoir d'autres sources de financement des entreprises telles que les personnes nanties et les petits groupes d'investisseurs spécialisés.

Enfin, la crise financière actuelle impose-t-elle une redéfinition du rôle des marchés financiers dans les petites économies? Jusqu'ici, l'impact de la récession mondiale à travers les liens financiers semble modéré en raison du rôle mineur des flux de capitaux privés dans ces économies. De plus, les institutions financières de ces économies n'ont pas acheté les actifs toxiques qui sont à l'origine de la récession dans les pays avancés et dans de nombreux pays émergents. Ainsi, les problèmes actuels de ces derniers ne semblent rien changer à la nécessité de développer les marchés financiers des petites économies. Celles-ci ont sans doute intérêt à respecter les fondamentaux et à exploiter au maximum le potentiel de leurs propres marchés. ■

*Mark Stone est Chef de division adjoint et Seiichi Shimizu économiste principal au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.*

*Cet article s'inspire de l'article intitulé «Developing Essential Financial Markets in Smaller Economies: Stylized Facts and Policy Options», IMF Occasional Paper 265 (Washington, 2009).*





# Qu'est-ce qu'une récession?

Stijn Claessens et M. Ayhan Kose

**D**EPUIS plus d'un an, il ne se passe pas un jour sans mauvaises nouvelles économiques sur les États-Unis, l'Europe ou le Japon. Le chômage est en hausse, les bénéfices des entreprises sont en baisse, les marchés financiers dégringolent et le secteur immobilier s'effondre. Un terme résume une telle situation : la récession.

La crise financière qui secoue la planète s'accompagne d'une récession dans de nombreux pays, confirmant la tendance historique. En effet, les pays avancés ont connu plusieurs récessions synchronisées au cours des quatre dernières décennies — années 70, et début des années 80, des années 90 et des années 2000. Étant donné que les États-Unis sont la première puissance économique mondiale et qu'ils entretiennent des liens commerciaux et financiers étroits avec d'autres grandes économies, la plupart de ces récessions synchronisées à l'échelle mondiale coïncident avec celles survenues aux États-Unis.

Bien que les récessions aux États-Unis se soient atténuées avec le temps, la récession actuelle risque d'inverser cette tendance. Dans la mesure où elle dure déjà depuis plus de 16 mois et entraîne une forte baisse de la consommation et de l'investissement, la récession actuelle pourrait s'avérer l'une des plus longues et des plus profondes depuis la Grande Dépression des années 30.

## Quand parle-t-on d'une récession?

S'il n'existe pas de définition officielle de la récession, il est généralement reconnu que ce terme désigne une période de fléchissement de l'activité économique. Une très brève période de ralentissement n'est pas considérée comme une récession. La plupart des commentateurs et des analystes parlent de récession dès lors qu'un pays enregistre deux trimestres consécutifs de contraction de son PIB réel (corrige de l'inflation) — la valeur totale des biens et services qu'un pays produit (voir *F&D*, décembre 2008). Si cette définition constitue une règle générale utile, elle a des inconvénients. Elle est trop exclusivement axée sur le PIB, alors qu'il est souvent préférable d'examiner une gamme plus étendue de mesures pour déterminer si un pays traverse effectivement une récession. Le recours à d'autres indicateurs peut également donner une vision plus à jour de la situation économique.

Aux États-Unis, le National Bureau of Economic Research (NBER), qui tient une chronologie du début et de la fin des

récessions, utilise une définition plus large et tient compte d'un certain nombre de mesures de l'activité pour délimiter dans le temps les épisodes de récession. Au NBER, le Comité chargé de dater les cycles conjoncturels parle de récession en cas de «*recul significatif de l'activité économique touchant tous les secteurs, pendant plusieurs mois, normalement visible au niveau de la production, de l'emploi, du revenu réel et d'autres indicateurs. Une récession débute lorsque l'activité économique atteint un point culminant et se termine lorsqu'elle atteint son point le plus bas*». En s'appuyant sur cette définition, le Comité suit un ensemble complet d'indicateurs — le PIB, mais aussi l'emploi, le revenu, les ventes et la production industrielle — pour analyser les tendances de l'activité économique.

Bien qu'un pays puisse montrer des signes d'essoufflement plusieurs mois avant le début d'une récession, il faut du temps pour déterminer s'il est véritablement en récession. Ainsi, il a fallu une année au Comité du NBER pour annoncer que la récession actuelle a débuté en décembre 2007. Ce délai est compréhensible, car le processus de décision prévoit que l'on constate un repli général de l'activité sur une période prolongée après avoir recueilli et passé au crible un grand nombre de variables, qui font souvent l'objet de révisions après avoir été initialement annoncées. En outre, les différentes mesures de l'activité pouvant afficher un comportement contradictoire, il est difficile de déterminer si un pays souffre d'une contraction généralisée de son activité économique.

## Qu'est-ce qui déclenche les récessions?

Les causes de la récession constituent un champ d'investigation classique de la recherche économique. Elles sont diverses. Certaines sont liées à de brusques variations des prix des intrants utilisés dans la production de biens et services. Ainsi, une forte hausse des cours du pétrole peut présager une récession. L'enchérissement de l'énergie exerce une pression à la hausse sur le niveau général des prix, d'où une contraction de la demande globale. Une récession peut aussi découler de la décision d'un pays de réduire l'inflation par des politiques d'austérité monétaire et budgétaire. Si l'on en abuse, ces politiques peuvent entraîner un repli de la demande de biens et services et, en définitive, une récession.

Certaines récessions, comme celle que nous traversons, résultent des problèmes des marchés financiers. Une flambée du

prix des actifs et une expansion rapide du crédit s'accompagnent souvent d'un endettement accéléré. Tandis qu'entreprises et ménages accumulent une dette excessive et ont du mal à honorer leurs engagements, ils investissent et consomment moins, ce qui ralentit l'activité économique. Tous les épisodes de forte expansion du crédit ne deviennent pas des récessions, mais quand elles surviennent, ces récessions sont souvent plus coûteuses que d'autres. La récession peut également résulter d'un effritement de la demande extérieure, surtout dans les pays ayant de vigoureux secteurs d'exportation. Les récessions touchant de grands pays comme l'Allemagne, les États-Unis et le Japon se répercutent rapidement sur leurs partenaires commerciaux régionaux, surtout en cas de récessions synchronisées au niveau mondial.

Étant donné que les récessions peuvent avoir des causes multiples, elles sont difficiles à prévoir. On a certes étudié le comportement de diverses variables économiques — volume du crédit, prix des actifs, taux de chômage notamment — en période de récession, mais bien qu'il puisse en être la cause, il pourrait aussi en être la conséquence — ou, en termes économiques, être endogène à la récession. Si les économistes emploient toute une gamme de variables pour prédire le comportement futur de l'activité économique, aucune n'a encore fait la preuve de sa capacité à prédire de manière fiable une récession. L'évolution de quelques variables comme le prix des actifs, le taux de chômage, certains taux d'intérêt et la confiance des consommateurs semblent utile dans la prévision des récessions, mais les économistes sont encore incapables de prévoir un grand nombre de récessions et encore moins d'en prédire la durée et la gravité (*F&D*, septembre 2008).

### Les récessions sont rares mais coûteuses

On a dénombré 122 récessions dans 21 économies avancées entre 1960 et 2007. Ce chiffre peut sembler élevé, mais les récessions ne sont pas courantes. En fait, le pourcentage de temps passé en récession — mesuré par le pourcentage de trimestres qu'un pays passe en récession sur toute la période d'échantillonnage — est

généralement de 10 % environ. Bien que chaque récession ait ses caractéristiques propres, les récessions ont souvent plusieurs points communs :

- Elles durent environ un an et leur coût en termes de production est important. En particulier, une récession se traduit par un recul de 2 % du PIB (voir graphique). Pour une récession profonde, le coût en termes de production est proche de 5 %.
- La baisse de la consommation est souvent limitée, mais la chute de la production industrielle et de l'investissement est nettement plus forte que celle du PIB.
- Elles coïncident avec une contraction des échanges internationaux, puisque les exportations et surtout les importations dégringolent en période de ralentissement.
- Le taux de chômage s'envole presque toujours et l'inflation enregistre un léger recul du fait du repli de la demande globale de biens et de services. Outre l'érosion des prix de l'immobilier et des actions, les récessions se traduisent également par la turbulence des marchés financiers.

### Qu'en est-il de la dépression ?

La récession actuelle est la huitième que connaissent les États-Unis depuis 1960. Durant cette période, les récessions dans ce pays ont duré en moyenne onze mois, les plus longues (en 1973 et 1981) ayant duré seize mois et la plus courte (en 1980) huit mois. La baisse de la production observée entre le pic et le creux du cycle a été de 1,7 % en moyenne, la récession la plus grave de 1973 s'étant traduite par un recul de la production légèrement supérieur à 3 %. Si l'investissement et la production industrielle se sont tassés à chaque récession, la consommation, elle, n'a reculé qu'à trois reprises.

On se demande parfois si la récession actuelle s'apparente à une dépression, et notamment à la Grande Dépression des années 30. Il n'existe pas de définition officielle de la dépression, mais la plupart des analystes parlent de dépression quand on est en présence d'une récession extrêmement grave où la contraction du PIB dépasse 10 %. Les économies avancées ont connu très peu de véritables dépressions depuis les années 60. La dernière remonte au début des années 90, quand la Finlande a vu son PIB chuter d'environ 14 %. Cette dépression coïncidait avec l'éclatement de l'Union soviétique, important partenaire commercial du pays. Durant la Grande Dépression, l'économie américaine s'est contractée d'environ 30 % en quatre ans. Bien que la récession actuelle soit manifestement profonde, son coût en termes de production reste pour l'instant bien inférieur à celui de la Grande Dépression. ■

*Stijn Claessens est Sous-Directeur et Ayan Kose économiste principal au Département des études du FMI.*

#### Lectures conseillées :

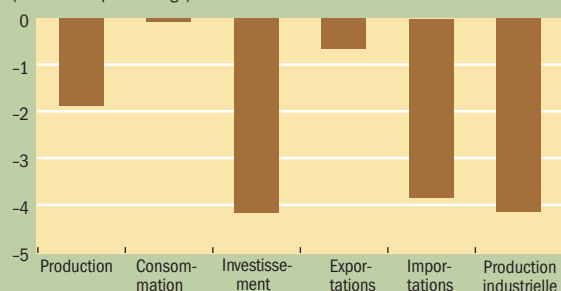
Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" IMF Working Paper 08/274 (Washington: International Monetary Fund).

———, à paraître, "American Recessions: Domestic and Global Implications" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

### Les récessions sont coûteuses

Elles se caractérisent par un net recul du PIB réel, de l'investissement, des importations et de la production industrielle, mais le repli de la consommation est plus faible<sup>1</sup>.

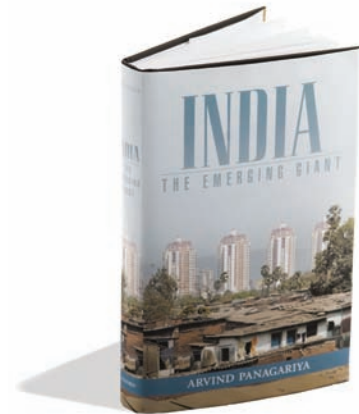
(variation en pourcentage)



Source: Claessens, Kose, and Terrones (2008).

<sup>1</sup>Moyenne des 122 récessions survenues dans 21 économies avancées entre 1960 et 2007.

## Un engouement injustifié?



Arvind Panagariya

### India: The Emerging Giant

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

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.

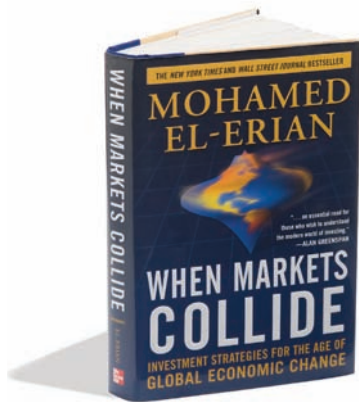
Je ne partage pas entièrement cet optimisme, pour trois raisons. D'abord, la fin de «l'économie idéale» a révélé le retard de l'Inde en matière de réformes et la fragilité des fondements de sa croissance. Ensuite, l'Inde paie aujourd'hui le prix d'un gouvernement qui n'a pas appliqué la moindre réforme 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).

Actuel, 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 behavioristes 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 réalignement 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*



# Dettes de l'Amérique latine

La baisse des ratios d'endettement extérieur permet à l'Amérique latine de mieux affronter la crise mondiale

LA DETTE extérieure de nombreux pays s'est accrue au cours des cinq dernières années, surtout en Europe. Mais en Amérique latine, elle a chuté en proportion du PIB, d'après les données du FMI et de la Banque mondiale. La dette extérieure — montant que les résidents d'une économie doivent à des non-résidents — de 10 pays d'Amérique latine a baissé, passant de 59 % du PIB en moyenne en 2003 à 32 % en 2008.

Pour autant, l'Amérique latine n'est pas épargnée par la crise actuelle. À l'instar des autres régions, elle fait face à de nombreux défis, mais, sur fond de tensions financières mondiales, la réduction des ratios d'endettement extérieur est un facteur qui rend la région moins vulnérable à la crise.

**Structure de la dette extérieure.** En Europe et en Asie, une grande partie de la dette extérieure est due par les banques. En 2008, elles détenaient 54 % des emprunts extérieurs en Europe et 45 % en Asie. Par contre, les créances sur les banques d'Amérique latine sont relativement faibles (16 %), la part des États et celle des secteurs non bancaires privés et publics étant supérieure en Europe et en Asie.

## La base de données sur la dette extérieure

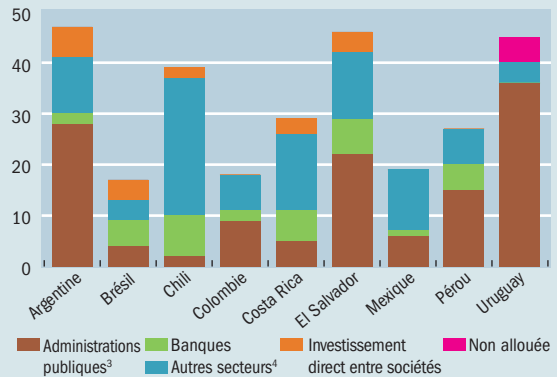
La plupart des données proviennent de la base de données sur les statistiques trimestrielles de la dette extérieure (Quarterly External Debt Statistics — QEDS), établie par le FMI et la Banque mondiale en 2004 pour les pays souscripteurs à la Norme spéciale de diffusion des données (NSDD), du FMI. La base de données QEDS comprend des informations détaillées sur la dette extérieure (ventilée notamment par instruments et par échéance) de 58 pays souscripteurs à la NSDD. Des travaux sont en cours pour étendre cette base de données aux pays ayant souscrit au Système général de diffusion de données (SGDD). En février 2009, 40 souscripteurs au SGDD ont accepté de communiquer sous peu leurs statistiques à la base de données QEDS. Celle-ci est accessible à [www.worldbank.org/qeds](http://www.worldbank.org/qeds).

**L'Amérique latine a ramené sa dette extérieure de 59 % du PIB en 2003 à 32 % en 2008<sup>1</sup>.**

	Dette totale (millions de dollars)	Dette en pourcentage du PIB	
		Septembre 2008	Décembre 2003
Argentine <sup>2</sup>	155.842	46	127
Brésil	272.966	16	43
Chili	68.459	38	58
Colombie	45.525	18	48
Costa Rica	8.814	29	32
Équateur	17.752	32	59
El Salvador	10.369	47	57
Mexique	211.904	19	23
Pérou	35.864	27	49
Uruguay	12.494	44	98

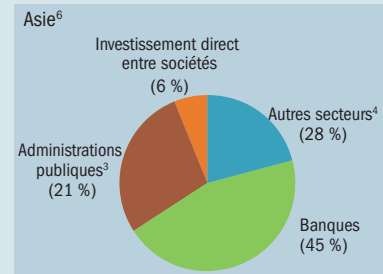
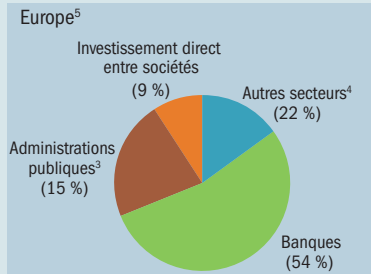
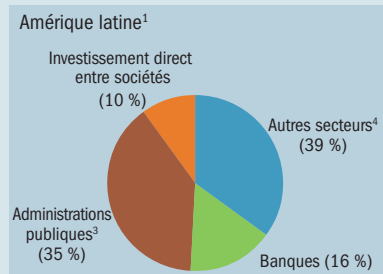
**En Amérique latine, la plus grande partie de la dette est due par l'État et d'autres secteurs non bancaires<sup>1</sup>.**

(en pourcentage du PIB, 2008 : troisième trimestre)



**En Europe et en Asie, la plus grande partie de la dette est due par le secteur bancaire.**

(pourcentage de la dette extérieure totale, 2008 : troisième trimestre)



Sources : base de données QEDS; autorités nationales; FMI, *International Financial Statistics*; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Note : Les chiffres de 2008 sur le PIB reposent sur les estimations des *Perspectives de l'économie mondiale*.

<sup>1</sup>Concerne uniquement les souscripteurs latino-américains à la NSDD (ventilation sectorielle non disponible pour l'Équateur).

<sup>2</sup>Comprend 27,9 milliards de dollars de dettes non présentées pour échange lors de la restructuration de la dette de l'Argentine en 2005.

<sup>3</sup>Y compris les autorités monétaires.

<sup>4</sup>Y compris les sociétés financières non bancaires, les sociétés non financières, les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages.

<sup>5</sup>L'Europe compte 35 souscripteurs à la NSDD.

<sup>6</sup>L'Asie compte 10 souscripteurs à la NSDD.

Préparé par Eduardo Valdivia-Velarde et Lily Seo, du Département des statistiques du FMI.

# Il est facile de s'abonner à *Finances & Développement*

Si vous souhaitez recevoir régulièrement l'une des cinq éditions imprimées de *Finances & Développement* (anglaise, arabe, chinoise, espagnole ou française), vous pouvez la commander de plusieurs manières.

## En ligne et flux RSS :

Visitez-nous à [www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)

## Par télécopieur :

Télécopiez votre commande à  
(202) 623-7201

## Par courriel :

Envoyez un courriel à [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)

## Par courrier postal :

### Écrivez à :

International Monetary Fund  
Publications Services  
PO Box 2245 Williston, VT 05495-2245 USA  
Telephone: (202) 623-7430

L'abonnement est gratuit pour les résidents des pays en développement.

Les abonnés des pays développés doivent payer 20 dollars EU pour les frais de transport et manutention.



### Veuillez remplir le formulaire ci-dessous :

Veuillez choisir l'édition : <input type="checkbox"/> Anglaise <input type="checkbox"/> Française <input type="checkbox"/> Espagnole <input type="checkbox"/> Arabe <input type="checkbox"/> Chinoise	
Nom et prénom :	Adresse :
Entreprise/Institution :	
	Ville :
Téléphone :	État/Province :
Télécopie :	Code postal :
Courriel :	Pays :

### Type d'organisation – Veuillez choisir l'une des options ci-dessous :

<input type="checkbox"/> Gouvernementale	<input type="checkbox"/> Internationale ou non gouvernementale
Éducative <input type="checkbox"/> Enseignant <input type="checkbox"/> Étudiant	<input type="checkbox"/> Média
<input type="checkbox"/> Autre (veuillez préciser)	

### Modalités de paiement (pas nécessaire pour les abonnés des pays en développement)

- Paiement inclus. Libellez le chèque au nom de : International Monetary Fund.  
 Veuillez facturer ma carte de crédit : Visa/MasterCard/American Express

Numéro de la carte de crédit : \_\_\_\_\_ Date d'expiration : \_\_\_ / \_\_\_ / \_\_\_

Signature : \_\_\_\_\_ Date de la commande : \_\_\_\_\_



# Devoir de vigilance



## PERSPECTIVE

### Analyser la chaîne complexe des causes et des effets

Les *Perspectives de l'économie mondiale* et le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* (*Global Financial Stability Report — GFSR*) offrent une évaluation complète de la situation économique internationale et une perspective mondiale indispensable sur les perspectives à long terme.

Voir un exemple du contenu des *Perspectives de l'économie mondiale* et du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* à [www.imf.org/external/pubind.htm](http://www.imf.org/external/pubind.htm)

Abonnez-vous aujourd'hui à ces publications essentielles du FMI à [www.imfbookstore.org/WEO](http://www.imfbookstore.org/WEO) et [www.imfbookstore.org/GFSR](http://www.imfbookstore.org/GFSR)

Veillez indiquer le code de promotion FD0903 sur votre commande.