

**FINANCES et DÉVELOPPEMENT**

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

Septembre 2009

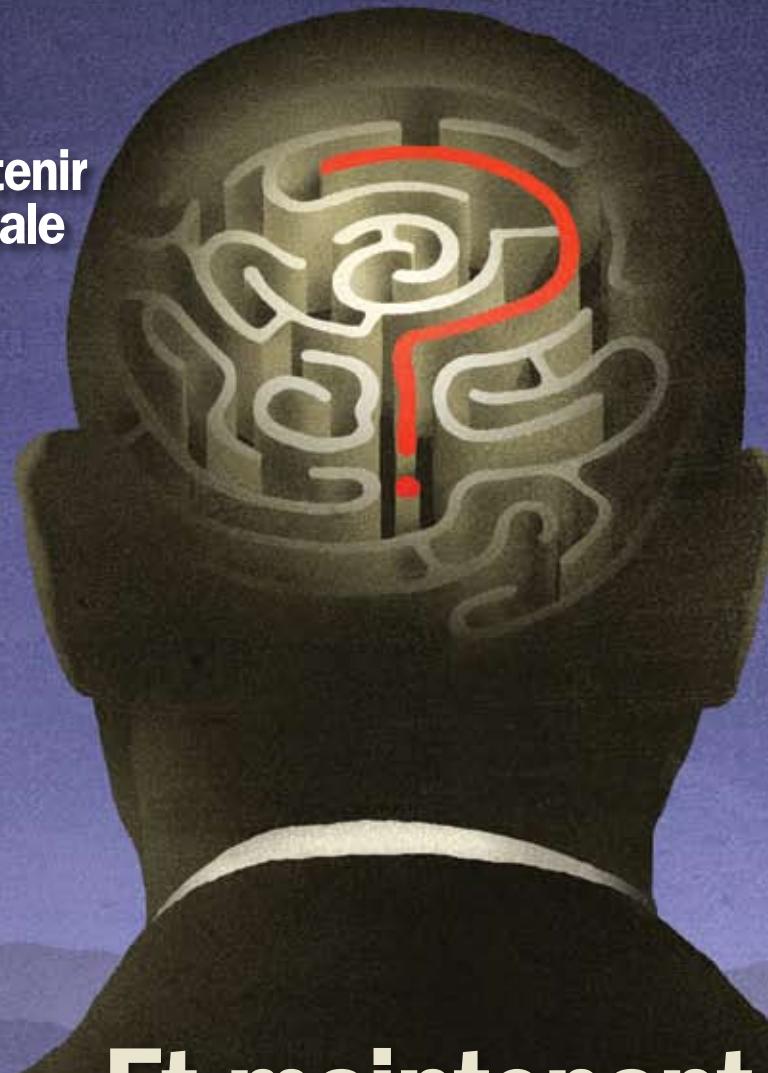
*Visages  
de la crise*

**Blanchard :**  
**comment entretenir**  
**la reprise mondiale**

**Frankel :**  
**modes dans**  
**la finance**  
**mondiale**

**Kahneman :**  
**portrait d'un**  
**économiste**  
**atypique**

**Crockett :**  
**travailler sur**  
**la régulation**  
**financière**



**Et maintenant,  
dans quelle direction aller?**

Finances & Développement, septembre 2009 8 \$



MFIFA2009003

**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

#### DIRECTRICE DE PRODUCTION

Marina Primorac

#### RÉDACTEURS PRINCIPAUX

Camilla Andersen

Hyun-Sung Khang

James Rowe

Simon Willson

#### RÉDACTEURS

Maureen Burke

Jacqueline Deslauriers

Glenn Gottselig

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

Publiée sous la direction d'Eugenio Maseda,  
Section française des services linguistiques  
Mise sous presse par United Lithographers  
Inc., Ashburn, Virginia (U.S.A.)

#### 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  
Septembre 2009 • Volume 46 • Numéro 3

## DOSSIER

### ET MAINTENANT, DANS QUELLE DIRECTION ALLER?

#### 8 Comment entretenir la reprise mondiale

La reprise s'amorce. Pour qu'elle ne s'essouffle pas, de délicats rééquilibrages devront s'opérer, tant à l'intérieur des pays qu'au plan international  
*Olivier Blanchard*

#### 13 Question de mode dans la finance mondiale

En matière de finance internationale, aucune vérité n'est éternelle

*Jeffrey A. Frankel*

#### 18 Rebâtir l'architecture financière

Que faire pour renforcer la régulation et le contrôle financiers?

*Andrew Crockett*

#### 20 Cap sur demain

Les pays doivent commencer à élaborer des stratégies économiques pour accompagner la reprise

*Carlo Cottarelli et José Viñals*

#### 24 La croissance après la crise

Qui prendra le relais du consommateur américain pour faire redémarrer l'économie mondiale?

*Francesco Giavazzi*

#### 26 L'avenir des monnaies de réserve

Depuis près d'un siècle, le dollar américain règne de manière incontestée; le temps de cette suprématie est-il révolu?

*Benjamin J. Cohen*

#### 32 Repenser le système

Les États-Unis proposent la réforme la plus radicale du système de régulation financière depuis le *New Deal*

*Randall Dodd*

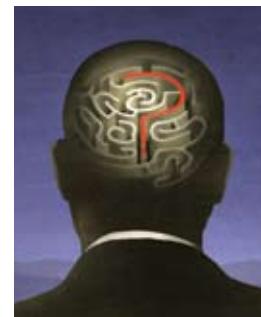
#### 35 Les signaux de la prochaine crise

Qu'attendre des systèmes d'alerte précoce?

*Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry et Natalia Tamirisa*

#### 38 Visages de la crise

L'effet de la crise sur six personnes dans différents points du monde



24



48

## AUSSI DANS CE NUMÉRO

#### 48 La croissance des portables

Les téléphones portables permettent aux économies naissantes de sauter une génération sur la voie du développement  
*Olivier Lambert et Elizabeth Littlefield*

## Soutenir la reprise

**L**A SORTIE de la récession la plus profonde des soixante dernières années est engagée. Mais pour entretenir la reprise, les pays devront bien doser leur action, aux plans national et international. Olivier Blanchard, Chef économiste du FMI, donne le ton en rappelant dans son article que le redressement ne sera pas aisé. La crise a laissé de profondes séquelles qui pèsent encore pendant longtemps sur l'offre et la demande.

Durant les mois à venir, les responsables du monde entier devront s'atteler à la redoutable tâche qui consistera à gérer la relance tout en préparant son retrait au moment opportun. Mais ils ne seront toujours pas au bout de leurs peines, car, une fois la récession passée, ils devront s'attaquer à d'autres problèmes structurels à plus long terme pour que l'économie mondiale renoue avec une croissance forte et soutenue.

La présente édition de *F&D* se penche sur l'évolution à venir de la crise mondiale et sur son issue. Comment dénouer les politiques de relance? Quelle croissance après la crise? Comment reconstruire l'architecture financière? Quel est l'avenir des monnaies de réserves? Autant de questions auxquelles nous essayons de répondre. Jeffrey Frankel examine par ailleurs ce qui est en vogue et ce qui ne l'est plus dans la finance internationale, et une équipe du Département des études analyse ce que l'on est en droit d'attendre des systèmes d'alerte précoce.

Dans la rubrique «Paroles d'économistes», nous nous entretenons avec Daniel Kahneman, lauréat du Prix Nobel et pionnier de l'économie comportementale. La section «Pleins feux» trace, quant à elle, la chronologie du taux directeur de la Banque d'Angleterre qui a atteint son plus bas niveau en trois cents ans.

Jeremy Clift  
Rédacteur en chef

### 51 Le changement comme promis

Le FMI a créé une nouvelle structure d'appui aux pays à faible revenu

*Edward Gemayel et Samar Maziad*

## RUBRIQUES

### 3 En bref

**Augmentation des liquidités mondiales**

**La faim atteint des niveaux historiques**

**Gadgets et gigawatts**

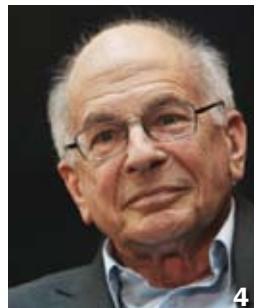
**Blog du FMI**

### 4 Paroles d'économistes

**Portrait d'un économiste atypique**

*Jeremy Clift* rencontre le psychologue

**Daniel Kahneman**



4

### 30 Pleins feux

**Jamais en trois cents ans ...**

... le taux directeur de la Banque d'Angleterre n'a été aussi bas

*André Meier et Simon Willson*

### 46 L'ABC de l'économie

**Qu'est-ce que la politique monétaire?**

*Koshy Mathai*

### 53 Notes de lecture

*L'aide fatale : Les ravages d'une aide inutile et de nouvelles solutions pour l'Afrique*, Dambisa Moyo

*Successes of the International Monetary Fund: Untold Stories of Cooperation at Work*, publié sous

la direction d'Eduard Brau et Ian McDonald

*Money, Finance and Political Economy: Getting It Right*, Deena Khatkhate

### 57 Gros plan

**Les flux vers l'Europe de l'Est**

Les banques étrangères ont apporté leur soutien, mais la crise financière a inversé la tendance

*José C. Moreno et Ricardo Davico*

**Illustrations :** Couverture, Michael Glenwood; p. 3, istockphoto; p. 13, ImageZoo/Corbis; p. 27, Bruce Macpherson.

**Photographies :** p. 3, Gideon Mendel/Corbis; p. 4, Sean Gallup, Getty Images/FMI; p. 8, Andrew Lichtenstein/Corbis; p. 18, Ann Taylor-Hughes/istockphoto; p. 20, Etsa/Corbis; p. 24, Michael Spilarto, FMI; p. 30-31, Rischgitz/Getty Images; Bettman/Corbis; Bettman/Corbis; Keystone/Getty Images; Keystone/Getty Images; Adrian Dennis/Newscom; p. 32, Stan Honda/AFP/Newscom; p. 35, Newscom; p. 38-45, voir Remerciements à la p. 45; p. 48, Sandipan Majumdar; p. 53-56, FMI.



# Facile de s'abonner à *Finances & Développement*

Si vous souhaitez recevoir régulièrement la version imprimée d'une des cinq éditions de *Finances & Développement* — anglais, arabe, chinois, espagnol ou français —, vous pouvez adresser votre demande :

**en ligne et par flux RSS :**

en vous rendant sur [www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)

**par télecopie :**

au (202) 623-7201

**par courriel :**

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

**par courrier postal :**

en envoyant le formulaire ci-dessous  
dûment rempli à :

International Monetary Fund

Publications Services

PO Box 2245, Williston, VT 05495-2245 USA

Téléphone : (202) 623-7430

*F&D* est gratuit pour les abonnés des pays en développement.

Les abonnés des pays avancés doivent verser 25 dollars EU  
de frais d'envoi et de manutention (pour 4 numéros).

Veuillez remplir le formulaire ci-dessous :

Dans quelle langue souhaitez-vous recevoir <i>F&amp;D</i> : <input type="checkbox"/> Anglais <input type="checkbox"/> Français <input type="checkbox"/> Espagnol <input type="checkbox"/> Arabe <input type="checkbox"/> Chinois	
Nom complet :	Adresse :
Entreprise/Institution :	Ville :
Téléphone :	État/Province :
Télécopieur :	Code postal :
Courriel :	Pays :

Veuillez cocher ci-dessous la case qui correspond le mieux à votre fonction :

<input type="checkbox"/> Administrations publiques	<input type="checkbox"/> Organisation internationale ou non gouvernementale
<input type="checkbox"/> Éducation <input type="checkbox"/> Enseignant <input type="checkbox"/> Étudiant	<input type="checkbox"/> Média
<input type="checkbox"/> Autres (veuillez préciser)	

**Modes de paiement** (ne concerne pas les abonnés des pays en développement)

- Paiement ci-joint (25 dollars EU). Chèques à l'ordre de International Monetary Fund.  
 Carte de paiement (veuillez entourer la carte) : Visa/MasterCard/American Express

Numéro de la carte : \_\_\_\_\_

Date d'expiration : \_\_\_\_ / \_\_\_\_

Signature : \_\_\_\_\_ Date: \_\_\_\_\_

## Augmentation des liquidités mondiales

Le FMI a injecté 250 milliards de dollars dans l'économie mondiale grâce à une nouvelle allocation de droits de tirages spéciaux (DTS), avoirs de réserve du FMI. La décision a été entérinée par le Conseil des gouverneurs le 7 août et vise à accroître les liquidités mondiales en complétant les réserves de change des 186 pays membres.

L'équivalent de près de 100 millions de dollars a été alloué aux pays émergents ou en développement. Parmi ces derniers, les pays à faible revenu ont reçu plus de 18 milliards de dollars.

Les pays à faible revenu bénéficient aussi des autres mesures engagées pour accroître sensiblement les ressources mises à leur disposition. Elles proviendront en partie de la vente d'or et devraient permettre de porter les prêts concessionnels à environ 17 milliards de dollars d'ici la fin de 2014, dont 8 milliards ces deux prochaines années.

Le FMI a en outre annoncé l'application d'un taux d'intérêt de zéro sur les paiements au titre des prêts concessionnels d'ici la fin 2011 afin d'aider les pays à faible revenu face à la crise.

## La faim atteint des niveaux historiques

D'après une estimation de la FAO, en 2009, la faim devrait atteindre des niveaux historiques dans le monde : elle touchera plus d'un milliard de personnes.

Ce fléau, tout comme la diminution des revenus et la montée du chômage, est une conséquence de la crise économique mondiale et du renchérissement des produits alimentaires. D'après la FAO, cette année le nombre de personnes touchées par la faim augmentera d'environ 11 %.

En Asie-Pacifique, 642 millions de personnes souffriraient de faim chronique; en Afrique subsaharienne, 265 millions; en Amérique latine et dans les Caraïbes, 53 millions; au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, 42 millions; et dans les pays avancés, 15 millions.



Au Laos, un fermier vanne le riz.

## Gadgets et gigawatts

D'après l'Agence internationale de l'énergie, en 2010 il y aura dans le monde plus de 3,5 milliards de téléphones portables, un milliard d'ordinateurs personnels et deux milliards de télévisions. Il ressort de l'étude intitulée *Gadgets and Gigawatts* que ces appareils profiteront aux populations des pays plus riches, mais également à celles des pays en développement. En Afrique, par exemple, un habitant sur neuf a un téléphone portable.



Cependant, si aucune nouvelle politique n'est adoptée, l'énergie consommée par les TIC et par l'électronique de grande consommation risque de doubler d'ici 2022 et de tripler d'ici 2030 et, partant, de neutraliser les efforts consentis pour accroître la sécurité énergétique et réduire les émissions de gaz de serre. En outre, la demande croissante de technologie risque d'éclipser toutes les améliorations de rendement énergétique des appareils électroniques.

## Blog du FMI

Le FMI a lancé un nouveau blog (*iMFdirect* à <http://blog-imfdirect.imf.org/>) sur l'économie mondiale et les questions de politique générale soulevées par la crise. Ce blog auquel contribuent des responsables de l'institution, traite des activités de cette dernière sur les fronts économique et financier. Plusieurs articles récents évoquent le débat sur les ripostes à la plus grave des récessions depuis la Grande dépression.

Le FMI a également commencé à produire *The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor*, nouvelle publication en ligne qui analyse les finances publiques de par le monde et paraîtra en avril et octobre, avec entre-temps des actualisations trimestrielles si la situation le justifie.

## Événements en 2009

### 6–7 octobre, Istanbul, Turquie

Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale

### 5–6 novembre, Washington, États-Unis

Dixième conférence annuelle Jacques Polak, FMI

### 8–10 novembre, New Delhi, Inde

Sommet économique du Forum économique mondial

### 14–15 novembre, Singapour

Réunion Asie-Pacifique sur la coopération économique

### 16–18 novembre, Rome, Italie

Sommet mondial de chefs d'État et de gouvernement sur la sécurité alimentaire

### 7–18 décembre, Copenhague, Danemark

Conférence des Nations Unies sur les changements climatiques

# Portrait d'un économiste atypique

*Jeremy Clift rencontre Daniel Kahneman*



**P**OUR Daniel Kahneman, l'un des moments les plus émouvants de la récente crise économique fut celui où Alan Greenspan, ancien Président de la Réserve fédérale, dénué de sa légendaire superbe, avoua devant une commission du Congrès avoir péché par excès de confiance en la capacité d'autorégulation des marchés libres.

«En fait, il déclara que le système avait fonctionné sur de mauvaises bases, ce qui n'est pas anodin, venant de Greenspan», a souligné D. Kahneman, lauréat 2002 du Nobel d'économie pour son travail de pionnier qui intègre à l'économie des aspects de la psychologie.

Mais plus révélateur encore fut, selon Kahneman, le fait que, durant son audition, Alan Greenspan traite les individus et les institutions financières comme des agents rationnels. «À mon avis, il a fait fi des facteurs psychologiques et économiques et a cru au pouvoir magique des marchés à s'autodiscipliner et à produire de bons résultats.»

Kahneman tient à souligner qu'étant psychologue, il se considère comme un profane en économie. Mais il a contribué à ouvrir un nouveau domaine de recherche, l'**économie comportementale**, qui remet en cause la théorie économique du choix rationnel en introduisant quelques hypothèses plus réalistes sur la perspicacité et la prise de décision des êtres humains.

Les modèles économiques classiques partent du postulat que les individus tentent rationnellement de maximiser leurs gains

et de minimiser leurs coûts. Mais en inversant quelques-uns des éléments du postulat, les théoriciens de l'économie comportementale montrent que les individus fondent souvent leurs décisions sur des conjectures, des émotions, leur intuition ou des approximations plutôt que sur une analyse coûts–avantages, que les marchés souffrent de comportements grégaires et de raisonnements collectifs, et que les choix individuels sont souvent influencés par le contexte dans lequel se situent les décisions prospectives.

## Le capitalisme mû par un excès de confiance

La crise économique mondiale, provoquée par les décisions d'individus et d'institutions financières d'investir dans les prêts hypothécaires à risque, a mis en vedette l'économie comportementale et le processus de décision des individus.

«Ceux qui ont décidé d'investir dans les prêts hypothécaires à risque se sont bercés d'illusions», a indiqué Kahneman lors d'un entretien chez lui, sur les hauteurs de Beverley Hills surplombant San Francisco. «L'un des grands apports de l'économie comportementale, emprunté à la psychologie, est l'idée de la prédominance de l'excès de confiance. Les gens s'engagent dans des activités auxquelles ils ne connaissent strictement rien, persuadés d'y réussir», ce qu'il appelle l'**«optimisme illusoire»**.

L'optimisme illusoire est l'un des moteurs du capitalisme. Kahneman affirme que bien des gens ne comprennent pas les

risques qu'ils prennent, thème repris par Nassim Taleb dans son ouvrage *The Black Swan (Le cygne noir)* paru en 2007, qui constate que nous ne tenons pas assez compte de l'éventualité d'événements rares mais d'effet sismique qui réduisent nos hypothèses à néant.

«Les entrepreneurs prennent des risques et ont rarement conscience d'en prendre, dit-il. C'est ce qui se produit dans les grandes fusions-acquisitions, mais aussi dans les PME. Aux États-Unis, un tiers des petites entreprises font faillite dans les cinq ans qui suivent leur création, mais, lorsque vous interrogez leurs dirigeants, chacun est persuadé d'avoir de 80 à 100 % de chances de réussir. En réalité, ils n'en savent rien.»

## Au moins deux facettes

Né en 1934 à Tel-Aviv, Kahneman a grandi à Paris. Il admet ne pas vraiment savoir si sa vocation de psychologue est née d'avoir été très tôt exposé à des potins intéressants ou si son intérêt pour ces potins était le signe d'une vocation naissante.

«Comme bien d'autres Juifs, je crois, j'ai grandi dans un univers peuplé de gens et d'histoires, des histoires liées le plus souvent à des gens. La nature existait à peine et je n'ai jamais appris à reconnaître les fleurs ou les animaux», relate Kahneman dans son autobiographie. «Mais les gens dont ma mère aimait parler avec ses amies et mon père étaient fascinants de complexité. Certains étaient meilleurs que d'autres, mais les meilleurs étaient loin d'être parfaits et aucun des personnages n'était foncièrement mauvais.» Ces histoires étaient généralement emplies d'ironie et avaient au moins deux facettes.

Kahneman se souvient d'une situation qu'il a vécue au début de l'occupation nazie à Paris et qui l'a marqué par la complexité et les multiples facettes de la nature humaine qu'elle révèle. «Nous étions fin 1941 ou début 1942. Les Juifs devaient porter l'étoile jaune et ne pouvaient circuler après le couvre-feu de 18 heures. Jouant avec un ami chrétien chez lui, je n'avais pas vu l'heure fatidique passer. Je mis mon chandail à l'envers pour franchir les quelques pâtés de maison qui me séparaient de chez moi. Dans la rue déserte je vis arriver un soldat allemand, vêtu de l'uniforme noir que j'avais appris à redouter plus que tout autre, celui des SS. Tentant d'accélérer le pas à mesure que je me rapprochais de lui, je vis qu'il me regardait fixement. Il se pencha alors vers moi et me souleva dans ses bras. J'étais terrifié à l'idée qu'il remarque l'étoile que je portais à l'intérieur de mon chandail. Il me parla d'une voie très émue, en allemand. En me reposant au sol, il ouvrit son portefeuille, me montra la photo d'un garçon et me donna quelques sous. Je rentrai chez moi plus convaincu que jamais que ma mère avait raison de dire que l'être humain est fascinant de complexité.»

Kahneman émigre avec sa famille en Palestine en 1946, où il obtient son premier diplôme en psychologie et en mathématiques à l'Université hébraïque de Jérusalem. Enrôlé dans l'armée israélienne en 1954, après une année au grade de lieutenant, il est chargé d'évaluer les soldats et leur capacité à occuper un poste de commandement. Le système basé sur des entretiens et des évaluations qu'il a inventé pour affecter les nouvelles recrues à des postes appropriés est toujours appliqué, à quelques légers aménagements près.

Il obtient un doctorat de Berkeley (université de Californie) en 1961 et enseigne à l'Université hébraïque de Jérusalem de

1961 à 1978, passant des années sabbatiques à Harvard et à Cambridge notamment. C'est en enseignant à Jérusalem qu'il amorce avec un collègue des travaux qui lui vaudront le Nobel d'économie, discipline qu'il n'avait pas étudiée.

## Un nouveau domaine de recherche

Actuellement professeur émérite de psychologie et d'affaires publiques à l'Institut Woodrow Wilson de Princeton, Kahneman a reçu le prix Nobel en 2002 pour des travaux effectués pendant plus de dix ans avec un collègue psychologue, Amos Tversky. Celui-ci est décédé en 1996 et le prix Nobel n'est jamais décerné à titre posthume. «Amos et moi avions la chance de posséder la même poule aux œufs d'or, je veux dire deux cerveaux fonctionnant à l'unisson et décuplant nos capacités respectives», a déclaré Kahneman.

En lui décernant le prix, le comité Nobel a précisé que Kahneman avait associé la vision pénétrante de la psychologie à la science économique, ouvrant ainsi un nouveau domaine de recherche. Il partage ce prix avec Vernon Smith, qui a ouvert un autre champ d'expérimentation économique (*F&D*, mars 2003).

Kahneman a travaillé sur les processus de décision en situation d'incertitude. Il a démontré que les décisions humaines peuvent s'écartez systématiquement de celles que prévoit la théorie économique classique. Il a élaboré, avec Tversky, la «théorie du prospect» pour mieux rendre compte du comportement observé. Kahneman a aussi constaté que le jugement humain peut emprunter des raccourcis intuitifs qui s'écartent systématiquement des principes de base de la probabilité. Selon les membres du comité Nobel, «ses travaux ont incité une nouvelle génération de chercheurs en économie et en finances à enrichir la pensée économique en intégrant les préceptes de la psychologie cognitive aux éléments intrinsèques de la motivation humaine».

La **théorie du prospect** éclaire les résultats expérimentaux qui montrent que les individus font souvent des choix différents dans des situations quasiment identiques mais s'inscrivant dans un contexte différent. L'article paru dans *Econometrica* a été le deuxième le plus cité publié dans cette prestigieuse revue économique entre 1979 et 2000 (Kahneman and Tversky, 1979). Ces études ont influencé diverses disciplines dont le marketing, la finance et les choix des consommateurs.

Kahneman admet que le nom de la théorie est peu parlant. «Au moment de publier notre étude, nous avons délibérément opté pour ce titre peu évocateur, théorie du prospect, en estimant que, si elle trouvait un jour un écho dans la communauté scientifique, ce label distinct serait un avantage pour l'identifier. Nous avons été bien inspirés.»

Kahneman et Tversky ont étudié pourquoi les individus réagissent beaucoup plus vivement face aux pertes que face aux profits, conduisant à la notion d'aversion pour le risque, l'un des principaux champs d'analyse de l'économie comportementale.

Les deux psychologues ont aussi constaté empiriquement que les individus minimisent les résultats qui ne sont que probables, par rapport aux résultats obtenus avec certitude. Cette propension contribue à l'aversion pour le risque dans les choix qui impliquent un profit assuré et à la prise de risque dans les choix dont l'échec est garanti, ce qui explique

pourquoi un joueur confronté à une série d'échecs refuse d'accepter qu'il est sûr de perdre et s'obstine à miser, dans l'espoir de «rentrer dans ses fonds».

«Les gens sont poussés à parier en espérant couvrir leurs pertes», a déclaré Kahneman dans un entretien en 2007. Il s'inquiétait que les dirigeants qui entraînent leur pays dans une guerre vouée à l'échec sont plus enclins à risquer le tout pour le tout qu'à négocier.

Les auteurs observent aussi des préférences incohérentes lorsque le même choix se présente sous différentes formes, ce qui explique les comportements économiques irrationnels comme la volonté de parcourir de longues distances en voiture pour acheter un produit bon marché en promotion, et le refus de le faire pour un produit cher bénéficiant du même rabais.

### Une nouvelle discipline

C'est presque par hasard que la théorie du prospect s'est trouvée appliquée à l'économie. Kahneman et Tversky avaient choisi de publier un article dans *Econometrica* plutôt que dans *Psychological Review*, car *Econometrica* avait déjà fait paraître une étude sur le processus de décision. C'est ce qui attira l'attention des économistes sur leurs travaux.

Kahneman signale que sa collaboration avec un collègue et ami de longue date, Richard Thaler, professeur d'économie à l'université de Chicago, a également contribué à l'essor de l'économie comportementale.

«Sans nier en quoi que ce soit ma contribution, je considère que le travail de convergence des deux disciplines est surtout dû à Thaler et à un groupe de jeunes économistes qui s'est très vite formé autour de lui, avec Colin Camerer et George Loewenstein, suivis de Matthew Rabin, David Laibson, Terry Odean et Sendhil Mullainathan.»

Kahneman pense qu'il a lancé avec Tversky «beaucoup d'idées qui ont ensuite fait leur chemin dans la réflexion de certains économistes et que la théorie du prospect a sans doute contribué à légitimer le recours à la psychologie pour puiser des hypothèses réalistes sur les agents économiques».

Pour Thaler, qui a dirigé la rubrique «Anomalies» du *Journal of Economic Perspectives* de 1987 à 1990 et y contribue ponctuellement depuis, les travaux de Kahneman et de Tversky sont à l'origine de l'engouement actuel pour l'économie comportementale. À son avis, «leurs travaux ont établi le cadre conceptuel qui a donné vie à notre domaine de recherche».

### Un regain d'intérêt grâce à la crise

Le retentissement lié à l'attribution du prix Nobel et l'introspection des économistes assagis par la crise économique mondiale ont suscité un vif regain d'intérêt pour l'économie comportementale jusqu'au sein de la Maison-Blanche, avec des ouvrages comme *Nudge* (Thaler et Sunstein) et *Predictably Irrational* de Dan Ariely, professeur à l'université Duke.

*Nudge* analyse la manière dont les individus opèrent des choix et comment on peut leur donner un «coup de pouce» pour prendre de meilleures décisions sur bien des domaines (acheter des aliments sains ou épargner davantage, par exemple).

«Il est évident que l'époque est propice à l'économie comportementale», ajoute Kahneman avec un sourire.

Les avis ne sont pas unanimes pour considérer qu'elle est la science de l'avenir, certains la considérant plutôt comme une mode passagère et envahissante. «Certes l'économie comportementale est en vogue et le lecteur non averti pourrait avoir l'impression que l'*homo economicus* réfléchi est mort de sa belle mort et que la pensée économique a pris toute la mesure de l'irrationalité du genre humain. Rien n'est plus faux», selon David Levine de l'université Washington à Saint-Louis.

Pour Richard Posner de la faculté de droit de Chicago, «les tenants de l'économie comportementale ont raison de signaler les limites de la connaissance humaine, mais, s'ils ont les mêmes limites que les consommateurs, faut-il les charger de concevoir les systèmes de protection des consommateurs?»

«Le défi majeur pour les théoriciens de l'économie comportementale est peut-être de démontrer qu'elle s'applique dans la réalité quotidienne», affirment Steven Levitt et John List dans un article paru dans le magazine *Science* en 2008, ajoutant que «dans presque tous les cas, les données empiriques les plus probantes de l'économie comportementale découlent de travaux de laboratoire. Il y a donc lieu de penser que ces conclusions seraient difficilement vérifiables dans tous les cas de figure sur les marchés réels.»

### Quelle place dans la pensée économique?

Si l'économie comportementale est devenue une discipline universitaire à part entière, selon Wolfgang Pesendorfer, professeur d'économie à Princeton, «elle reste centrée sur les échecs de la pensée économique classique».

Il s'avère difficile de l'intégrer pleinement à la science économique, même si Wall Street et les analystes financiers tiennent bien compte des facteurs cognitifs et émotionnels qui influencent le processus de décision des individus, des groupes et des organisations. «Il y a pléthore de théories comportementales dont la plupart ont trop peu d'applications concrètes», déclare Drew Fudenberg, de Harvard (2006).

Pour certains observateurs, la théorie du prospect souffre d'une déficience, due à l'absence de modèle reconnu pour déterminer des points de référence. «La grande différence entre les psychologues et les économistes est que les premiers analysent les comportements individuels tandis que les seconds s'intéressent à l'explication des résultats des interactions entre groupes d'individus», a déclaré David Levine lors d'une conférence intitulée «L'économie comportementale est-elle vouée à l'échec?» à l'Institut universitaire européen.

### Accroître la crédibilité

L'émoi suscité par l'effondrement des crédits hypothécaires à risque et la crise mondiale qui l'a suivi rend plus impérative une meilleure prise en compte de la nature humaine dans les mécanismes de régulation et les politiques économiques.

Kahneman propose de tirer quelques leçons de la crise actuelle :

- **Renforcer la protection des consommateurs et des petits investisseurs.** La question s'est toujours posée de savoir s'il faut prévenir les individus contre leurs propres choix, et à quel point. Il est désormais extrêmement difficile de prétendre que toute protection est superflue.

- **La défaillance des marchés a de vastes conséquences.** Force est de constater que, quand les gens mal informés perdent leur argent, l'économie mondiale s'en trouve ruinée. Cela signifie que

les choix irrationnels des individus ont des effets considérables lorsqu'ils se conjuguent à la rationalité d'agents économiques véreux au sein du système financier, ainsi qu'à une régulation et à une supervision laxistes.

• **Les limites des prévisions.** L'hypervolatilité des marchés boursiers et du système financier est révélatrice du degré d'incertitude du système et des limites des prévisions.

Greenspan semble maintenant du même avis sur les problèmes que posent les modèles de prévision économique et d'évaluation du risque. Dans un article du *Financial Times* paru en mars 2008, il estimait que le facteur humain était l'une des raisons pour lesquelles ni la gestion du risque ni les modèles de prévision économétrique n'avaient pu déceler plus tôt la crise du crédit hypothécaire à risque.

«Ces modèles ne permettent pas de prendre toute la mesure de ce qui reste jusqu'à présent, à mon sens, un simple élément périphérique du cycle économique et de la modélisation financière, à savoir la réaction humaine aux effets des fluctuations entre périodes d'euphorie et de repli qui se succèdent depuis des générations, sans véritable signe que l'être humain tire les

## L'étude du bien-être

Toujours soucieux de comprendre le processus de décision chez l'être humain, Kahneman se consacre maintenant à l'hédonique — l'étude des facteurs qui rendent les expériences agréables ou non — et à l'élaboration de critères scientifiques de mesure du bien-être. Dans une récente étude sur la relation entre l'argent et le bonheur, Kahneman *et al.* constatent que, si les détenteurs de revenus relativement élevés tirent davantage satisfaction de leur existence, ils ne sont guère plus heureux que les personnes disposant de très bas revenus. Le mythe séculaire selon lequel l'argent peut tout acheter, y compris le bonheur, et son pendant, l'argent ne fait pas le bonheur, doivent être nuancés.

Partant d'études comparatives entre pays, il montre que le niveau de corruption et le degré de confiance envers la société sont des éléments prédictifs du bien-être. «La corruption étant un facteur qui détermine le degré de confiance envers la société, la confiance serait donc un élément essentiel du bien-être.»

Les pays dont les citoyens ont très peu confiance envers la société éprouvent de grandes difficultés économiques, ce qui donne à penser que la prospérité économique est liée à un certain degré de confiance.

«Mais en regardant les pays occidentaux dont le PIB est plus ou moins constant, on observe d'importants effets de la confiance. C'est pourquoi les pays d'Europe du Nord sont toujours les mieux classés dans les travaux de recherche sur le bien-être.»

Peut-on transposer ces conclusions aux pays en développement? «Si l'on peut accroître la confiance envers la société — ce qui commence sans doute par la confiance envers les institutions —, on augmentera le PIB par le respect de l'état de droit, de la propriété privée, etc. Cela aura aussi pour effet d'améliorer le bien-être, car les sociétés les plus heureuses sont celles où les gens se font mutuellement confiance et consacrent une bonne part de leur temps à la satisfaction des besoins sociaux.»

leçons de l'expérience», affirme Greenspan. «Les bulles des prix des actifs se forment, gonflent et éclatent aujourd'hui comme au début du XVIII<sup>e</sup> siècle, lorsque les marchés concurrentiels modernes se sont développés. Par commodité, nous qualifions ces comportements de «non rationnels». Mais le souci des prévisionnistes ne devrait pas tant être de savoir si les comportements humains sont rationnels ou non que d'en constater la réalité et le caractère systémique.

«Voilà, à mon avis, la principale «variable explicative» manquante des modèles de gestion du risque et des modèles macroéconomiques.»

## Réfléchir aux modes de pensée

Kahneman a non seulement reçu le Nobel, mais a aussi été salué par ses pairs. «Kahneman, ses collègues et ses étudiants ont bouleversé notre vision de la façon dont les gens réfléchissent», a observé en 2007 Sharon Brehm, de la Société américaine de psychologie, en lui remettant un prix qui couronnait l'ensemble de ses travaux en psychologie.

Kahneman garde un œil inquisiteur sur l'évolution de l'économie comportementale bien qu'il soit passé à autre chose depuis longtemps.

Son travail porte aujourd'hui sur l'étude du bien-être. Il collabore avec l'institut Gallop sur un sondage mondial pour mesurer les enjeux et les comportements globaux dans plus de 150 pays (voir encadré).

## Défier la pensée cléricale

Par le passé, Kahneman a comparé les tenants de la pensée économique à un clergé auquel les hérétiques ont du mal à accéder. Mais il reconnaît le chemin parcouru par les économistes depuis 30 ans pour intégrer la recherche en psychologie et des éléments d'autres sciences sociales.

«Notre article a été publié dans *Econometrica* en 1979, il y a exactement 30 ans, et j'ai reçu le Nobel d'économie à Stockholm en 2002. Il ne s'agit donc pas d'une église hermétique, bien que la plupart des économistes se soient désintéressés de nous au cours des années qui ont suivi la parution de l'article.

«J'ai bien parlé d'église, mais c'est une église qui ne condamne pas les hérétiques au bûcher, sinon beaucoup de gens ne seraient plus de ce monde.» ■

*Jeremy Clift est rédacteur en chef de l'édition anglaise de F&D.*

### Bibliographie :

- Ariely, Dan, 2009, *Predictably Irrational* (New York: HarperCollins).  
Fudenberg, Drew, 2006, "Advancing Beyond Advances in Behavioral Economics," *Journal of Economic Literature*, Vol. XLIV (September), p. 694–711.  
Kahneman, Daniel, and Amos Tversky, 1979, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, Vol. 47 (March), p. 263–91.  
Levitt, Steven, and John List, 2008, "Homo Economicus Evolves," *Science*, February 15, p. 909–10.  
Taleb, Nassim Nicholas, 2007, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* (New York: Random House).  
Thaler, Richard H., and Cass R. Sunstein, 2008, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (New Haven, Connecticut: Yale University Press).



# Comment entretenir la

**La reprise s'amorce. Pour qu'elle ne s'essouffle pas, de délicats rééquilibrages devront s'opérer, tant à l'intérieur des pays qu'au plan international**

*Olivier Blanchard*

**D**ANS les récessions classiques, quels que soient les dommages causés aux entreprises et à l'emploi, les choses finissent par rentrer dans l'ordre de façon prévisible. Or la récession mondiale qui sévit actuellement est loin d'être classique.

Habituellement, pour combattre une récession, la banque centrale abaisse les taux d'intérêt, ce qui a pour effet de rehausser la demande et la production. Les gens recomencent à acheter des biens durables tels que des appareils ménagers et des voitures. Les entreprises se mettent à réaliser les investissements qu'elles avaient différés. Souvent, la dépréciation de la monnaie stimule les exportations en les rendant moins chères. La croissance inférieure à la normale fait place à

une croissance supérieure à la normale pendant un certain temps, jusqu'à ce que l'économie ait retrouvé son rythme de croisière.

La récession que le monde traverse actuellement sort de l'ordinaire. Il ne sera pas simple de redresser la barre. La crise a laissé des plaies profondes, dont l'offre et la demande se ressentiront pendant de longues années.

## L'appareil productif mis à mal

Certains éléments du système économique ne sont plus en état de fonctionner. Des entreprises ont fait faillite, qui auraient échappé à ce sort dans une récession normale. Dans les pays avancés, les systèmes financiers souffrent de dysfonctionnements et mettront beaucoup de temps à trouver leur nouvel équilibre. Pendant ce



# reprise mondiale

temps, l'intermédiation financière — et, par voie de conséquence, l'allocation des ressources indispensable à la croissance — sera entravée. Dans les pays émergents, les entrées de capitaux, qui ont diminué considérablement pendant la crise, ne se redresseront peut-être pas complètement au cours des prochaines années. La reconfiguration de la demande mondiale, la consommation se déplaçant des pays avancés vers les pays émergents, pourrait nécessiter une nouvelle structure de production. Dans presque tous les pays, les coûts occasionnés par la crise ont alourdi les charges pesant sur les finances publiques, de sorte qu'une hausse des impôts sera inévitable.

Tout cela signifie que nous ne retrouverons peut-être pas le sentier de la croissance auquel nous étions habitués et que la *production potentielle* pourrait être inférieure à ce qu'elle était avant la crise.

Dans quelle mesure la production potentielle a-t-elle diminué? Difficile à dire : par définition, la production potentielle,

contrairement à la production effective, n'est pas visible. Cela dit, l'histoire est riche d'enseignements plutôt préoccupants. Le rapport du FMI sur les *Perspectives de l'économie mondiale*, qui paraîtra prochainement, fait le point des 88 crises bancaires qui sont survenues depuis une quarantaine d'années dans des pays très divers. En dépit de différences marquées d'un pays à l'autre, il s'avère que, en moyenne, la production ne retrouve pas son ancienne trajectoire de croissance tendancielle, mais lui reste inférieure de façon permanente.

On peut se consoler en observant que la tendance elle-même ne change pas : en moyenne, les crises ont pour effet de réduire de façon permanente le niveau de la production, mais pas son taux de croissance. Si le passé est une bonne indication de l'avenir, on peut s'attendre à ce que l'économie mondiale retrouve son taux de croissance antérieur. Mais, surtout dans les pays avancés, la période de croissance supérieure à la moyenne, qui caractérise les reprises normales, risque d'être brève, voire inexistante.

## Problèmes du côté de la demande

Même un taux de croissance «normal» pourrait cependant être difficile à atteindre en raison de problèmes du côté de la demande. Les prévisions actuelles laissent entrevoir une croissance positive dans la plupart des pays, y compris les pays avancés, pendant les quelques trimestres à venir.

Mais cette bonne nouvelle s'accompagne de deux bémols :

- La croissance ne sera pas assez vigoureuse pour faire diminuer le chômage, dont la courbe ne devrait s'inverser que l'année prochaine.

- Ces prévisions de croissance positive reposent dans une large mesure sur la double hypothèse d'une relance budgétaire et d'une reconstitution des stocks par les entreprises, et non sur la vigueur de la consommation privée et de la formation de capital fixe. Tôt ou tard, il faudra mettre fin progressivement aux mesures de relance budgétaire et l'ajustement des stocks arrivera à son terme naturellement.

La question qui se pose alors est celle de la pérennité de la reprise.

Deux rééquilibrages devront s'opérer. Tout d'abord, le rééquilibrage entre dépense publique et dépense privée. Ensuite, le rééquilibrage de la demande globale entre pays, la demande intérieure faisant place à la demande extérieure aux États-Unis et inversement dans le reste du monde, en particulier en Asie.

## Rééquilibrage entre dépense publique et dépense privée

Sur le front budgétaire, les autorités ont réagi à la crise en augmentant les dépenses publiques, en diminuant les impôts et en acceptant de fortement creuser les déficits. Compte tenu de l'effondrement de la demande privée et de l'impossibilité de faire passer les taux d'intérêt en dessous de zéro, il est clair que les pouvoirs publics ont bien fait. Mais des déficits élevés entraînent une augmentation rapide de l'endettement. Or, comme beaucoup de pays étaient déjà fort endettés, la dette ne peut continuer de s'alourdir pendant bien longtemps et la persistance de déficits élevés amène à douter de plus en plus de la viabilité de la dette. Cela s'accompagne d'un risque de hausse des taux d'intérêt à long terme, à la fois parce que les opérateurs anticipent un effet d'éviction des emprunteurs privés au profit des emprunteurs publics et parce que le risque de défaillance est plus prononcé.

Combien de temps encore peut durer la relance budgétaire? En l'absence de toute autre mesure, dans la plupart des pays avancés, probablement pas très longtemps. En moyenne, le ratio dette/produit intérieur brut (PIB) des pays avancés du G-20 était élevé avant la crise et, d'après les prévisions, dépassera 100 % au cours des prochaines années. (La situation est très différente dans plusieurs pays émergents qui étaient beaucoup moins endettés au départ et disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour financer leurs dépenses par l'emprunt.)

Il est important de préciser «en l'absence de toute autre mesure». En effet, la relance pourra se prolonger si, en même temps, des mesures structurelles sont prises pour maîtriser l'augmentation future des prestations sociales, induite par la hausse des coûts des soins de santé et les effets du vieillissement de la population sur le coût des retraites. Il existe de très bonnes raisons d'opter pour ces mesures : le FMI estime en effet que le coût budgétaire de l'augmentation future des prestations sociales est dix fois plus élevé que le coût budgétaire de la crise. Dès lors, même une réduction modeste du taux de croissance

des prestations sociales peut dégager une marge budgétaire substantielle pour poursuivre la relance.

À terme cependant, les mesures de relance budgétaire devront être retirées peu à peu et la demande privée devra prendre la relève. La question fondamentale est de savoir si cette demande viendra de la consommation ou de l'investissement.

## Rééquilibrage de la demande entre pays

Les États-Unis, qui ont été à l'origine de la crise, joueront aussi un rôle central dans la reprise mondiale. La consommation y représente 70 % de la demande et c'est justement la baisse de la consommation qui a été la principale cause immédiate de l'effondrement de la production lors de cette crise. En proportion du revenu disponible, l'épargne des ménages américains, qui était proche de 0 % en 2007, atteint aujourd'hui environ 5 %. Le taux d'épargne va-t-il redescendre à son niveau de 2007? Cela ne serait pas souhaitable et a peu de chances de se produire.

D'un côté, l'augmentation de l'épargne au cours de l'année écoulée tenait sans doute en partie à un certain attentisme de la part des consommateurs, attitude qui disparaîtra lorsque la situation sera plus claire. Mais d'un autre côté, le taux d'épargne a tendance à s'accroître avec la production et le revenu. Et même si la richesse financière retrouvait son niveau d'avant la crise — que ce soit dans l'immobilier (ce qui semble peu souhaitable et peu probable) ou sur le marché boursier — et si la production retrouvait sa trajectoire tendancielle, il est probable que les consommateurs américains épargneraient quand même davantage. En effet, la crise les a rendus plus conscients des risques extrêmes, c'est-à-dire des événements qui ont très peu de chances de se produire, mais qui, s'ils se produisent, ont des conséquences catastrophiques.

Avant la crise, tout le monde croyait que les prix de l'immobilier diminuaient rarement, voire jamais (croyance qui a été l'une des principales causes de la crise). Une autre croyance, reposant sur des observations historiques plus solides, était que les investisseurs pouvaient compter sur un rendement annuel de 6 % par an pour leurs actions. La baisse des cours boursiers de l'année dernière a montré qu'on ne pouvait tenir pour acquis de tels rendements et qu'il était peut-être plus sage d'épargner davantage pour se préparer une retraite sans surprise. Il est donc probable que les consommateurs américains épargneront plus, au moins jusqu'à ce qu'ils oublient les leçons de la crise. L'intuition (faute de repères plus solides) incite à conclure que le taux d'épargne des ménages américains se maintiendra au moins à son niveau actuel. Cela suppose une baisse de 5 points du ratio consommation/revenu disponible par rapport au niveau d'avant la crise, ou encore une diminution d'environ 3 points du ratio consommation/PIB. Pour dire les choses simplement : un surcroît de 3 % de demande globale devra venir d'autre chose que de la consommation.

Viendra-t-il de l'investissement? C'est peu probable. En pourcentage du PIB, l'investissement immobilier était trop élevé pendant les années qui ont précédé la crise et il faudra beaucoup de temps pour résorber la suraccumulation de logements. Pendant ce temps, l'investissement immobilier restera faible. La formation de capital fixe, en pourcentage du PIB, sera-t-elle plus élevée après qu'avant la crise? Probablement pas. Le taux d'utilisation des capacités n'a jamais été aussi bas et mettra du temps à se redresser. Les banques sont maintenant solvables, mais

elles continuent d'accorder leurs crédits au compte-gouttes et il est vraisemblable que les prêts restent soumis à des conditions rigoureuses pendant quelque temps encore. La moindre efficacité de l'intermédiation financière aura des conséquences tant sur l'offre que sur la demande. Là encore, si l'on observe ce qui s'est passé pendant les reprises «sans crédit» antérieures, on peut s'attendre à une longue période d'investissement faible.

### Est-il utile de maintenir bas les taux d'intérêt?

Il est probable que, quel que soit le taux d'intérêt, la demande intérieure privée des États-Unis restera faible pendant longtemps, plus faible qu'elle ne l'était avant la crise. Je dis bien «quel que soit le taux d'intérêt», ce qui peut inciter à un certain optimisme. Le taux d'intérêt «sans risque» à court terme est plus bas aujourd'hui qu'il ne l'était pendant les années antérieures à la crise. Sur les trois années qui ont précédé la crise, le taux nominal moyen des bons du Trésor américain a été de 4 %, tandis que le taux d'inflation moyen a été de 3 %, d'où un taux réel, c'est-à-dire compte tenu de l'inflation, de 1 %. Aujourd'hui, le taux des bons du Trésor est à peu près égal à zéro alors que les anticipations inflationnistes semblent ancrées autour de 2 %, ce qui implique un taux réel d'environ -2 %, autrement dit 3 points de moins qu'avant la crise. La Réserve fédérale peut, si cela est nécessaire, laisser son taux directeur (le taux des *federal funds*) à zéro et, comme les anticipations inflationnistes ont plus de chances d'augmenter que de diminuer, les taux d'intérêt réels vont sans doute rester négatifs. Une vieille règle empirique veut que, une baisse de 1 point du taux d'intérêt réel entraîne, si elle est jugée relativement durable, une augmentation d'à peu près 1 point de la demande globale. Dès lors, une diminution de 3 points du taux réel semblerait suffisante pour compenser la prudence des consommateurs et des entreprises et soutenir la reprise.

Mais cela n'est pas garanti. Ce qui détermine la demande, c'est le taux auquel les consommateurs et les entreprises peuvent emprunter, et non le taux directeur lui-même. Or, on l'a bien vu pendant la crise, le taux auquel les consommateurs et les entreprises empruntent est souvent très supérieur au taux directeur. À titre d'exemple, les primes de risque des obligations américaines notées BBB sont près de 3 points plus élevées qu'avant la crise. Il se pourrait fort que l'une des traces persistantes laissées par la crise actuelle soit une tendance à surévaluer les risques. (La dépression consécutive à la crise de 1929 a entraîné une forte hausse de la prime de risque sur les actions, qui a perduré pendant la plus grande partie des quarante années qui ont suivi. Mais cette dépression a duré longtemps et il semble peu probable que la crise actuelle ait le même impact psychologique.) Une hausse des primes de risque pourrait donc neutraliser, en partie au moins, la baisse des taux directeurs. Les autorités américaines ne peuvent pas compter uniquement sur des taux d'intérêt faibles pour soutenir durablement la reprise de l'économie.

### L'Asie à la rescoussse?

Pour que les États-Unis puissent connaître une reprise économique en s'affranchissant peu à peu des mesures de relance budgétaire alors que la demande intérieure privée est faible, il faut que leurs exportations nettes augmentent. Autrement dit, ils doivent réduire leur déficit courant. Il s'ensuit que le reste du monde, dont l'excédent courant est actuellement très élevé, doit s'employer à le diminuer. Où cette diminution doit-elle avoir lieu?

Naturellement, les regards se tournent d'abord vers les pays fortement excédentaires, parmi lesquels figurent en bonne place des pays d'Asie et, tout particulièrement, la Chine. Du point de vue des États-Unis, une baisse de l'excédent courant chinois aiderait à accroître la demande et à soutenir la reprise, ce qui aurait pour effet d'augmenter les exportations américaines et contribuerait ainsi à la reprise économique mondiale.

Pourquoi la Chine accepterait-elle de se prêter à ce jeu? Parce qu'elle pourrait fort bien y trouver son compte : la Chine suit un modèle de croissance tirée par les exportations qui repose sur un taux d'épargne élevé, d'où une demande intérieure faible, et sur un taux de change bas, qui favorise une forte demande extérieure. Ce modèle a largement fait ses preuves, mais il aboutit à l'accumulation d'une énorme quantité de réserves et les pressions s'accentuent en faveur d'une augmentation de la consommation. Le taux d'épargne élevé tient à trois facteurs : l'absence d'assurance sociale, qui amène les ménages à économiser beaucoup par mesure de précaution, l'accès limité des ménages au crédit et les problèmes de gouvernance au sein des entreprises, qui conduit celles-ci à conserver une trop grande proportion de leurs bénéfices. Le développement de l'assurance sociale, un meilleur accès au crédit pour les ménages et l'amélioration de la gouvernance dans les entreprises sont autant d'objectifs qui, outre qu'ils sont souhaitables en tant que tels, contribueront à faire diminuer le taux d'épargne et augmenter la demande intérieure. Si l'expansion de la demande se heurte à des contraintes du côté de l'offre, le surcroît de demande intérieure devra être compensé en partie par une diminution de la demande extérieure, ce qui suppose une appréciation du renminbi, au moins en termes réels. L'augmentation de la demande chinoise d'importations et l'appréciation du renminbi auront pour effet d'accroître les exportations nettes des États-Unis.

D'autres pays émergents d'Asie accumulent aussi des excédents courants considérables. Ils le font pour diverses raisons : certains veulent se constituer des réserves à titre d'assurance, d'autres ont opté pour une stratégie de croissance tirée par les exportations qui, accessoirement, influe sur le compte courant et l'accumulation de réserves. Beaucoup de ces pays pourraient réduire leur épargne, publique et privée (comme le montre la baisse très prononcée de l'épargne des ménages coréens depuis les années 90) et laisser leur monnaie s'apprécier. Cela entraînerait une reconfiguration de la demande au profit de la demande intérieure et une réduction de leur excédent courant.

Mais ils ont moins de raisons que la Chine de s'engager dans cette voie. Il s'est avéré très utile de disposer d'abondantes réserves pendant la crise. Certes, les lignes de crédit réciproque des banques centrales et les lignes de crédit multilatérales — telles que la «ligne de crédit modulable» créée par le FMI durant la crise — peuvent réduire le besoin de réserves. Mais ces lignes de crédit ne sont pas forcément renouvelables et n'offrent donc pas tout à fait le même degré de sécurité que les réserves. (Il serait aussi hautement souhaitable à long terme de prévoir des arrangements permettant de réduire sensiblement l'accumulation de réserves, ce qui contribuerait en outre à soutenir la reprise à court et moyen terme.) Ainsi, les pays qui ont adopté un modèle de croissance reposant sur les exportations pourraient revoir leur politique et donner une plus large place à la demande intérieure, mais tout progrès dans ce sens sera sans doute lent.

Un calcul approximatif permet de se faire une idée des grandeurs en jeu. Le PIB global des pays émergents d'Asie est équivalant à environ 50 % du PIB des États-Unis (et l'on prévoit que ce rapport passera à 70 % d'ici à 2014). Ainsi, si les pays émergents d'Asie effectuaient la totalité de leurs échanges commerciaux avec les États-Unis, ils devraient réduire leur solde extérieur courant de l'équivalent de 4 % du PIB pour améliorer le compte courant des États-Unis de, disons, 2 % du PIB (ce qui représente une baisse de 3 % du ratio consommation/PIB moins l'augmentation de 1 % de la demande américaine induite par la baisse des taux d'intérêt réels). Étant donné que les pays émergents d'Asie n'ont pas que les États-Unis comme partenaire commercial, l'ajustement devrait probablement être encore plus prononcé. Il est donc légitime de se demander si d'autres pays devraient jouer un rôle et sont en mesure de le faire.

### Quel rôle pour les pays non asiatiques?

Plusieurs autres pays, dont certains pays avancés, ont aussi des comptes courants excédentaires. Ainsi, l'excédent de l'Allemagne pour 2008 est égal à la moitié de celui de la Chine (même s'il est en diminution rapide); celui du Japon en représente le tiers.

L'Allemagne, par exemple, devrait-elle réduire son excédent? Elle ne peut pas suivre la même démarche que la Chine (appréciation de la monnaie accompagnée d'une diminution de l'épargne). En effet, en raison de son appartenance à la zone euro, l'Allemagne ne peut pas opérer toute seule une appréciation de sa monnaie. Du côté de la demande, elle se heurte dans une large mesure au même problème que les États-Unis : sa marge de manœuvre budgétaire est limitée et il est difficile de dire s'il est souhaitable ou faisable d'amener le consommateur allemand à épargner moins. L'Allemagne pourrait cependant rehausser la productivité dans le secteur des biens non échangeables, ce qui serait dans son propre intérêt. À terme, cela aboutirait à une réorientation de la demande au profit des biens non échangeables et réduirait l'excédent courant. Le même argument vaut pour le Japon. Mais, comme les réformes de cette nature sont politiquement délicates et qu'elles mettent du temps à produire leurs effets, le processus sera sans doute très lent — trop lent pour soutenir la reprise de façon appréciable au cours des prochaines années. Par conséquent, pour que le rééquilibrage s'opère à bref délai, il faudra qu'il vienne essentiellement d'Asie, sous forme d'une diminution de l'épargne et d'une appréciation des monnaies asiatiques vis-à-vis du dollar.

### Et si le rééquilibrage n'a pas lieu?

Ce tour du monde nous amène à tirer trois conclusions :

- Premièrement, la crise a probablement entraîné une baisse de la production potentielle. Il ne faut pas s'attendre à des taux de croissance très élevés pendant la reprise.
- Deuxièmement, pour que la reprise soit durable aux États-Unis et ailleurs, il faudra à terme un rééquilibrage des dépenses au profit des dépenses privées.
- Troisièmement, il est probable que, pour être durable, la reprise nécessitera une augmentation des exportations nettes des États-Unis et une diminution correspondante dans le reste du monde, essentiellement en Asie.

Ces trois conclusions sont discutables.

Du côté de l'offre, l'effet sur la production potentielle est très incertain. Après tout, même si l'expérience des crises passées incite plutôt au pessimisme, quelques pays ont traversé des crises bancaires sans que la production potentielle ne soit sensiblement diminuée (en revanche, d'autres pays ont subi un repli durable non seulement du niveau de leur PIB, mais aussi de son taux de croissance).

Du côté de la demande, la marge de manœuvre des pays avancés pourrait s'avérer plus grande que prévu, ce qui permettrait aux États-Unis de supporter des déficits pendant plus longtemps et de s'accommoder d'un endettement plus élevé qu'on ne le prévoit actuellement, sans que les marchés ne se préoccupent outre mesure de la viabilité de la dette. Dans ce cas, le rééquilibrage des dépenses publiques et privées pourrait se faire de façon plus progressive et laisser ainsi plus de temps pour parvenir à une nouvelle configuration de la demande mondiale. Il se pourrait aussi que la demande privée soit plus vigoureuse que prévu aux États-Unis : les consommateurs américains retrouveraient leurs vieilles habitudes et épargneraient moins. Cela aiderait à soutenir la reprise et éviterait d'avoir à ajuster fortement les exportations nettes, mais certains des problèmes à l'origine de la crise actuelle referaient leur apparition à plus long terme. Enfin, la crise pourrait déboucher sur un monde à deux vitesses, avec, par exemple, l'Asie qui retrouve un rythme de croissance soutenu tandis que les pays avancés restent empêtrés dans une reprise timide. Mais la crise, et les liens commerciaux serrés qui ont transformé un choc purement américain en une récession mondiale, laissent à penser que, si ce scénario est possible, il est peu probable.

Cela dit, même si l'on admet que ce double rééquilibrage est sans doute indispensable pour assurer la durabilité de la reprise, rien ne garantit qu'il se produise, au moins dans les proportions voulues. Par exemple, si l'Asie rechigne à réduire son excédent courant et les exportations nettes américaines ne s'améliorent pas de façon substantielle, la faiblesse de la demande privée pourrait se traduire par une reprise molle aux États-Unis. Il est probable que de fortes pressions politiques s'exerceraient alors en faveur d'une prolongation de la relance budgétaire jusqu'à ce que la demande privée se redresse.

Dans ce cas, on peut envisager divers scénarios : les pressions politiques pourraient être contenues, les mesures de relance budgétaire pourraient être retirées peu à peu et la reprise américaine serait alors très lente. On peut aussi imaginer que les déficits budgétaires durent trop longtemps, ce qui engendrerait des préoccupations quant à la viabilité de la dette, aux obligations d'État américaines et au dollar, et susciterait des sorties massives de capitaux. Le dollar pourrait se déprécier, mais de façon désordonnée, ce qui conduirait à une nouvelle période d'instabilité et de grande incertitude, qui pourrait à son tour faire dérailler la reprise.

Pour que la reprise naissante ne s'essouffle pas, il faudra probablement que de délicats rééquilibrages s'opèrent, tant à l'intérieur des pays qu'au plan international. Il sera sans doute tout aussi essentiel au cours des prochaines années qu'au pire moment de la crise de bien comprendre les enjeux et les dangers et de parvenir à un certain degré de coordination entre les pays. ■

Olivier Blanchard est Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI.

# Question de mode dans la finance mondiale

En matière de finance internationale,  
aucune vérité n'est éternelle



## DÉPASSÉ

- Le G-7
- L'hypothèse des extrêmes
- Les «manipulations monétaires»
- Le ciblage de l'inflation
- Le privilège exorbitant du dollar

## TENDANCE

- Le G-20
- Les régimes de change intermédiaires
- Les réserves
- La lutte contre les bulles d'actifs
- La multiplicité de monnaies de réserve

Jeffrey A. Frankel

DANS le domaine de l'économie monétaire internationale, les questions d'examen sont toujours les mêmes, seules les réponses changent, d'une décennie à l'autre. Je vais évoquer cinq concepts qui faisaient quasiment l'unanimité il y a peu et qui sont désormais dépassés, et j'en évoquerai cinq autres qui n'étaient pas à l'ordre du jour il y a quelques années et qui figurent à présent sur ma liste des concepts en vogue.

### 1 Dépassé : Le G-7 Tendance : Le G-20

**Dépassé : Le G-7** (Groupe des Sept) s'est réuni la première fois en France, en 1975, pour ratifier l'adoption *de facto* du flottement des changes après la fin du système de Bretton Woods. En 1985, les ministres des finances du G-7 ont signé les accords du Plaza pour faire redescendre le dollar, qui s'était envolé à des hauteurs stratosphériques. En 1987, ce sont les accords du Louvre qui ont permis d'enrayer sa dépréciation. Le G-7, composé de l'Allemagne, du Canada, des États-Unis, de la France, de l'Italie, du Japon et du Royaume-Uni, était alors le principal groupe de pilotage du système monétaire mondial. Mais il a ensuite connu une croissance anachronique : l'arrivée de la Russie, en 1997, qui l'a transformé en G-8, était insuffisante et trop tardive. L'absence de la Chine et

d'autres grandes économies en développement ou émergentes en a fait une instance obsolète. Quels résultats peuvent bien espérer les ministres des finances lorsqu'ils traitent d'une monnaie qui n'est même pas représentée à la table des discussions?

**Tendance : Le G-20** est le G-7 augmenté de 12 grandes économies (Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Chine, Corée du Sud, Inde, Indonésie, Mexique, Russie et Turquie) et de l'Union européenne. Le G-20, qui s'est réuni à Londres en avril 2009, a quelques beaux succès à son actif et un certain nombre d'échecs. Quoi qu'il en soit, il a marqué un tournant dans la mesure où, plus que le G-8, il débouche sur des décisions importantes et permet enfin aux pays émergents d'être représentés.

### 2 Dépassée : L'hypothèse des extrêmes Tendance : Les régimes de change intermédiaires

**Dépassée : L'hypothèse des extrêmes** selon laquelle les pays optaient ou devaient opter pour l'un des deux extrêmes en matière de régime de change : soit la flexibilité à part entière, soit des engagements institutionnels stricts en faveur de taux fixes (caisses d'émission, dollarisation, unions monétaires, etc.). Pour les tenants de cette hypothèse, plus aucune formule médiane ne semblait viable.

Cette hypothèse a vu le jour (Eichengreen, 1994) en marge de la crise qui a frappé le Mécanisme de change européen (MCE) en 1992–93. Le MCE permettait aux taux de change des monnaies européennes de fluctuer dans une bande étroite. Néanmoins, les tensions ont contraint l'Italie, le Royaume-Uni et d'autres économies à dévaluer leur monnaie ou à sortir du système. Le franc n'a dû son maintien qu'à l'élargissement de la bande de fluctuation. C'est apparemment vers 1998–99, quand le passage de bandes élargies à une union monétaire en bonne et due forme s'est révélé positif, que de nombreux observateurs ont conclu à l'absence de juste milieu entre flottement et fixité. Après les crises est-asiatiques de la période 1997–98, l'hypothèse s'est également appliquée aux économies émergentes. Dans un contexte marqué par la volonté de «réformer l'architecture financière» pour réduire la fréquence et la gravité des crises ultérieures, l'alternative «fixe ou flottant» est vite devenue la nouvelle sagesse populaire (Obstfeld and Rogoff, 1995; Summers, 1999; Meltzer, 2000).

Lennui est que sa validité n'a jamais été réellement démontrée, ni par l'expérience ni par la théorie. En 2001, l'échec du plan de convertibilité argentin, qui liait strictement le peso au dollar, a sonné le début de la fin. Aujourd'hui, il est clair que la majorité des pays se situent toujours dans une vaste zone comprise entre le flottement pur et l'arrimage institutionnel, et l'on entend rarement dire que les régimes intermédiaires sont, de manière générale, un mauvais choix.

**Tendance : Les régimes de change intermédiaires.** L'hypothèse des extrêmes étant passée de mode, les régimes intermédiaires sont donc en vogue. Ces régimes incluent les zones-objectifs (bandes de fluctuation), les parités mobiles, le rattachement à un panier, les parités ajustables et diverses combinaisons de ces formules. Selon le FMI, plus de la moitié de ses membres ont un régime de change situé quelque part entre le flottement pur et l'ancre fixe. Les économistes qui, comme Frankel et Wei (2008), tentent de classifier les régimes effectivement appliqués — parfois différents des régimes déclarés — constatent généralement que les régimes intermédiaires sont même encore plus répandus.

### 3 Dépassées : Les «manipulations monétaires»

#### Tendance : Les réserves

**Dépassées : Les «manipulations monétaires».** Depuis 2007, le FMI est censé surveiller les taux de change de ses membres, ce que les États-Unis ont interprété comme un feu vert pour dire à la Chine que sa monnaie était sous-évaluée. La manipulation des changes à des fins déloyales existe en droit américain depuis vingt ans et, malgré sa connotation protectionniste, depuis plus longtemps encore dans les Statuts du FMI. En pratique, les pays affichant des excédents ne se sont presque jamais vus contraints de réévaluer leur monnaie, à la différence des pays déficitaires qui eux ont été pressés de dévaluer. D'aucuns diraient qu'il est temps de corriger l'asymétrie (Goldstein and Lardy, 2009). Pour ma part, j'estime qu'il est temps d'admettre deux réalités : d'abord, il est normalement impossible de mesurer de manière fiable la valeur exacte d'une monnaie, et encore moins sa «juste» valeur; ensuite, le rapport de force est et sera toujours plus favorable aux créanciers qu'aux débiteurs. Il est temps de renoncer à l'argument des manipulations déloyales.

Le législateur américain a jugé que le renminbi était sous-évalué et qu'un assouplissement du régime de change chinois aurait des effets positifs. Ce sont là deux propositions raisonnables. Mais les responsables politiques ont surestimé leur importance. Les demandes constantes pour que les autorités chinoises cessent d'intervenir sur le marché des changes pour maintenir la parité du renminbi par rapport au dollar risquent de faire plus de tort que de bien.

En 2007, la Chine est allée plus loin qu'on ne le lui demandait, en abandonnant l'arrimage au dollar, ce qui a eu pour effet d'augmenter le poids de l'euro. Cependant, au printemps 2008, elle a tourné le dos à sa politique de 2007 pour revenir à un objectif en dollars. Cette volte-face de la Chine était à l'évidence une réponse à ses exportateurs, qui se plaignaient d'avoir perdu en compétitivité en 2007, quand l'euro s'était apprécié face au dollar. Le retournement devait soutenir la compétitivité des exportations chinoises au détriment des États-Unis. Or l'euro, contre toute attente, s'est déprécié vis-à-vis du dollar. Si la Chine s'en était tenue à sa politique de 2007 au lieu de se réarrimer au dollar, le

## «Il est temps de renoncer à l'argument des manipulations déloyales.»

renminbi vaudrait moins, et non davantage, qu'aujourd'hui et les producteurs de biens libellés en dollars seraient dans une situation de concurrence plus défavorable.

Néanmoins, la question fondamentale est à plus long terme. Les États-Unis dépendent de la Chine pour le financement de leurs déficits. Bien que le déficit courant américain ait diminué de moitié, la dette intérieure continue de progresser à un rythme inquiétant. Si la Chine et d'autres pays asiatiques exportateurs de produits de base cessaient d'acheter des bons du Trésor américain, la valeur du dollar chuterait fortement, tandis que les taux d'intérêt américains bondiraient. Le Congrès américain devrait donc faire attention à ce qu'il exige, parce qu'il pourrait l'obtenir.

**Tendance : Les réserves.** Si intervenir pour atténuer l'appréciation d'une monnaie n'est plus un péché, constituer des réserves devient donc un acte vertueux.

Le nombre de régimes de flottement et de flottement dirigé n'a cessé d'augmenter depuis 1973. Pour de nombreux marchés émergents, l'assouplissement du régime de change a été une réponse aux crises monétaires de 1994–2001.

Théoriquement, les pays où les changes sont flottants n'ont pas besoin de constituer de réserves et encore moins de s'en servir. Pourtant, les économies en développement et émergentes ont profité de la phase d'expansion de 2003–07 pour accumuler des réserves d'un montant record. Au lieu de choisir entre un assouplissement du régime de change et une augmentation de leurs réserves, elles ont opté pour *les deux*. Les économistes occidentaux ont délivré des messages aux accents persuasifs, suggérant que les réserves étaient souvent très supérieures aux besoins (2.000 milliards de dollars EU pour la Chine, par exemple). Ils ont souligné que l'essentiel des réserves était constitué de bons du Trésor américain à faible rendement (Summers, 2006; Jeanne, 2007).

Mais peut-être les pays à marché émergent connaissaient-ils mieux leur affaire que les économistes? Les réserves en devises qu'ils

avaient accumulées leur ont fourni une autoassurance pendant la crise financière mondiale. Les pays ayant constitué des réserves de précaution ont réussi à éviter d'importantes dépréciations pendant la «panique de 2008» (Obstfeld, Shambaugh, and Taylor, 2009).

## 4 Dépassé : Le ciblage de l'inflation

### Tendance : La lutte contre les bulles d'actifs

**Dépassé : Le ciblage de l'inflation.** La dernière décennie a été celle du ciblage de l'inflation (Svensson, 1995; Bernanke *et al.*, 1999). *Stricte sensu*, le ciblage contraint les banques centrales à respecter un taux de référence annuel d'inflation, toujours mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC), et à être jugées sur leur capacité à s'y tenir. Le ciblage «flexible» leur permet de se fixer des cibles tant en termes de production que d'inflation (fameuse règle de Taylor). L'orthodoxie voudrait que les banques centrales ne se soucient quasiment pas du prix des actifs, du taux de change ou des prix à l'exportation tant qu'ils ne sont pas des signes avant-coureurs d'inflation.

Je pense que le ciblage de l'inflation, tout au moins dans l'acception étroite du terme, a plus ou moins fait son temps.

Premièrement, il est probable que l'injonction d'ignorer le taux de change ne peut être suivie par personne, sinon par une poignée de partisans zélés du flottement. La plupart des pays déclarant laisser flotter leurs changes ne le font pas. Au contraire, ils ont la «phobie du flottement» et ressentent le besoin d'intervenir pour modérer les variations de la demande de monnaie nationale (Calvo and Reinhart, 2002).

Deuxièmement, il y a la question des prix des actifs, un aspect très important pour les principales économies avancées. Il y a une dizaine d'années, la plupart des économistes monétaires

**«La politique consistant à secourir les marchés après leur effondrement a engendré un problème d'aléa moral qui a aggravé les bulles.»**

étaient d'accord avec la doctrine de l'ex-président de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan, qui affirmait qu'il était vain de vouloir identifier et crever les bulles spéculatives boursières ou immobilières et qu'il suffisait de diminuer les taux d'intérêt après leur éclatement pour protéger l'économie. Depuis, vu les récents événements, ils ont changé d'avis.

Troisièmement, choisir l'IPC comme indice de référence a des effets inutilement déstabilisants sur la comptabilité internationale des pays qui subissent des chocs commerciaux importants. L'utilisation d'une autre mesure, par exemple l'indice des prix à la production ou à l'exportation, permettrait de mieux s'adapter à de fortes fluctuations des termes de l'échange (Frankel, 2005).

**Tendance : La Lutte contre les bulles d'actifs.** Pendant 30 ans, la surexpansion monétaire a été associée à une inflation incontrôlée, finissant par nécessiter une contraction monétaire

et, généralement, une récession pour que les prix se stabilisent. Ceci était vrai pour les récessions de 1974, 1980, 1981–82 et 1990–91. Néanmoins, l'histoire du XX<sup>e</sup> siècle est pleine d'épisodes d'euphorie spéculative qui ont débouché sur des krachs dévastateurs et durant lesquels la politique monétaire s'est révélée *a posteriori* trop peu restrictive, *et ce sans que jamais l'inflation ne se profile*. Cette logique est parfaitement illustrée par le boom de l'immobilier en Floride et l'emballement boursier à New York dans les années 20, et la crise de 1929 qui a suivi, par les bulles immobilières et boursières observées au Japon en 1986–89, qui ont abouti à une décennie de stagnation, par l'Asie des années 90, où la crise avait été précédée d'une phase de surchauffe, ou encore par l'expérience américaine des dix dernières années. (Borio, 2005, l'a mis en lumière *avant* la survenue de la crise financière de 2007.)

Quatre contre-arguments peuvent être opposés à la doctrine de Greenspan. Premièrement, il n'est pas plus difficile d'identifier des bulles que d'identifier des tensions inflationnistes dix-huit mois à l'avance. Deuxièmement, les autorités monétaires disposent d'outils pour percer les bulles spéculatives. Troisièmement, la politique consistant à secourir les marchés après leur effondrement a engendré un problème d'aléa moral qui a aggravé les bulles. Quatrièmement, comme l'expérience nous l'a appris récemment, le coût du manque à produire peut être considérable même si la banque centrale relâche fortement sa politique.

## 5 Dépassé : Le privilège exorbitant du dollar

### Tendance : La multiplicité de monnaies de réserve

**Dépassé : Le privilège exorbitant du dollar.** Le déficit courant des États-Unis est-il viable sans une dépréciation majeure du billet vert? Les États-Unis vont-ils continuer à jouir du privilège exceptionnel d'emprunter des montants quasiment illimités dans leur propre monnaie? Le cas échéant, ce privilège mérite-t-il d'être qualifié d'exorbitant, c'est-à-dire de privilège exclusivement lié au poids de l'économie américaine et à l'histoire plutôt qu'à un comportement vertueux se caractérisant par une maîtrise budgétaire et une stabilité des prix et des taux de change? Depuis 1980, les États-Unis ont contracté une dette de 10.000 milliards de dollars. Entre janvier 1973 et mai 2009, le dollar a reculé de 30 % par rapport à l'indice des principales monnaies de la Réserve fédérale. Les États-Unis ne semblent pas avoir conservé leur privilège au prix de leur discipline macroéconomique.

Certains considèrent que l'économie américaine conserve ce privilège parce qu'elle exploite son avantage comparatif en fournissant des actifs de premier rang au reste du monde (Caballero, Farhi, and Gourinchas, 2008; Forbes, 2008; Gourinchas and Rey, 2007; Ju and Wei, 2008; Mendoza, Quadrini, and Rios-Rull, 2007).

Dans ce cas, la cause fondamentale des déséquilibres courants est un engorgement de l'épargne en Asie et dans d'autres pays en quête de bons placements. Mais ce raisonnement pourrait ne pas résister face à la médiocre qualité des avoirs américains, brusquement révélée en 2007, et à la perte de crédibilité des institutions financières américaines provoquée par la crise qui a suivi.

Bien que les arguments plus «exotiques» concernant la qualité irréprochable des actifs américains privés aient été mis à mal,

L'idée fondamentale que les États-Unis détiennent un privilège exorbitant reste vivace : le dollar est LA devise de réserve mondiale simplement en raison de la taille et de l'histoire des États-Unis. La question qui se pose dès lors est de savoir si le rôle unique joué par le dollar est éternel, ou si une succession suffisamment longue de déficits et de dépréciations pourrait pousser les investisseurs à aller voir ailleurs (voir «L'avenir des monnaies de réserve»).

**Tendance : La multiplicité de monnaies de réserve.** Le dollar a-t-il des concurrents sérieux? Les deux candidats putatifs des années 70 et 80, le yen et le deutsche mark, n'avaient qu'un poids limité. L'euro, en revanche, est une option plausible. Il existe également des avoirs de réserve nouveaux ou remis au goût du jour, comme les droits de tirage spéciaux (DTS) du FMI. Le plus probable est que l'on s'achemine vers un système à plusieurs monnaies de réserve plutôt que vers un système reposant presque exclusivement sur le dollar.

Comment s'acquiert le statut de monnaie de réserve? Les facteurs déterminants sont la taille de l'économie, la profondeur des marchés financiers, le taux de rendement et l'inertie de l'histoire. L'euroland est à peu près de la taille des États-Unis. Pour la première fois, une crise a remis en question la crédibilité des marchés financiers américains réputés illimités, profonds et fiables. De plus, tant le niveau que la volatilité du taux de change du dollar ont montré qu'il n'était guère apte à garder une valeur stable dans le temps.

L'époque actuelle rappelle effectivement celle du système de Bretton Woods, dans les années 60 : les banques centrales étrangères achètent les excédents de dollars pour empêcher leurs propres monnaies de s'apprécier. Mais nous sommes plus proches de la fin que du début. Les conditions sont comparables à celles de 1971, quand les politiques monétaire et budgétaire expansionnistes des États-Unis avaient provoqué une détérioration de la balance commerciale et de la balance des paiements globale qui avait entraîné l'effondrement du système. Aujourd'hui, il n'y a aucune raison de s'attendre à une issue différente. Les États-Unis ne pourront pas forcément compter sur un soutien de leurs créanciers étrangers.

Le choix des monnaies de réserve évolue lentement, mais un point d'infexion finit toujours par être atteint. L'épisode historique qui se rapproche le plus du contexte actuel est celui où la livre sterling a été détrônée par le dollar, entre 1931 et 1945. Menzie Chinn et moi-même (2008) avons calculé que le point d'infexion à partir duquel l'euro doublera le dollar pourrait être atteint en 2022. Néanmoins, cette simulation avec deux monnaies ne doit pas être prise trop au pied de la lettre : l'ère de la domination unipolaire par le dollar risque plus vraisemblablement d'être suivie par un système à plusieurs monnaies de réserve.

Cette année, outre l'euro, de nouveaux avoirs de réserve internationaux ont fait leur apparition dans les portefeuilles des banques centrales. Tout d'abord, les DTS. Nés à la fin des années 60, ils avaient été prescrits, mais trop tard, pour stopper la détérioration



## 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)**

rapide de l'état de santé du patient Bretton Woods. Les émissions du début des années 70 ont entériné leur statut d'instruments de réserve internationaux, mais les quantités étaient bien trop faibles pour compter vraiment. À la fin des années 90, cette unité avait pratiquement disparu du système monétaire mondial (Eichengreen et Frankel, 1996).

Les DTS ont étonnamment ressuscité à la réunion du G-20 qui s'est tenue en avril dernier, lorsque les dirigeants ont décidé non seulement de tripler la taille du FMI, mais également de procéder à une nouvelle allocation générale de DTS pour la première fois depuis des années. Là dessus, la Chine a proposé de substituer les DTS aux dollars comme monnaie internationale. Comme aucune grande région ni aucun grand pays n'utilisent les DTS comme monnaie nationale, ils n'ont guère de chance de rivaliser avec l'euro ou le yen, sans parler du dollar. Toutefois, il paraît probable que les DTS figureront désormais sur la liste des sérieux candidats à un système de monnaies de réserve multiples, surtout si le FMI approuve l'idée de créer un «compte de substitution» permettant à ses membres d'échanger une partie de leurs dollars contre des DTS.

Deuxièmement, après des décennies pendant lesquelles la détention d'innombrables piles de lingots poussiéreux destinés à

être progressivement écoulés par les banques était communément considérée comme anachronique, le métal jaune revient lui aussi à la mode. On a appris cette année que la Banque populaire de Chine avait fortement augmenté ses stocks d'or au lieu de continuer à accroître sans fin ses réserves en dollars.

Troisièmement, le yen a commencé à acquérir le statut de monnaie refuge.

Enfin, il faut citer le renminbi. Même s'il fallait pour cela développer et ouvrir beaucoup plus les marchés financiers chinois, le renminbi pourrait devenir une monnaie internationale d'ici dix ans, voire l'une des plus importantes dans trente ans. Mais elle ne serait qu'une des nombreuses monnaies du système, aux côtés du dollar, de l'euro, du yen, de la livre sterling, du franc suisse, des DTS, voire de l'or.

Un système fonctionnant avec plusieurs monnaies de réserve est inefficace, au même titre qu'une économie de troc est inefficace. Mais l'existence de monnaies concurrentes protège le reste du monde contre une économie qui se sert de sa position dominante pour contracter une dette excessive en espérant s'en remettre à l'inflation ou à la dépréciation pour qu'elle diminue. ■

*Jeffrey Frankel est titulaire de la chaire Harpel à l'université Harvard.*

#### Bibliographie :

- Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin, and A. Posen, 1999, Inflation Targeting: Lessons from the International Experience (*Princeton, New Jersey: Princeton University Press*).
- Borio, Claudio, 2005, “Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?” *National Institute Economic Review*, Vol. 192, No. 1, p. 84–101.
- Caballero, R., E. Farhi, and P. Gourinchas, 2008, “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates,” *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, p. 358–93.
- Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart, 2002, “Fear of Floating,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, p. 379–408.
- Chinn, Menzie, 2005, “Getting Serious About the Twin Deficits,” *Council Special Report No. 10* (New York: Council on Foreign Relations).
- , and Jeffrey Frankel, 2008, “Why the Euro Will Rival the Dollar,” *International Finance*, Vol. 11, No. 1, p. 49–73.
- Eichengreen, Barry, 1994, International Monetary Arrangements for the 21st Century (*Washington: Brookings Institution*).
- , and Jeffrey Frankel, 1996, “The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System,” in *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*, ed. by M. Mussa, J. Boughton, and P. Isard (*Washington: International Monetary Fund*).
- Forbes, Kristin, 2008, “Why Do Foreigners Invest in the United States?” *NBER Working Paper 13908* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Frankel, Jeffrey, 2005, “Peg the Export Price Index: A Proposed Monetary Regime for Small Countries,” *Journal of Policy Modeling*, Vol. 27, No. 4, p. 495–508.
- , and Shang-Jin Wei, 2008, “Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of The Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights,” *IMF Staff Papers*, Vol. 55, p. 384–416.
- Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy, 2009, *The Future of China’s Exchange Rate Policy* (*Washington: Peterson Institute for International Economics*).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, 2007, “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege,” in *G7 Current Account Imbalances*, ed. by R. Clarida (*Chicago: University of Chicago Press*), p. 11–66.
- Jeanne, Olivier, 2007, “International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?” *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, *Brookings Institution*, p. 1–55.
- Ju, Jiandong, and Shang-Jin Wei, 2008, “When Is Quality of Financial System a Source of Comparative Advantage?” *NBER Working Paper 13984* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Meltzer, Allan, 2000, *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, Submitted to the U.S. Congress, March.
- Mendoza, E., V. Quadrini, and J. Rios-Rull, 2007, “Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances,” *NBER Working Paper 12909* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 1995, “The Mirage of Fixed Exchange Rates,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, p. 73–96.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh, and A. Taylor, 2009, “Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008,” *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, p. 480–86.
- Summers, Lawrence, 1999, *Testimony before the Senate Foreign Relations Subcommittee on International Economic Policy and Export/Trade Promotion*, January.
- , 2006, “Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation,” *L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India*, March 24.
- Svensson, Lars, 1995, “The Swedish Experience of an Inflation Target,” in *Inflation Targets*, ed. by L. Liederman and L. Svensson (London: Centre for Economic Policy Research).

# Rebâtir l'architecture

## Que faire pour renforcer la régulation et le contrôle financiers?

Andrew Crockett

**M**AINTENANT que la phase la plus dangereuse de la crise financière qui a débuté en 2007 semble passée, l'attention se tourne vers le renforcement du système financier. Les décideurs s'attachent à remédier aux déficiences de l'architecture financière qui ont contribué à l'éclatement de la crise.

La crise elle-même tient à de nombreux facteurs, dont l'importance relative sera longtemps débattue. Mais, quelles que soient ses causes, l'opinion publique s'attend à juste titre à une réforme du cadre réglementaire capable de prévenir une répétition des coûts économiques et humains de la crise.

Il est naturel, dans ces circonstances, de vouloir «davantage de régulation». Ce qu'il faut, toutefois, c'est une «meilleure régulation», un régime qui puisse détecter plus rapidement les vulnérabilités naissantes et évaluer les risques, et incite davantage à la prudence. Cela exigera, dans certains cas, plus de régulation et, dans d'autres, un usage mieux ciblé des pouvoirs que les autorités de contrôle détiennent déjà. Dans l'application des réformes, il importera toutefois de mettre en place un système financier non seulement stable, mais aussi efficace et novateur.

Nous pouvons classer les réformes en plusieurs catégories : celles qui influent sur la *couverture* institutionnelle de la régulation, celles qui modifient la *teneur* des règles, et celles qui changent la *structure* des organismes de surveillance.

### Élargir le champ de la régulation

La régulation a de tout temps couvert les trois piliers du système financier — banque, assurance et marché des valeurs. Pendant longtemps, il était facile de déterminer quelles institutions relevaient de quelle catégorie et, ensemble, les trois piliers recouvriraient pratiquement l'ensemble des activités d'intermédiation financière. Ces dernières années, toutefois, l'éventail des institutions qui interviennent dans le fonctionnement du système financier s'est élargi.

Cela a notamment été le cas avec l'apparition du modèle d'intermédiation du crédit de type titrisation ou octroi—cession («originate-to-distribute»). Le crédit passe de plus en plus par les marchés de capitaux, ce qui présente deux avantages : les emprunteurs disposent de sources plus profondes de liquidités et, en principe, les risques sont transférés aux entités les plus capables et désireuses de les porter. Mais pour que le modèle puisse fonctionner de façon sûre et efficace, plusieurs conditions rigoureuses doivent être remplies.

Les émetteurs du crédit doivent être incités à bien évaluer les risques de crédit. Les créateurs et distributeurs des produits de crédit titrisés doivent assurer une transparence suffisante. Et les détenteurs des titres doivent comprendre les propriétés des actifs qu'ils acquièrent. Autrement dit, un plus grand nombre d'acteurs sont essentiels au bon fonctionnement du système financier.

Les pools privés de capitaux, comme les fonds spéculatifs et ou les fonds de capital-investissement, se sont énormément développés. Les fonds communs de placement monétaire en sont venus à mobiliser et placer des montants de plus en plus élevés de fonds à court terme. Les banques d'investissement ont considérablement développé leur métier de négociation. Les émetteurs de crédits hypothécaires sont au centre de la création des actifs sous-jacents aux titres adossés à des créances immobilières.

En outre, les prestataires de services, comme les systèmes de compensation et de règlement, les agences de notation et les cabinets d'audit, jouent un rôle de plus en plus grand dans la distribution sûre et efficace du crédit. Pour ces raisons, la nouvelle architecture devra s'appuyer sur la surveillance d'un éventail d'acteurs bien plus large que par le passé.

### Repenser la régulation

Presque toutes les crises financières partent d'un double problème de qualité des crédits et de levier excessif. Les facteurs contribuant à ces problèmes diffèrent d'un épisode à l'autre, mais la prédominance de ces deux causes ne peut être contestée.

Une réforme durable de l'architecture réglementaire exige donc des techniques de contrôle capables de maîtriser les tendances à une mauvaise valorisation des risques de crédit et au recours excessif au levier financier. La mauvaise évaluation du risque de crédit relève de ce qu'il convient désormais d'appeler la procyclicité du système financier. En conjoncture faste, la sensibilité au risque s'émousse, le risque mesuré semble réduit et les atténuateurs de risque (tels que les garanties) se voient souvent accorder beaucoup plus de valeur qu'ils ne le méritent. Aussi accorde-t-on des crédits à des conditions qui ne tiennent pas compte des risques qui se manifestent lorsque la conjoncture se dégrade. Inversement, lorsque les temps sont durs, une prudence excessive prévaut, les récentes pertes encourues ont un effet négatif sur la mesure du risque, et la valeur des garanties chute. L'humeur n'est plus au crédit.

Dans toute réforme du système, il faudra mieux tenir compte des risques «sur l'ensemble du cycle» et limiter la tendance à la procyclicité. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire explore divers moyens d'y parvenir. La plupart d'entre eux mettent en jeu des mécanismes visant à encourager les banques à constituer des fonds propres additionnels quand les conditions de crédit sont bonnes de manière à ce que, lorsque la conjoncture change, elles puissent utiliser ces fonds pour résorber les pertes sans sombrer dans une logique destructrice de contraction du crédit.

Un levier excessif fait lui aussi partie intégrante de la procyclicité. Le levier et la transformation des échéances — par exemple l'utilisation de dépôts à court terme pour accorder des prêts à plus long terme — sont des sources majeures de valeur ajoutée

# financière

du système financier, mais encore faut-il assurer une gestion prudente des risques et détenir suffisamment de fonds propres. Les réformes devront insister davantage sur le financement prudent des portefeuilles d'actifs des banques.

Des niveaux plus élevés de fonds propres seront manifestement nécessaires, en particulier pour couvrir les risques des activités de négociation de valeurs. Mais l'obligation de fonds propres bancaires ne doit pas être utilisée de manière uniforme face aux risques systémiques. En effet, au-delà d'un certain point, cette obligation entraîne une augmentation des coûts et peut pousser l'intermédiation dans des circuits moins réglementés, où les risques peuvent s'avérer plus grands. L'augmentation des fonds propres doit aller de pair avec le souci d'une meilleure gestion des risques. Il faut notamment insister sur la gestion des risques de liquidité, peut-être étayée par des règles quantitatives de transformation des échéances.

## Redéployer les organismes de régulation

Le modèle classique qui prévoyait une instance de réglementation séparée pour les banques, les compagnies d'assurances et le marché des valeurs a été remis en question ces dernières années par l'avènement d'organismes de régulation intégrés — au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni, notamment — et par le modèle australien et hollandais à deux pôles dit «twin peaks», qui sépare le contrôle prudentiel de la réglementation des affaires et de la protection des consommateurs. La crise actuelle, toutefois, appelle une réévaluation plus fondamentale de la structure des fonctions de régulation. Lorsque celles-ci sont divisées, il faudra des mécanismes plus solides de coopération entre les différentes instances et, si les fonctions de régulation ne sont pas confiées à la banque centrale, avec l'autorité monétaire.

En outre, la nature mondiale du secteur financier et de la crise actuelle met en relief l'importance non seulement de structures de régulation nationales, mais aussi de bons mécanismes de coordination au niveau mondial.

Il est de plus en plus reconnu qu'il ne suffit pas, pour assurer la stabilité systémique, de veiller à ce que les institutions financières agissent chacune avec prudence. Le contrôle microprudentiel peut manquer de détecter les risques au niveau macroprudentiel. Ces risques peuvent se faire jour lorsqu'un choc a un impact sur toutes les institutions financières à la fois, ou lorsque les réactions à ce choc enclenchent une dynamique de marché déstabilisante.

L'exemple le plus évident est celui d'une institution qui, après un choc négatif sur son portefeuille, tente de se départir du risque en liquidant des actifs. La vente des actifs fait baisser les prix, d'où des pertes pour d'autres institutions, lesquelles cherchent à leur tour à se protéger en liquidant leurs avoirs. Une spirale de baisse des prix des actifs et de liquidation de portefeuilles est ainsi déclenchée.

Nombre de pays envisagent de créer un régulateur de risque systémique, qui serait chargé de la stabilité du système financier dans son ensemble. Il aurait pour fonctions de repérer les lacunes dans les structures réglementaires et de détecter les vulnérabilités naissantes dans les tendances financières. Qui devrait-il être? Le débat est loin d'être clos. Certains pensent à la banque centrale, vu son traditionnel souci de stabilité financière, sa prise directe sur les marchés et sa capacité, de par son bilan, d'agir comme prêteur de dernier recours dans une crise.

D'autres sont d'avis que cette option donnerait trop de pouvoir à une seule institution, ce qui risquerait d'accroître son degré de politisation. En outre, confier un tel rôle à la banque centrale reviendrait à renoncer à la perspective éclairée des autres régulateurs. Pourquoi alors ne pas confier le contrôle systémique à un conseil de régulateurs, peut-être doté de ses propres effectifs indépendants chargés d'évaluer les risques systémiques? Des solutions intermédiaires sont elles aussi possibles.

La coordination internationale est un aspect important de la structure réglementaire. La finance est de plus en plus internationale, avec ses marchés mondiaux et ses grandes institutions à vocation transfrontalière. Il est souhaitable de soumettre l'intermédiation financière à une régulation cohérente et de qualité dans toutes les grandes juridictions. Cela renforcerait le degré de sécurité, réduirait les possibilités d'arbitrage réglementaire, éviterait un contrôle coûteux et redondant et favoriserait une situation de concurrence égale.

Le moyen le plus facile d'y parvenir serait d'avoir une seule autorité financière mondiale, mais cela n'est pas une option réaliste pour l'avenir prévisible. Les fonctions de régulation sont affaire de souveraineté nationale, et ce sont de toute façon les gouvernements nationaux qui doivent prendre les décisions coûteuses lorsque l'une de leurs institutions privées est en difficulté. De ce fait, dans la pratique, la coordination de la régulation devra se faire par l'intermédiaire d'organismes internationaux comptant sur la compréhension et la pression morale. Il serait toutefois bon de conférer à ces institutions et groupements un plus grand pouvoir pour assurer l'application de leurs recommandations.

Les institutions clés sont le FMI, la Banque des règlements internationaux et le Conseil de stabilité financière, ainsi que les divers organismes de normalisation sectoriels (Comité de Bâle, Organisation internationale des commissions de valeurs, Association internationale des contrôleurs d'assurance et Conseil des normes comptables internationales). Pour autant que ces organismes puissent bénéficier du soutien de groupes suffisamment représentatifs (comme les dirigeants des nations du G-20), leurs recommandations et décisions auront un plus grand poids.

## S'orienter sur la bonne voie

Beaucoup peut être fait pour renforcer l'assise de la régulation et de la supervision financières afin d'accroître la stabilité du système tout en préservant sa contribution vitale au bon fonctionnement de l'économie dans son ensemble. Le débat en cours semble poser les bonnes questions et aller dans la bonne direction. Cependant, il sera important de soumettre les résultats proposés à un examen rigoureux pour éviter une issue regrettable ou le piège de la loi des conséquences inattendues. ■

*Andrew Crockett est Président de JPMorgan Chase International.*



# Cap sur demain

*Carlo Cottarelli et José Viñals*

**Les pays doivent commencer à élaborer des stratégies économiques pour accompagner la reprise**

**S**I L'ÉCONOMIE mondiale affiche des signes d'amélioration (le bout du tunnel est en vue), les perspectives restent très incertaines. Il serait certes prématuré de mettre fin aux mesures de riposte à la crise, mais, il est vital de commencer à élaborer une stratégie d'accompagnement de la reprise. On risquerait sinon de déstabiliser les anticipations et d'affaiblir l'impact des actuelles relances budgétaires et monétaires.

Les gouvernements et les banques centrales ont réagi au ralentissement de l'économie mondiale en prenant le relais des ménages et des entreprises, dont la demande s'effondrait, et en apportant un considérable soutien à diverses activités primordiales, dont le secteur financier. En conséquence, leurs bilans se sont gonflés, et leurs risques accrus.

Les politiques liées à la crise fragilisent les bilans des États et, qui plus est, la dette publique s'est envolée dans un contexte d'augmentation des dépenses de santé et de retraite pour une population vieillissante, surtout dans les pays avancés. Dans nombre de pays, l'alourdissement de la dette a anéanti les efforts déployés depuis plus de 10 ans pour renforcer le budget de

l'État dans la perspective de ce vieillissement. Il était sans doute vital d'assouplir la politique monétaire et d'adopter des mesures non orthodoxes pour prévenir l'effondrement du secteur financier, mais l'acquisition massive d'actifs à risques expose plusieurs banques centrales à des pertes et la nature quasi-budgétaire de certaines des mesures peut soumettre leur indépendance à des pressions politiques.

Quelle est alors la stratégie qui permettra d'accompagner la reprise? Il faut d'abord s'attaquer plus énergiquement aux problèmes budgétaires liés au vieillissement démographique, puis préserver, voire renforcer, la capacité des banques centrales à maîtriser l'inflation. Enfin, il faudra promouvoir une croissance forte et durable en remettant le secteur privé aux commandes du secteur financier et des autres secteurs afin de stimuler la concurrence et d'en tirer tous les avantages possibles en termes de productivité.

## Des problèmes budgétaires sans précédent

Trois facteurs contribuent à fragiliser gravement les finances publiques :

- la chute de l'activité et le ralentissement de la croissance des prochaines années par rapport aux projections d'avant la crise;
- les programmes de relance budgétaire;
- les interventions de l'État à l'appui du secteur financier.

Dans les pays avancés, le ratio dette/PIB devrait passer de 75 % en 2007 à 115 % en 2014, d'après les prévisions de juillet des *Perspectives de l'économie mondiale*. Le ratio d'endettement se situera autour de 90 % en 2014 dans les pays du G-7, sauf le Canada.

Ce gonflement de la dette publique est sans précédent en période de paix. De fortes hausses ont été observées dans les années 30, mais à partir de niveaux plus bas (par exemple, 20 % du PIB aux États-Unis en 1929). En outre, les tendances démographiques étaient alors favorables.

Cet endettement tient pour l'essentiel aux relances budgétaires (surtout le manque à percevoir fiscal dû à la récession et à l'effondrement des cours des actifs) et pour une part assez faible (6 % jusqu'à présent) aux opérations de soutien financier. Le «dénouement» de ces opérations ne peut donc résoudre purement et simplement le problème budgétaire.

### Risque de crise budgétaire

Si cette montée tendancielle de la dette reste sans réponse, on peut craindre que l'inflation n'entre en jeu pour la résorber ou que les défauts de paiement ne deviennent inévitables. Les taux d'intérêt augmenteraient, ce qui agraverait les difficultés budgétaires et finirait par étouffer la reprise, les échéances seraient raccourcies et des crises de refinancement pourraient éclater. Ces problèmes seraient particulièrement graves s'ils s'accompagnaient d'une perception de risque élevé de dépréciation de la monnaie.

À en juger par les prévisions consensuelles et les indicateurs d'anticipations tirées des obligations indexées sur l'inflation dans les grands pays avancés, l'inflation devrait demeurer faible durant la prochaine décennie. S'ils augmentent depuis quelques mois, les taux d'intérêt sur les effets publics n'en restent pas moins bas. Cependant, les marchés mettent souvent un certain temps à réagir et le font brutalement, de sorte que leur réponse modérée jusqu'à présent n'est pas nécessairement rassurante pour l'avenir.

Pour certains commentateurs, l'inflation, qui risque de s'accélérer si les banques centrales ne parviennent pas à comprimer leur bilan et à durcir la politique monétaire assez vite au début de la reprise, pourrait utilement réduire la dette. Toutefois, une forte inflation engendre de graves distorsions et peut être coûteuse à freiner. Du reste, une inflation à un seul chiffre n'entamerait guère la valeur réelle de la dette, surtout si les taux d'intérêt applicables au refinancement ultérieur de l'État augmentaient avec les anticipations inflationnistes. Bref, la stabilité des prix, sous la forme d'une inflation faible, est un bien public vital, qu'il importe de préserver pour soutenir une croissance durable.

### Une riposte résolue des banques centrales

Grâce à leurs concours, notamment de liquidités, les banques centrales ont empêché un effondrement du secteur financier et une déflation nocive. Elles ont nettement abaissé les taux directeurs et ont en outre allongé les échéances et élargi l'éventail des garanties et contreparties afin d'assurer un flux ordonné de monnaie centrale dans le système.

Elles se sont aussi livrées à diverses opérations sur actifs souvent non orthodoxes pour réagir à des taux d'intérêt à

court terme parfois proches de zéro et pour lutter contre les perturbations du marché. On a également constaté de la part des banques une forte hausse de la demande d'encaisses après la chute de Lehman Brothers (septembre 2008). Dans cette crise, *l'assouplissement quantitatif* et *l'assouplissement du crédit* ont consisté à acheter, respectivement, des titres publics pour

**«Il faudra promouvoir une croissance forte et durable en remettant le secteur privé aux commandes du secteur financier et des autres secteurs afin de stimuler la concurrence.»**

abaisser les taux d'intérêt à long terme et des actifs du secteur privé pour contrer l'élargissement des marges sur des marchés spécifiques (par exemple, en acquérant en dernier ressort sur un marché des billets de trésorerie moribond). Dans certains pays, l'effet conjugué de ces deux types d'assouplissement sur le bilan de la banque centrale a été très sensible. Par exemple, deux ans après le début de la crise, à la fin juin 2009, le bilan de la Fed avait plus que doublé et celui de la Banque d'Angleterre presque triplé, pour atteindre dans les deux cas quelque 15 % du PIB. Le bilan de l'eurosystème avait progressé de 50 % pour se situer à 20 % du PIB.

### Des problèmes atypiques de politique monétaire

Les banques centrales pourraient avoir à gérer le risque d'une poussée de tensions inflationnistes (issues de la demande intérieure, des cours des produits de base ou de l'impact des variations des taux de change) et des problèmes de stabilité financière en cas de faiblesse persistante de l'économie.

Le recours massif à des instruments non orthodoxes a compliqué la formulation et la communication des politiques. Normalement, seul le taux d'intérêt à court terme, en règle générale un taux interbancaire, est utilisé pour signaler une variation de la politique de la banque centrale. Cependant, à cause de ces opérations atypiques, il est plus difficile d'évaluer l'orientation générale de la politique monétaire. Cette difficulté risque de persister durant les premières phases de la reprise si les tensions inflationnistes resurgissent dans certains pays avant le rétablissement complet des marchés; certains de ces instruments continueraient d'être utilisés même si les taux d'intérêt augmentent.

Les banques centrales pourraient donc affronter de graves problèmes sur plusieurs fronts : il leur faut fixer le moment où inverser leur politique et l'étendue de cette inversion, décider de l'avenir de leur bilan, collaborer avec les autorités budgétaires et les autres banques centrales et communiquer leur stratégie au public. En outre, si la stabilité des prix reste l'objectif principal de leur politique monétaire, le rôle qu'elles doivent jouer au regard de la stabilité financière fait l'objet d'un débat capital.

### Le retour à la normale

À mesure que les économies repartiront, il sera important de revenir à la normale, en ce qui concerne aussi bien la dette publique et le bilan de la banque centrale que les responsa-

bilités institutionnelles. Pour réduire tout risque ultérieur de crise, il faudra procéder à un ajustement budgétaire ( assorti de réformes des retraites et des soins de santé) dès que la reprise sera bien engagée. Le dénouement des interventions des banques centrales, tout en compensant parallèlement les pertes subies par le budget de l'Etat, préservera leur capacité de maîtriser l'inflation.

### Une plus grande discipline budgétaire s'impose

L'ampleur de l'ajustement budgétaire des vingt prochaines années sera presque sans précédent, surtout pour les pays les plus endettés. Selon une étude du Département des finances publiques, les pays avancés les plus endettés (plus de 60 % du PIB en 2014) devraient maintenir un excédent primaire moyen (recettes moins dépenses avant paiement d'intérêts) de 4½ % à partir de 2014 pour ramener leur dette à 60 % du PIB d'ici à 2030 (Horton, Kumar, and Mauro, 2009).

L'ajustement budgétaire nécessitera une réforme des prestations de retraite et santé, principales sources de tensions en matière de dépenses au cours des prochaines décennies. La valeur actuelle nette des futures dépenses dues au vieillissement est plus de 10 fois celle du coût budgétaire de la crise. Dans ce domaine, des mesures sont indispensables, mais politiquement difficiles, et elles exigeront davantage de travaux techniques préparatoires. Un relèvement de l'âge de la retraite, par exemple, peut réduire sensiblement la valeur actuelle nette des dépenses publiques à venir sans compromettre l'impact de la relance budgétaire sur la demande globale.

L'ajustement devra aussi porter sur les *recettes* et les dépenses en général. À cause de leurs propres priorités et de la diversité de leurs situations, les pays feront des choix différents, mais il y aura des points communs. Côté dépenses, les mesures de relance ne peuvent se perpétuer; quant aux recettes, il faudra d'abord élargir la base d'imposition, mais il importera aussi, plus que jamais, de modifier la structure fiscale. À cet égard, les impôts correcteurs d'externalités (taxe carbone, par exemple) seront au rang des priorités. Pour renforcer l'ajustement, des dispositions institutionnelles (cadres financiers à moyen terme, lois de responsabilité financière, règles et conseils budgétaires) peuvent jouer un rôle utile selon la situation de chaque pays.

Il faut aussi veiller à récupérer dans de bonnes conditions la valeur des actifs achetés durant la crise. Les pays pourraient être amenés à choisir entre une vente rapide des actifs au secteur privé dès que les banques ou les sociétés acquises redéviennent bénéficiaires ou une approche plus graduelle qui, finalement, peut être plus rentable pour le budget de l'Etat.

La croissance doit être une priorité absolue vu sa contribution à l'allégement de la dette. Une hausse de 1 point de la croissance durant 10 ans (à dépenses constantes et à un taux d'imposition de 40 %) réduit la dette publique de 24 points du PIB. Enfin, si la croissance observée ces vingt dernières années se poursuit pendant la prochaine décennie, il suffirait que les budgets soient en équilibre (objectif certes ambitieux) pour ramener le ratio d'endettement de 100 à 60 % du PIB. Cependant, la croissance n'est nullement acquise pour la dizaine d'années à venir. À cause de la crise, la croissance potentielle pourrait être inférieure à celle des vingt dernières années; en outre, une évolution défavorable de la démographie peut aussi

freiner l'activité. Des réformes visant à renforcer la croissance potentielle sont donc indispensables.

Il faut toutefois souligner comme aspect positif que, quel que soit son point de départ, le ratio dette/PIB converge fondamenta-

**«L'aptitude des banques centrales à préserver la stabilité des prix sera capitale pour parvenir à la forte croissance souhaitable en soi, mais aussi nécessaire pour la viabilité de la dette.»**

lement vers un niveau qui est seulement fonction de la croissance et du ratio déficit/PIB. Ainsi, les efforts déployés pour stimuler la croissance et contenir le déficit peuvent être efficaces même si la dette est actuellement élevée.

### Les défis de la politique monétaire

L'aptitude des banques centrales à préserver la stabilité des prix sera capitale pour parvenir à la forte croissance souhaitable en soi, mais aussi nécessaire pour la viabilité de la dette. Une déflation aurait des effets dévastateurs et intensifierait la récession, mais des taux d'inflation supérieurs à ceux compatibles avec la stabilité des prix pourraient aussi pénaliser la croissance.

À court terme il est essentiel de stabiliser le secteur financier et l'économie réelle. Cependant, à mesure que la crise s'atténue, le grand nombre d'actifs à risques dans les bilans pourrait compromettre la capacité des banques centrales d'assurer la stabilité des prix :

- des réserves excédentaires élevées pourraient se traduire par une forte expansion du crédit et des tensions inflationnistes;
- il pourrait être difficile d'utiliser certains actifs pour gérer la politique monétaire et la liquidité;
- le recours à des instruments quantitatifs compliquerait l'évaluation de la politique monétaire;
- les pertes et les opérations quasi-budgétaires peuvent créer des pressions politiques compromettant l'indépendance des banques centrales.

### Éléments d'une stratégie

Les principaux volets d'une stratégie de sortie pour les banques centrales sont par ordre de priorité : limiter et dénouer les opérations non orthodoxes, restructurer les bilans, préparer des instruments pour durcir la politique monétaire et définir et communiquer les politiques afin de permettre d'ancrer les anticipations.

**Opérations non orthodoxes.** Certaines opérations, justifiées uniquement par la crise, seront dénouées à mesure que la situation financière se normalisera et la demande d'encaisses excédentaires diminuera automatiquement. D'autres positions bilancielles nécessiteront une gestion et une stratégie plus actives.

L'achat de titres d'Etat dans le cadre de l'assouplissement quantitatif visait à faire baisser les taux d'intérêt à long terme.

Une vente massive pourrait alourdir les coûts d'emprunt de l'État, aussi le calendrier de ces ventes est-il crucial. Les titres d'État pourraient servir à des opérations d'open market pour épouser des liquidités excédentaires, mais il n'est pas urgent de vendre, car il est normal pour une banque centrale de détenir des titres à long terme.

Les programmes d'assouplissement du crédit (achats d'actifs privés pour agir sur les marges de crédit) sont en général limités dans le temps. Comme pour l'assouplissement quantitatif, recourir de moins en moins aux grandes opérations de ce type peut signifier un resserrement de la politique monétaire. Là encore, le calendrier adopté doit partir d'une évaluation globale de la situation économique.

Les questions les plus difficiles soulevées par l'assouplissement du crédit résulteront de la détention par les banques centrales de titres privés souvent illiquides et d'une valeur incertaine. Ces actifs pourraient ne pas entrer dans des opérations normales d'open market et risquent donc d'entraver les efforts déployés pour drainer la liquidité lorsque les tensions inflationnistes réapparaîtront. En outre, ces actifs peuvent causer beaucoup de pertes aux banques centrales.

**Restructuration des bilans.** Les importantes positions d'actifs atypiques de certaines banques centrales présentent un double risque de marché et de crédit. Les pertes sur ces positions peuvent aboutir à une position en capital nette négative pour certaines banques centrales. Le risque de crédit, qu'il soit pris dans le cadre d'un assouplissement du crédit ou de garanties plus risquées, peut se concrétiser. Le risque de marché, principalement du fait de l'achat d'actifs à long terme à faible rendement, peut aboutir à une perte de valeur lorsque les taux d'intérêt augmentent.

La réaction de chaque banque centrale dépendra de la structure de son bilan. Si la position en capital est toujours positive et que les opérations fassent ressortir un bénéfice global, le bilan se renforcera à terme. Si les pertes au titre du crédit sont élevées, l'État devra transférer des fonds pour la recapitaliser. Une banque centrale financièrement fragile risque d'être davantage sensible aux pressions politiques et moins disposée à engager les mesures nécessaires, ce qui aurait de graves répercussions sur la stabilité des prix.

**Comment préparer le resserrement monétaire.** Les banques centrales doivent retrouver la maîtrise de la liquidité et rétablir le taux directeur à court terme comme principal instrument pour définir la politique monétaire, de façon à pouvoir la durcir le moment venu.

À mesure que l'économie sortira de la crise, il est possible que les banques détiennent encore des liquidités excédentaires importantes qu'il faut réabsorber pour contenir l'expansion du crédit et l'inflation. Pour ce faire, les banques centrales disposent d'une panoplie d'instruments : mises en pension (vente de titres d'État figurant dans leurs livres et qu'elles conviennent de racheter), émission d'effets et relèvement de la rémunération des réserves que les banques détiennent auprès d'elles.

Il importera de relever la rémunération des réserves, mais le recours à ce type de mécanisme permanent de dépôt ne doit pas fragiliser les incitations aux opérations interbancaires. Les banques centrales utilisent en général comme taux directeur le taux des prêts interbancaires, et donc une contraction du marché interbancaire modifierait la transmission des variations des

taux d'intérêt à l'ensemble de l'économie. Cela doit être pris en considération dans la définition de la politique monétaire.

Les banques centrales fortement engagées dans l'assouplissement du crédit détiennent peut-être encore des actifs à long terme non utilisables dans des opérations d'open market. Dans ce cas, elles doivent recourir aux dépôts à terme ou à l'émission de titres pour réabsorber la liquidité.

Enfin, il peut être important pour certaines banques centrales de durcir les règles en matière de garanties de façon à réduire les risques de pertes et à ne pas créer des distorsions sur le marché. Cela nécessitera une planification rigoureuse afin d'éviter les chocs brusques sur le marché.

## Communication

S'il est prématuré de durcir les politiques budgétaire et monétaire, il n'est pas trop tôt pour ancrer les anticipations en définissant et en communiquant la stratégie et les mesures envisagées pour assurer la solvabilité budgétaire. Il convient de faire comprendre aux marchés que les problèmes à long terme seront abordés et que la politique budgétaire sera durcie lorsque l'économie repartira. En outre, certaines mesures qui ne risquent nullement d'avoir un impact négatif sur la demande globale pourraient être engagées dès maintenant, comme les réformes institutionnelles visant à renforcer la transparence budgétaire et les cadres budgétaires à moyen terme (par exemple, engagement crédible à réduire le déficit budgétaire à moyen terme).

Les marchés réagiront aussi positivement aux mesures monétaires qui les rassureront sur la promesse de contenir l'inflation. Au début de la crise, ils avaient parfois du mal à saisir l'orientation de la politique monétaire, que pouvaient obscurcir les mesures exceptionnelles adoptées pour parvenir à la stabilité financière ou assouplir la liquidité. Pour éviter cette confusion à la sortie de crise, les banques centrales devront faire passer un message clair. Il sera vital d'établir une distinction entre l'orientation de la politique et les mesures prises pour l'appliquer. L'adoption de la même terminologie par les banques centrales devrait faciliter le processus.

## Le rôle capital de la coordination internationale

La concertation internationale est nécessaire pour assurer la cohérence des politiques budgétaire et monétaire des pays pendant la sortie de crise, en tirant parti de l'expérience acquise jusqu'à présent et en la poussant plus loin. Le début presque simultané de la crise dans les pays avancés a aidé à coordonner la mise en place de mesures sans précédent. Cependant, il se peut que les reprises soient moins bien synchronisées et qu'il soit donc plus difficile d'assurer la cohérence internationale des politiques macroéconomiques, la situation propre de chaque pays jouant un plus grand rôle dans les débats sur l'orientation de ses politiques. ■

*Carlo Cottarelli est Directeur du Département des finances publiques du FMI et José Viñals est Conseiller financier et Directeur du Département des marchés monétaires et de capitaux.*

### Bibliographie :

Horton, Mark, Manmohan Kumar, and Paolo Mauro, 2009, "The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor", IMF Staff Position Note 09/21 (Washington: International Monetary Fund).



# La croissance après la crise

Francesco Giavazzi

**Qui prendra le relais du consommateur américain pour faire redémarrer l'économie mondiale?**

En photo, dans la région de Washington, centre commercial vide un vendredi après-midi.

**M**OTEUR de l'économie mondiale durant des décennies, la consommation américaine semble avoir amorcé un repli durable.

Quelques chiffres parlants : la consommation privée américaine a atteint environ 10.000 milliards de dollars en 2008, contre 9.000 milliards pour l'Union européenne. La consommation asiatique était inférieure à 5.000 milliards. Avant la crise, la consommation privée américaine représentait environ 16 % de la production mondiale. Il n'est pas surprenant que la frugalité des consommateurs américains ait poussé l'économie mondiale dans une profonde récession. Il n'est pas surprenant non plus que l'expansion de la demande dans les pays émergents — comme la Chine, l'Inde et le Brésil —, quoique grandissante, ne puisse compenser la baisse de la consommation aux États-Unis.

Christopher D. Carroll, économiste de l'université John Hopkins, qui étudie le comportement des consommateurs américains depuis plus de dix ans, prévoit que les ménages américains, effarouchés par la récession, porteront leur épargne à environ 4 % du revenu disponible, après impôts. C'est le niveau de l'épargne des ménages au milieu des

années 90, avant les folles dépenses qui l'avaient réduite à près de zéro dans les années précédant la crise. Le revenu disponible est d'environ 70 % du PIB, de sorte qu'une augmentation de 4 % du taux d'épargne des ménages se traduirait par une baisse de leur consommation d'environ 3 % du PIB.

Pour compenser la baisse de la consommation et la réduction des investissements des entreprises, nombre de gouvernements ont stimulé les dépenses publiques et réduit les impôts, creusant ainsi le déficit public. Mais leurs mesures de relance sont une solution à court terme. Le déficit est insoutenable à long terme. Pour qu'il y ait prospérité, les dépenses des ménages et des entreprises devront tôt ou tard se redresser. En fait, même si la demande privée n'est pas encore remontée, les décideurs se demandent comment et quand commencer à dénouer leurs mesures de relance et ramener le solde budgétaire vers l'équilibre sans provoquer une autre récession mondiale (voir «Comment entretenir la reprise mondiale» dans ce numéro).

Comment le monde compensera-t-il une réduction de la demande mondiale de l'ordre de 3 % du PIB américain lorsque les gouvernements

amorceront leur inévitable rééquilibrage budgétaire? C'est le gros problème qui se pose aux décideurs et aux économistes.

Nombre d'observateurs pensent que la solution à moyen terme réside dans une augmentation de la demande intérieure chinoise, laquelle semble toutefois peu probable. Pendant un certain temps au moins, la Chine ne pourra pas compenser une réduction de la demande de l'ordre de 3 % du PIB américain. Son économie représentant un tiers de celle des États-Unis, il faudra, pour cela, que ses dépenses s'accroissent d'environ 10 % du PIB. C'est un résultat possible, mais non sans grandes réformes. Aujourd'hui, l'épargne de la Chine représente environ 40 % de son PIB — moitié épargne des ménages et moitié celle des entreprises.

### L'épargne de la Chine

Les facteurs à l'origine de cette énorme épargne ne vont pas changer de sitôt. Les entreprises chinoises épargnent autant, car le système bancaire favorise encore les entreprises d'État et la culture du financement de projets privés prometteurs y est absente. Les ménages épargnent par précaution, car le pays n'a pas de dispositif public de protection sociale et a peu de produits financiers de mutualisation des risques comme l'assurance maladie, l'assurance vie ou les pensions. Il y a longtemps que les autorités chinoises sont conscientes de ces problèmes, mais les réformes ont été lentes. Depuis le début de la crise, elles ont utilisé les dépenses publiques — surtout dans l'infrastructure — pour compenser la baisse de la demande d'exportations. Mais des signes de baisse de la productivité des dépenses d'infrastructure additionnelles se font jour. Ce dont la Chine a besoin, c'est une assurance chômage, un régime public de pension, une assurance maladie, des écoles publiques et une nouvelle culture bancaire. Tant que tout cela ne se matérialisera pas, l'épargne privée restera énorme et les dépenses privées demeureront ainsi faibles.

La Chine n'a pas à compenser dans sa totalité la baisse de la consommation américaine. La demande pourrait s'accroître dans d'autres pays tels que l'Inde et le Brésil, mais, vu la taille de ces économies, il est peu probable qu'elles puissent compenser à 100 % cette baisse. Bien sûr, il y a aussi la demande européenne, mais l'Allemagne, l'un des piliers de l'UE, a de tout temps été une économie tirée par les exportations, incapable de se développer par le biais de la demande intérieure, et encore moins de stimuler l'économie du reste du monde de cette manière.

Peut-on sortir de cette impasse? Peut-être n'est-il pas nécessaire de prendre immédiatement le relais du consommateur américain pour rétablir le plein emploi dans le monde. Considérons le problème sous un angle différent — en tenant compte des concepts de base d'un modèle de croissance pour lequel Robert Solow a reçu le Prix Nobel en 1987. Pour que l'économie mondiale soit en situation de plein emploi, l'épargne doit être égale à l'investissement. Si le taux d'épargne mondial s'accroît (et il augmentera si la croissance de l'épargne des consommateurs américains n'est pas compensée par une réduction assez forte de l'épargne dans d'autres pays), le seul moyen de maintenir le plein emploi est d'assurer la croissance de l'investissement.

C'est ce qui s'est déjà produit en partie, sous forme d'une augmentation de l'investissement public qui faisait partie de l'action de relance de nombre de pays. Mais le recours à ce moyen dans le long terme pose deux problèmes :

- Pour rétablir l'équilibre sur le marché des biens dans le monde, l'investissement public — par exemple aux États-Unis — devra doubler et passer de moins de 3 % à près de 6 % du PIB. Il n'est pas certain que cela soit possible : pour gigantesque que soit l'effort prévu par la loi de 2009 sur la reprise et le réinvestissement, la croissance de l'investissement public est inférieure à 1 % du PIB par an.

- Toute augmentation de l'investissement public s'accompagne de la forte probabilité qu'une partie sera gaspillée au lieu de contribuer à relever le niveau productif du stock de capital — comme nous l'avons vu, c'est en partie ce qui semble se produire en Chine.

L'investissement privé, qui représente une part beaucoup plus grande du PIB (près de 20 % aux États-Unis), a plus de chances de combler l'écart de dépenses que l'investissement public. Mais qu'est-ce qui pousserait les entreprises à investir plus en pleine récession? Il ne semble pas y avoir de percée technologique en vue, comme la révolution de l'Internet des années 90.

Ce qui pourrait générer une nouvelle vague d'investissements privés, c'est la prise de conscience que la crise modifiera la composition de la demande mondiale dans le long terme. Ce changement appellera une adaptation de la structure de la production mondiale, d'où une restructuration industrielle et, partant, de nouveaux investissements.

### Les nouveaux contours de la demande

Si la consommation américaine reste en permanence plus faible et que celle des pays émergents et en développement finisse par augmenter, la composition de la demande mondiale changera, car la composition de la consommation d'un pays dépend de son revenu par habitant. Cela signifie que le type de biens demandé changera. Nous en voyons déjà les prémisses : les producteurs de produits de base (en Amérique latine en particulier) tirent profit du déplacement de la demande vers la Chine et l'Inde. La demande et les cours des matières premières ont baissé durant la récession, mais ont commencé à se redresser. C'est la demande d'automobiles allemandes de haut de gamme qui a quasiment disparu. L'adaptation de la structure de la production mondiale à un tel changement de la consommation mondiale ne peut avoir lieu sans une profonde restructuration et, partant, de gros investissements.

En conséquence, une croissance permanente de l'épargne américaine pourrait être compensée, au moins en partie, par une augmentation de l'investissement privé. Ce qui inciterait les entreprises à investir, c'est l'anticipation d'un changement à la fois dans la répartition géographique et la composition de la consommation — relativement plus de consommation en Chine, relativement moins aux États-Unis; une demande plus forte d'articles tels qu'électroménager de base et une demande relativement plus faible d'automobiles de luxe.

Cette observation a un corollaire intéressant. Les pays qui investissent dans la restructuration aujourd'hui sortiront de la transition avec un stock de capital (par habitant) plus grand et, partant, un revenu par habitant plus élevé. Ceux qui mèneront la restructuration à bonne fin, y compris par l'investissement public, sortiront plus riches de la crise. ■

*Francesco Giavazzi est professeur d'économie à l'université Bocconi et professeur visiteur au MIT.*

# L'avenir des monnaies de réserve

Benjamin J. Cohen

**Depuis près d'un siècle, le dollar américain règne de manière incontestée; le temps de cette suprématie est-il révolu?**

**L**A CRISE économique mondiale a une nouvelle fois soulevé la question de l'avenir des monnaies de réserve. Pendant près d'un siècle, le dollar américain a régné en maître incontesté sur les autres devises. Cependant, au cours des dernières décennies, il a souffert d'une perte de confiance en raison des déficits persistants du compte courant et de la dette extérieure croissante des États-Unis. De plus en plus, les observateurs se sont mis à annoncer la fin de la suprématie du dollar. Nombreux furent ceux qui considérèrent le destin du dollar scellé après l'effondrement du marché immobilier américain en 2007, qui entraîna le plus grand bouleversement sur les marchés financiers américains depuis la crise de 1929.

Pourtant, on l'a vu, la crise est loin d'avoir été fatale au dollar. Pas même les difficultés du secteur financier, qui ont nécessité des interventions massives de l'État, n'ont suffi à le faire tomber définitivement en disgrâce. Au lieu de cela, ironie du sort, la crise a provisoirement renforcé la position mondiale du billet vert, les investisseurs se réfugiant dans le dollar par mesure de sécurité. À l'automne dernier, la demande de bons du Trésor américain était si forte que les rendements sont tombés à zéro ou en dessous. Pourtant, l'avenir du dollar continue de faire l'objet de débats houleux (Helleiner and Kirshner, 2009). Sur le long terme, il est largement admis que le déclin du billet vert reprendra, mettant fin une fois pour toutes au règne sans partage du dollar.

Mais cela soulève une question fondamentale : par quoi le dollar serait-il remplacé? D'aucuns affirment que ce pourrait être l'euro, d'autres le yen ou le renminbi. Et certains appellent de leurs vœux une nouvelle monnaie de réserve internationale, éventuellement fondée sur un actif de réserve, le droit de tirage spécial (DTS), du FMI. Pourtant, aucune de ces solutions n'est idéale. En réalité, il n'y a pas de solution de remplacement évidente, qui attendrait son heure en coulisses. On pourrait dire, en paraphrasant la formule célèbre de Winston Churchill sur la démocratie, que le dollar pourrait s'avérer le pire des choix, à l'exception de tous les autres.

Le plus probable est qu'on arrivera à une situation moins tranchée — un peu comme pendant l'entre-deux-guerres, où la livre sterling

était en déclin et le dollar en plein essor, sans qu'aucune des deux devises ne soit dominante. À mon avis, nous verrons émerger, dans les années à venir, une situation semblable, avec plusieurs devises en lice, sans qu'aucune ne se détache clairement des autres comme ce fut le cas dans la période récente. Les conséquences politiques et économiques d'un système monétaire plus fragmenté pourraient être considérables.

## Économie et politique

Faute d'une monnaie mondiale soutenue par un gouvernement mondial efficace, le commerce et les investissements internationaux doivent s'appuyer sur des monnaies nationales acceptables par différents pays. Il y a donc un décalage entre les juridictions dont émanent ces devises et les marchés sur lesquels elles sont utilisées, d'où une dimension politique souvent négligée dans les analyses purement économiques.

L'étude conventionnelle des monnaies internationales se fonde sur la distinction entre les trois fonctions fondamentales de la monnaie — moyen d'échange, unité de compte et réserve de valeur — et ce à deux niveaux : le marché privé et l'action des pouvoirs publics. Sur les marchés, une devise internationale joue un rôle dans les opérations de change, dans la facturation des échanges commerciaux et dans les investissements financiers. Pour les gouvernements, elle joue un double rôle comme point d'ancre du taux de change et monnaie de réserve. Au niveau des marchés, ce sont en général les considérations économiques qui déterminent les préférences. Au niveau des pouvoirs publics, il y a en outre un aspect politique inévitable.

La dimension politique vient de ce qu'une devise internationale offre à l'État qui l'émet des avantages incomparables, politiques aussi bien qu'économiques. Les économistes ont tendance à se concentrer sur les avantages économiques, comme le seigneurage international, c'est-à-dire le gain de ressources réelles quand la monnaie d'un pays est acquise et détenue à l'extérieur de ses frontières. Un autre avantage économique réside dans la plus grande flexibilité qu'elle offre au pays émetteur en lui permettant de financer ses déficits dans sa propre monnaie. C'est ce que Charles de Gaulle appelait le «privilège exorbitant» des



États-Unis dans les années 60. Mais il y a également des avantages politiques. Le gouvernement du pays émetteur d'une monnaie internationale jouit d'une marge de manœuvre plus large pour lancer des initiatives diplomatiques ou militaires à l'extérieur de ses frontières. C'est ce que les spécialistes de sciences politiques appellent la puissance *brute*. Le pays émetteur gagne en influence géopolitique. Il ne faut pas oublier non plus le prestige que procure une devise internationale, ce que les analystes politiques appellent la puissance *douce*. Le prix Nobel Robert Mundell (1993) n'a-t-il pas écrit que «les grandes puissances ont de grandes devises»?

Évidemment, il peut aussi y avoir des inconvénients pour l'émetteur, notamment lorsque les étrangers accumulent de façon excessive des avoirs en sa monnaie. Il peut alors être forcé de relever les taux d'intérêt pour soutenir le cours de sa monnaie. En définitive, son autonomie d'action peut être mise à mal s'il doit contrer la fuite vers d'autres actifs. Comme l'illustre bien la longue et douloureuse expérience du Royaume-Uni après la Seconde Guerre mondiale, la défense d'une grande devise en déclin peut s'avérer très coûteuse. À l'intérieur du pays comme à l'étranger, des sacrifices et des concessions considérables peuvent être nécessaires.

Toutes ces considérations entrent en jeu lorsque les gouvernements choisissent leur monnaie de réserve. Les préférences des acteurs du marché, essentiellement fondées sur des calculs économiques, jouent également un rôle. En effet, aucun gouvernement ne choisira une devise si elle n'est pas déjà largement utilisée par le secteur privé. Les banques centrales sont naturellement sensibles aux questions de liquidité, de commodité de change et de taux de rendement relatifs. Mais quand le choix est opéré parmi le petit nombre de solutions qui ont la faveur des marchés, il obéit aussi immanquablement à des considérations politiques, en particulier la qualité de la gouvernance dans le pays émetteur et la nature de ses relations avec les autres États. Le pays émetteur

est-il en mesure d'assurer la stabilité politique sur son territoire? Est-il capable de projeter sa puissance à l'étranger? Jouit-il de liens intergouvernementaux solides — une relation traditionnelle de type protecteur–protégé ou une alliance militaire formelle avec certains pays? L'avenir des monnaies de réserve est une question d'*économie politique*, et pas seulement d'économie.

### En deuxième position

Considérons le cas de l'euro, largement considéré comme le concurrent naturel du dollar. L'euro est né il y a une dizaine d'années, avec beaucoup des qualités indispensables pour être accepté au niveau international : une large assise économique, la stabilité politique et un taux d'inflation faible envoyé par beaucoup, le tout soutenu par une autorité monétaire commune, la Banque centrale européenne, dont la raison d'être est de préserver la confiance dans la valeur future de la devise. L'Europe est l'égale des États-Unis en termes de production et de commerce. Pourquoi ne pourrait-elle pas l'être aussi pour les questions monétaires?

Cette question fait abstraction du fait que, malgré tous ses points forts, l'euro souffre d'insuffisances considérables. Il est plombé en particulier par le fort parti pris anticroissance des dispositions qui sous-tendent la politique monétaire et budgétaire dans la zone euro, lequel amplifie d'autres facteurs qui affaiblissent le potentiel de production de l'Europe (par exemple le vieillissement de la population, la rigidité du marché du travail et la rigueur de la réglementation). On peut difficilement attendre d'une économie européenne peu dynamique qu'elle rende l'euro attrayant pour le commerce et l'investissement. En outre, les ambiguïtés bien connues de la structure de gouvernance de la zone euro font forcément réfléchir les observateurs extérieurs. Tout le monde sait bien que l'euro est une construction artificielle, le produit complexe d'un traité international, et qu'il ne vaut que l'accord multilatéral qui le sous-tend.

Il n'est donc pas étonnant que l'euro ait été accueilli, au niveau international, avec un relatif manque d'enthousiasme. Sur le marché privé, si l'on tient compte de la suppression des coûts de transaction internes à la zone euro, la monnaie unique a tout juste réussi à se maintenir au niveau des monnaies auxquelles elle a succédé. Dans la mesure où le mark allemand était déjà la deuxième devise internationale, il eût été extrêmement choquant que l'euro fasse moins bien. Après un départ en flèche, son utilisation sur les marchés s'est largement stabilisée ces cinq dernières années. En outre, elle se développe de façon très inégale selon les secteurs, les émissions de titres d'emprunt arrivant en tête alors que l'utilisation de l'euro progresse à peine dans des domaines tels que les opérations de change. L'activité se concentre aussi dans les pays ayant des liens géographiques et/ou institutionnels avec la zone euro — ce que l'on pourrait appeler l'arrière-cour naturelle de l'euro, à savoir l'Europe, le pourtour méditerranéen et certaines régions d'Afrique.

Pourtant, nombreux sont ceux qui continuent de prédire un avenir radieux à l'euro en tant que monnaie de réserve. Même si la devise européenne ne représente aujourd'hui qu'un quart des réserves mondiales, contre près de deux tiers pour le dollar, l'euro pourrait dépasser le dollar en dix ans à peine, si l'on en croit certaines prévisions économétriques largement diffusées (Chinn and Frankel, 2008). Mais est-ce un scénario réaliste? On peut difficilement considérer qu'une étude statistique qui ne tient compte que de trois variables causales, toutes de nature économique, fait autorité. Qu'a-t-on fait de tous les paramètres diplomatiques et militaires qui jouent inévitablement un rôle dans les choix des gouvernements? Dans ce contexte, ignorer la dimension politique revient à mettre Hamlet en scène en se passant du prince.

Le Japon, par exemple, s'est longtemps abrité sous le parapluie sécuritaire des États-Unis pour se protéger contre les menaces extérieures. On pourrait dire la même chose, bien que ce soit de manière moins formelle, de la plupart des pays du Golfe exportateurs de pétrole. On imagine mal que l'un de ces pays, qui détiennent tous d'importantes réserves en dollars, courre le risque de mettre à mal ses relations avec Washington pour gagner quelques points de base de rendement sur ses réserves. Comme chacun sait, la zone euro est composée d'un amas d'États souverains dont les intérêts ne coïncident, en pratique, que partiellement. L'idée même d'une Europe qui pourrait se substituer efficacement à l'influence politique ou militaire des États-Unis au Moyen-Orient ou ailleurs défie l'imagination. Les scénarios fondés sur des modèles économétriques parcimonieux ont sans doute leur utilité, mais il est presque sûr qu'ils sont incomplets ou trompeurs, voire carrément faux.

### Autres concurrents et possibilités

Existe-t-il d'autres possibilités? Le yen fut un temps considéré comme l'héritier présomptif du dollar mais ressemble à présent davantage à un concurrent fatigué et malheureux. Pendant les années 70 et 80, quand l'économie florissante du Japon semblait destiner le pays au statut de superpuissance, l'utilisation internationale du yen augmenta rapidement, en particulier sur les marchés obligataires internationaux. Mais, à la fin des années 80, l'éclatement de la bulle japonaise mit brusquement un terme à l'essor du yen. Actuellement, après plusieurs années de stagnation intérieure, le yen semble être dans une situation qui fait penser au long déclin de la livre sterling à une autre époque.

Le déclin du yen pourrait-il alors permettre l'essor de la monnaie chinoise? Monnaie de l'une des plus grandes économies du monde, le renminbi («la monnaie du peuple») possède indéniablement des atouts. Cependant, son utilisation internationale reste rudimentaire malgré les efforts récemment déployés par Pékin pour accroître le pouvoir d'attraction de la devise. Son adoption est découragée par des obstacles autrement plus sérieux que ceux qui entravent l'euro ou le yen, notamment une panoplie complète de contrôles sur les mouvements de capitaux et un système financier gravement sous-développé. Avec le temps, ces handicaps seront peut-être surmontés, mais nous n'en sommes pas encore là.

### Le candidat de l'ombre

On parle beaucoup dernièrement de la création d'une nouvelle monnaie de réserve mondiale, qui serait probablement fondée sur le DTS déjà existant. Cette idée, encouragée notamment par les déclarations de personnalités chinoises et russes, a été reprise par une commission des Nations Unies dirigée par l'ancien économiste en chef de la Banque mondiale, Joseph Stiglitz. Certains voient un début d'application de cette solution dans l'émission prochaine d'obligations par le FMI, que la Chine et la Russie entendent utiliser pour diversifier une partie de leurs réserves au détriment du dollar. Mais là aussi les obstacles sont nombreux. Malgré l'allocation de DTS équivalant à 250 milliards de dollars à laquelle le FMI vient de procéder, les DTS constituent en tout moins de 5 % des réserves mondiales. Peut-on en créer suffisamment pour qu'ils fassent réellement la différence? Est-il possible d'en fournir de manière plus flexible? Et surtout, qui aura la responsabilité de leur gestion? Faute d'un gouvernement efficace pour la soutenir, une monnaie de réserve internationale, quelle qu'elle soit, fondée sur les DTS ou créée *de novo*, sera difficilement crédible, fût-ce à minima. Les ambiguïtés de la structure de gouvernance de la zone euro semblent presque triviales en comparaison.

De fait, rien n'illustre mieux la dimension politique inhérente au choix d'une monnaie de réserve. D'importants détenteurs de dollars comme la Chine et la Russie sont frustrés — et on les comprend — par l'absence d'autres solutions satisfaisantes que le billet vert et redoutent les effets que pourrait avoir sur leurs réserves une spéculation contre la devise américaine. Mais, plus spécifiquement, ces deux pays ont des rêves de puissance et ne cachent pas leur ressentiment face à ce qu'ils appellent l'«hégémonie» mondiale de Washington. Ils sont tout à fait conscients du rôle que joue le dollar en termes de priviléges géopolitiques pour les États-Unis. Dès lors, comment ne pas voir dans leurs appels à remplacer le dollar une campagne voilée visant à couper les ailes de l'aigle américain? L'idée a valeur de symbole en tant que menace contre la puissance brute et la puissance douce des États-Unis. La question de savoir si elle est envisageable d'un point de vue pratique n'a qu'une importance secondaire.

### Un système fragmenté

En bref, même si l'avenir du dollar ne semble pas aussi radieux que naguère, celui de ses principaux concurrents n'est pas beaucoup plus prometteur. Le dollar devrait perdre un peu de terrain au fur et à mesure que le centre de gravité de l'économie mondiale se déplacera vers la Chine, l'Inde et d'autres marchés émergents, qui détiennent actuellement la majeure partie des réserves mondiales. Rares sont ceux, parmi ces pays, qui sont aussi proches des États-Unis que les alliés traditionnels des Américains que sont les pays

d'Europe et le Japon. En l'absence d'une alternative séduisante, le repli du dollar sera de toute façon limité.

Un système plus fragmenté semble donc se profiler, avec une concurrence vive et aucune monnaie réellement dominante. Les conséquences économiques et politiques pourraient être considérables, bien que les taux de change flottants permettent d'amortir les chocs. Mais leurs fluctuations ne suffisent pas toujours à compenser les incohérences de l'action des pouvoirs publics et peuvent même devenir une source de tension si elles sont manipulées par les gouvernements ou amplifiées par un comportement spéculatif des marchés. Faute d'un chef de file capable d'assurer un degré minimal de compatibilité entre les politiques nationales, les relations monétaires mondiales seront en permanence exposées à un risque d'instabilité, voire pire.

Il faut admettre qu'un système plus fragmenté ne serait pas forcément une mauvaise chose et pourrait même être une amélioration. Pour beaucoup, la principale menace contre la stabilité monétaire sur le long terme réside dans les déficits colossaux du compte courant américain. En tant que fournisseur de la devise la plus demandée au monde, les États-Unis se retrouvent dans la position du détenteur de monopole pêchant par excès de confiance et abusant de son «privilège exorbitant». Selon certains, une fois la suprématie du dollar attaquée par des rivaux émergents, les États-Unis seront contraints de maîtriser leur appétit d'épargne étrangère, ce qui réduira le risque de crises. Cela dépend cependant en grande partie du type de relations qu'entretiennent les dirigeants du système. La dernière fois que le monde fut obligé de vivre avec un système de devises fragmenté, pendant l'entre-deux-guerres, le moins qu'on puisse dire est que le résultat fut lamentable. L'absence

de coopération entre les Britanniques, avec leur livre affaibli, et les États-Unis, volontairement isolationnistes, fut une cause essentielle des catastrophes financières qui suivirent le krach boursier de 1929. Peut-on espérer mieux cette fois-ci?

Les optimistes soulignent que le contexte a changé. Contrairement aux années qui suivirent la Première Guerre mondiale, une pléthore d'organisations multilatérales et autres forums ont vu le jour qui ont institutionnalisé les pratiques de coopération, du FMI au G-20. Les gouvernements sont bien mieux éclairés à présent et savent où se trouvent leurs intérêts. Les pessimistes, en revanche, insistent sur les impératifs persistants de la souveraineté nationale, qui contraignent toujours les gouvernements à placer des intérêts triviaux au-dessus de ce que l'on peut concevoir comme le bien général, en particulier en temps de crise. Ainsi, malgré les leçons du passé, la coopération monétaire a tendance à être épisodique au mieux et, au pire, elle ne vaut pas plus que le papier sur lequel on rédige les communiqués conjoints. Le temps nous dira qui des optimistes ou des pessimistes a raison. ■

*Benjamin J. Cohen est professeur d'économie politique internationale à l'université de Californie, à Santa Barbara.*

#### Bibliographie :

Chinn, Menzie, and Jeffrey Frankel, 2008, "Why the Euro Will Rival the Dollar," International Finance, Vol. 11, n°1 (Spring), p. 49-73.

Helleiner, Eric, and Jonathan Kirshner, eds., 2009, The Future of the Dollar (Ithaca, New York: Cornell University Press).

Mundell, Robert, 1993, "EMU and the International Monetary System: A transatlantic Perspective", Austrian National Bank Working Paper 13 (Vienna).



**QUAND : 3-5 octobre 2009**

**OÙ : Istanbul, Turquie**

Pour plus de détails, veuillez contacter :  
Annual Meetings Program of Seminars  
IMF—World Bank Group  
Washington, DC 20431, U.S.A.

Téléphone : (1) 202-473-3394

Télécopie : (1) 202-623-4004

Courriel : seminars@worldbank.org

Internet : www.worldbank.org/pos

## Rendez-vous à Istanbul pour le programme de séminaires 2009

Réflexion →

Priorités → Action

Le programme de séminaires vous donnera l'occasion exceptionnelle de rencontrer des cadres influents du secteur privé du monde entier, des dirigeants de 186 pays membres et d'autres responsables du développement et de la finance pour engager un dialogue franc et constructif et ainsi renforcer le réseau de coopération internationale.

#### Principaux thèmes pour 2009

- ◆ Crise mondiale et ripostes
  - ◆ Crise financière et pauvreté
  - ◆ Crise, reprise et réformes structurelles
    - ◆ Pays émergents d'Europe et d'Asie centrale
- ◆ Avenir du système financier international
  - ◆ Riposte à la crise et environnement
  - ◆ Rôles des secteurs privé et public après la crise

# Jamais en trois cents ans ...

... le taux directeur de la Banque d'Angleterre n'a été aussi bas

**J**AMAIS en plus de trois siècles de lutte contre les effets des bulles d'investissement, des dépressions planétaires et des guerres mondiales, la vénérable Banque d'Angleterre n'a prêté si bon marché. La récession mondiale actuelle a accompli ce qu'aucun cycle conjoncturel n'avait jamais obtenu depuis le début de la Révolution industrielle : amener la banque centrale à fixer son taux de base à près de zéro. De plus, la « Vieille Dame de Threadneedle Street » a décidé, outre les réductions de taux d'intérêt, de recourir à d'autres méthodes moins conventionnelles pour tenter de relancer l'économie.

Lorsque la crise financière mondiale apparue aux États-Unis a commencé à toucher l'économie locale en 2008, la Banque d'Angleterre a commencé par déployer la bonne vieille stratégie de réduction des taux pour inciter les entreprises et les particuliers à emprunter et à dépenser. Le taux de base — celui auquel elle prête aux banques — est passé de 5,5 % début 2008 à 2 % fin 2008.

Comme le montre le graphique, les cinq baisses annoncées en 2008 ont à elles seules ramené le taux de base aux niveaux atteints lors des crises bancaires des années 1880 et 1890, et durant les années 30 et 40 avec la Grande Dépression et la Seconde Guerre mondiale. Mais cette fois, même à 2 %, le taux d'intérêt n'a pas été jugé assez bas pour relancer l'économie et éviter une inflation inférieure à la cible officielle.

Les indicateurs avancés ont continué de sombrer, sur fond de dégringolade boursière et de malaise bancaire. C'est alors que la Banque d'Angleterre abaisseait son taux de base à 0,5 % début mars 2009 en envisageant déjà de recourir aux grands moyens : si nul ne semblait vouloir acheter dans ce climat de déprime, la Vieille Dame allait le faire. En mars 2009, défiant les préceptes du monde des banques centrales, la Banque d'Angleterre s'est mise à racheter des actifs financiers, essentiellement des obligations d'État.

(taux de base de la Banque d'Angleterre, fin d'année, en pourcentage)



## Valeur d'or

Au nombre des principales fonctions qui lui ont été confiées au XIX<sup>e</sup> siècle, la Banque d'Angleterre jouissait du monopole d'émission des billets de banque, en vertu de la loi sur la Charte des banques de 1844. Ce texte a également ouvert la voie à près d'un siècle d'étalement-or en précisant que ces billets de banque seraient dorénavant garantis par une couverture en or.

Au cours de la seconde moitié du XIX<sup>e</sup> siècle, la Banque d'Angleterre a assumé un autre rôle essentiel de prêteur en dernier ressort lors d'une série de crises bancaires intérieures. Tandis que le développement du commerce local et international entraînait la création de grandes banques de compensation, la Banque d'Angleterre a soutenu le dispositif de banques de dépôts comme pourvoyeur — et contrôleur — de liquidités.



Livraison de lingots d'or en provenance de Californie en 1849.

Au départ, la Banque d'Angleterre n'était que le banquier et le gestionnaire de la dette de l'Etat, dont les besoins de financement progressaient avec les campagnes militaires qui ont mené aux guerres napoléoniennes il y a deux siècles. Les concepts de dette nationale, issue des emprunts de l'Etat, et de création de crédit, lorsque la définition de la monnaie a dépassé la simple notion d'espèces, ont également pris corps avec les opérations de la Banque d'Angleterre au XVIII<sup>e</sup> siècle.

Sources : Banque d'Angleterre et [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)



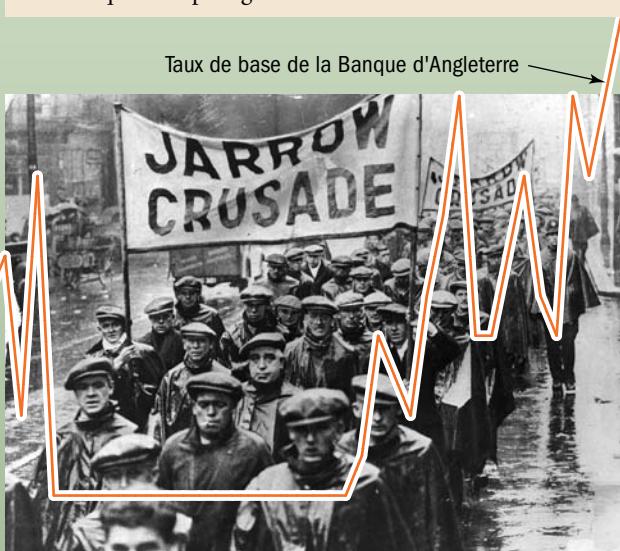
Les troupes britanniques entrent dans Cambrai durant la Première Guerre mondiale.

### Un trésor de guerre...

Les lourdes dépenses de guerre allaient toujours mettre à l'épreuve la discipline de l'étalon-or et, malgré un relèvement du taux de base à 10 %, la Première Guerre mondiale annonçait la fin de ce régime au Royaume-Uni. Lorsque le rattachement à l'or fut abandonné en 1931, le parlement a pu ordonner l'expansion de la masse monétaire pour contrer la crise naissante.

Le taux directeur a été ramené à son précédent bas historique de 2 % après la crise de 1929 et y est resté pendant la Seconde Guerre mondiale. La faiblesse des taux d'intérêt et les dépenses militaires ont permis à l'économie britannique à se relever de la dépression économique mondiale du XX<sup>e</sup> siècle.

De l'abandon de l'étalon-or à la nationalisation de la Banque d'Angleterre il n'y avait qu'un pas à franchir, ce qui fut fait en 1946. Le gouvernement a pu dès lors en désigner le gouverneur et utiliser la Banque pour administrer les contrôles des changes et l'encadrement du crédit au cours de la période d'austérité économique de l'après-guerre.

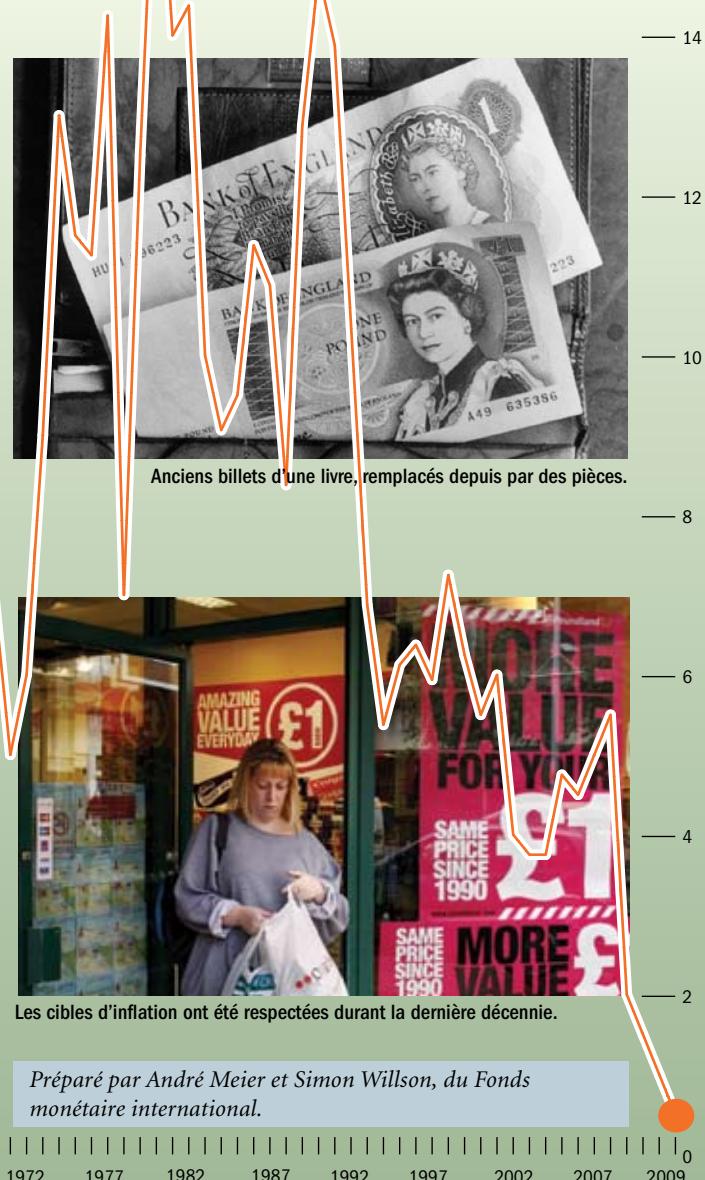


Manifestation contre le chômage en 1936.

### Une ère de volatilité

La volatilité grandissante du taux de base que montre la partie droite du graphique débute dans les années 60, lorsque les déficits croissants de balance des paiements ont secoué le taux de change fixe de la livre sterling et conduit à une dévaluation déstabilisante en 1967. Après le flottement décidé en 1973, les chocs pétroliers et les politiques macroéconomiques laxistes allaient provoquer une inflation galopante et porter le taux de base à un niveau record de 17 % en 1979.

La Banque d'Angleterre réussit à calmer l'inflation dans les années 80, et l'entière indépendance opérationnelle qui lui fut accordée en 1997 dans la conduite de la politique monétaire est venue conforter sa capacité à contenir les pressions inflationnistes. Libérée de l'influence politique et dotée d'un mandat clair de maintien de la stabilité des prix, la Banque d'Angleterre a réussi à respecter les cibles d'inflation au cours de la dernière décennie. Sa crédibilité lui a également permis d'agir de manière décisive pour assouplir la politique monétaire au cours de ces derniers mois face à la crise financière.



Préparé par André Meier et Simon Willson, du Fonds monétaire international.

# Repenser le système

Randall Dodd



## Les États-Unis proposent la réforme la plus radicale du système de régulation financière depuis le New Deal

LA CRISE financière mondiale a eu un impact dévastateur sur les principaux marchés financiers, réduisant la solvabilité des entreprises, perturbant les flux d'échange et imposant la révision des règles prudentielles. La crise a mûri ces marchés pour une refonte complète de leurs mécanismes de régulation. Si la régulation a été axée jusqu'à présent sur la solidité de l'assise financière de chaque banque, la crise a révélé la nécessité d'une vue globale du système, c'est-à-dire, d'une approche systémique exigeant la régulation effective des marchés et des transactions en tenant compte de l'interconnexion des banques avec les établissements financiers.

Les normes réglementaires proposées par le Conseil de stabilité financière, l'Organisation internationale des commissions de valeurs et des instances du secteur privé comme le Groupe des 30 et l'*Institute of International Finance* se fondent sur cette approche. Les récentes propositions du Département du Trésor dénotent aussi un changement fondamental de la méthode de régulation des marchés financiers. Ces propositions doivent encore être traduites en textes de loi et soumises à l'approbation du Congrès. Mais si les législateurs ne font que peu d'amendements de fond aux

propositions du Trésor, elles constitueront la première refonte complète du système financier américain depuis le *New Deal* de Franklin D. Roosevelt, lorsque le monde a été confronté à une crise économique majeure.

### Les réformes du *New Deal*

De 1933 à 1940, les États-Unis ont repensé les mécanismes de régulation du secteur bancaire, des marchés boursiers, des produits dérivés, du marché hypothécaire et de la gestion d'actifs (voir encadré). La nouvelle législation a métamorphosé le système financier américain, d'un marché en proie aux malversations et à de fréquentes crises en la référence mondiale en matière de stabilité, d'efficacité et de capacité à lever des fonds.

Les éléments clés du dispositif couvraient plusieurs aspects et les différents secteurs de la finance, mais pour en prendre toute la mesure, il faut les regrouper par thèmes : stabilité systémique, réorganisation du cadre réglementaire, transparence, renforcement de l'intégrité du marché et réduction des conflits d'intérêt.

**Stabilité systémique.** La loi Glass-Steagall a dissocié les activités de banque commerciale classique — prêts et dépôts essentiellement — de celles qu'effectuent les maisons de courtage en bourse, à savoir la souscription, le négoce (faiseur de marché) et les transactions sur actions et obligations. C'est ce qui a permis d'atténuer la vulnérabilité des banques aux fluctuations cycliques des marchés des valeurs mobilières, et de rendre les banques mieux à même d'accorder des prêts en période de récession et durant les phases de reprise du cycle économique. D'autres textes imposaient que certains marchés à terme de produits de base s'opèrent sur des places boursières réglementées et imposaient des limites aux transactions spéculatives. Le relèvement du niveau des marges (de prise et mise en pension) des bourses de produits à terme a permis de mieux contenir les risques de contrepartie et de marché. La loi a été conçue pour atténuer l'excès de volatilité et affermir la stabilité du marché.

**Réorganisation.** La *Securities and Exchange Commission* (SEC) a été créée pour réguler et superviser les marchés boursiers et la gestion d'ac-

tifs; la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* a été mise en place pour assurer les dépôts. Les profonds changements apportés à la gouvernance du système de Réserve fédérale ont porté sur la refonte du Conseil des gouverneurs et du *Federal Open Market Committee* (Comité des opérations d'open-market).

**Transparence.** Les sociétés cotées en bourse émettant des titres étaient tenues de fournir des informations financières sur les entreprises qu'elles contrôlaient, règle qui s'appliquait aussi aux opérations du marché secondaire et aux sociétés de placement.

**Intégrité du marché.** La fraude et la manipulation sur les marchés bancaire, de titres et de produits dérivés ont été prohibées, ce qui a permis de renforcer la position des investisseurs et des organes de régulation.

**Conflits d'intérêt.** Les lois ont porté sur différents types de conflits d'intérêt dans la gouvernance d'entreprises et divers autres aspects de la finance comme la gestion d'actifs et en particulier la gestion des fonds de placement. La loi Glass-Steagall a aussi eu pour effet d'empêcher les banques disposant d'informations confidentielles sur les entreprises emprunteuses d'intervenir pour leur propre compte sur les marchés des titres d'entreprises.

## Principales dispositions de régulation datant du New Deal

1933 – La *loi Glass-Steagall*, dissociant les activités de banque commerciale de celles de banque d'affaires, a créé le programme d'assurance des dépôts et permis l'expansion des réseaux d'agences bancaires.

1933 – La *loi relative aux émissions de titres* a recensé les informations à communiquer dans le cadre d'émissions (actions ou obligations) sur les marchés boursiers et a défini les dispositions de prévention de la fraude et de la manipulation des titres.

1934 – La *loi sur les valeurs mobilières* a créé la *Securities and Exchange Commission* (équivalent de l'AMF) en la dotant de pouvoirs de régulation et de sanction. La loi a étendu la réglementation fédérale au marché secondaire et mis en place un système d'autorégulation.

1935 – La *loi bancaire (Omnibus)* a réformé la gouvernance de la Réserve fédérale en la dotant de compétences accrues. Elle est à l'origine de la forme moderne du Conseil des gouverneurs et du FOMC (comité des opérations d'open market) dotés de pouvoirs étendus. Elle fixe les taux des prises/mises en pension («marges de sécurité») et les conditions des prêts d'urgence des banques de réserve des États.

1936 – La *loi relative aux bourses de matières premières* a renforcé les dispositions de lutte contre la fraude et les a étendues à la manipulation des cours. Elle impose aussi aux courtiers spécialistes des marchés à terme d'être déclarés et de tenir leur comptabilité. Elle fixe le plafond des positions à terme autorisées et interdit le négoce d'options sur certains produits agricoles.

1940 – La *loi relative aux sociétés de placement* portait sur les sociétés dont l'activité principale est de prendre des participations dans des entreprises, tels que les fonds de placement. Elle impose : i) leur immatriculation et leurs critères d'information financière; ii) la déclaration des transactions entre la maison mère et les filiales; iii) les règles de gestion régissant leur direction générale, leur Conseil d'administration et leurs mandataires.

1940 – La *loi relative aux conseils en placement* a imposé leur immatriculation, leurs critères d'information financière et de tenue de la comptabilité des relations avec les clients. Elle a aussi interdit certaines transactions et commissions à partir de critères de conflits d'intérêt.

## Effondrement du système

La stabilité financière résultant du *New Deal* a commencé à chanceler dans les années 80, les mesures de déréglementation et d'innovation financière ayant ouvert des brèches qui ont laissé nombre de sociétés et d'activités financières en dehors du cadre de régulation ou mal couvertes par son dispositif. Le processus de titrisation s'est envolé dans les années 80 et plusieurs banques ont réorienté leur activité de l'octroi de prêts classiques à l'émission ou au négocie de titres et de produits dérivés. L'excès et le dévoiement des produits titrisés sont aussi apparus. La montée en flèche des opérations au comptant sur produits dérivés a généré des revenus colossaux tout en sortant les risques du bilan, ce qui a eu pour effet de réduire les ratios de fonds propres et les contraintes imposées à la prise de risque. La prolifération des produits structurés a faussé l'interprétation du profil de risque des banques en permettant aux établissements d'écartier certaines dettes et expositions au risque de leurs états financiers consolidés.

## Réaction du Trésor américain

Le Département du Trésor vient de proposer une réforme qui couvre un large éventail de zones d'ombre du traitement réglementaire des établissements et marchés financiers, mis en relief par la crise financière. La proposition fait notamment appel à la coopération internationale pour renforcer les critères mondiaux de régulation et de supervision financières. Elle prévoit des changements en profondeur des règles prudentielles qui prennent le contre-pied de la déréglementation d'il y a un quart de siècle et remettent à l'ordre du jour les réformes du *New Deal*, tant elles obéissent à la même logique.

**Mesures systémiques et réglementation prudentielle.** Les mesures envisagées comprennent le renforcement des ratios de fonds propres et de liquidité de tous les établissements financiers agréés. Elles comportent aussi des dispositions visant à traiter les postes hors-bilan comme les produits dérivés et les lignes de crédit, ainsi que les postes non consolidés comme les entités structurées. Les nouvelles règles de provisionnement pour pertes sur prêts et les nouvelles méthodes comptables visent à prévenir tout effet procyclique, lorsque les comportements financiers amplifient l'orientation économique. Les propositions formulées visent aussi à réduire les incitations à la prise de risques inconsidérés en liant la rémunération des dirigeants à la performance à long terme de l'entreprise.

L'autorité de la Réserve fédérale sur les holdings financiers sera étendue à tous les établissements financiers d'importance systémique (appelées noyau dur des holdings financiers) en fonction de leur taille et de leurs interconnexions. La tutelle de la Réserve fédérale couvrira tous les détenteurs de tous les dépôts assurés par la FDIC, y compris les caisses d'épargne, mutuelles de crédit et établissements de crédit industriel dont le statut dérogeait jusqu'à présent au régime des sociétés de portefeuille.

Le Trésor envisage une régulation exhaustive des opérations au comptant sur produits dérivés, comparable au traitement d'autres marchés financiers. Il entend intégrer ces opérations à celles de marchés de titres réglementés. Il imposera que toute transaction au comptant sur produits dérivés transite par une chambre de compensation (parfois appelée contrepartie centrale), qui deviendrait l'interface des deux parties à la transaction, au lieu du schéma actuel de compensation bilatérale. Il imposera en outre des normes de nantissement renforcées, incluant une marge initiale pour toutes les opérations au comptant sur produits dérivés afin de réduire

le risque systémique qui découlerait de l'accumulation de risques de contrepartie importants. Le volet information financière de la proposition du Trésor vise à renforcer l'aptitude des organes de régulation à assurer la surveillance des marchés et à déceler et dissuader les fraudes et manipulations.

**Réorganisation.** Le plan prévoit la création d'un nouveau Conseil de supervision des services financiers pour formaliser l'échange d'informations et la coordination des politiques entre les grandes autorités de régulation, et de régler les conflits de compétence. Le Conseil serait composé des dirigeants des grands organes de régulation financière et présidé par le Secrétaire au Trésor, le personnel administratif étant fourni par le Département du Trésor.

Un nouvel Office national de supervision bancaire prendrait la place de l'Office de supervision des caisses d'épargne et mutuelles de crédit (requalifiées en banques nationales) et de l'Office du contrôle bancaire national actuellement chargé de la régulation des banques nationales.

La plan vise aussi la création d'une Agence indépendante de protection des services financiers, chargée de protéger les petits déposants et les petits porteurs, y compris les détenteurs de crédit hypothécaire. Ceci aurait pour effet de retirer la fonction de protection des consommateurs à la Réserve fédérale, mais pas à la SEC ni à la Commodity Futures Trading Commission. Un nouvel Office de contrôle des assurances, relevant du Département du Trésor, serait chargé de coordonner le secteur de l'assurance ainsi que sa régulation et sa supervision dans les États.

La Réserve fédérale serait l'organe régulateur des sociétés de holding d'importance systémique (le noyau dur) et de leurs succursales et filiales nationales et internationales. Elle serait dotée de compétences étendues à la supervision et à la régulation de toutes les filiales des conglomérats bancaires et assurerait la consolidation de la réglementation prudentielle des holdings financiers. La Réserve fédérale superviserait aussi tous les systèmes de paiement, de compensation et de règlement d'importance systémique. Les chambres de compensation relevant actuellement de superviseurs distincts auraient accès au système Fedwire (de transfert électronique entre les institutions financières), au guichet d'escompte et à d'autres services de la Réserve fédérale.

**Transparence des prix.** Les gains d'efficience d'une transparence des prix à l'échelle de tout le système ont été longtemps anéantis par l'ampleur gigantesque des marchés des produits dérivés au comptant où les prix ne sont pas rendus publics. L'obligation d'inscrire toutes les opérations au comptant sur produits dérivés à un registre (à moins qu'elles n'aient déjà été déclarées à une chambre de compensation) vise à accroître la transparence.

Les nouvelles règles de déclaration des prix et des volumes de transactions sur produits dérivés effectuées au comptant renforcent considérablement l'aptitude des organes de régulation à surveiller le marché en observant des positions ouvertes et des activités de négocios qui leur échappaient totalement auparavant, et en améliorant le processus de détermination des prix. Cette amélioration rendra le processus plus concurrentiel, l'utilisateur final (non le courtier) disposant de plus d'information sur l'ensemble du marché.

**Information financière.** Les lois de 1933 et 1934 sur les valeurs mobilières fixent les règles concernant les données financières clés à fournir en préalable à l'émission et au négoce d'obligations et de titres d'endettement par les entreprises. La loi de 1934 sur l'habitat a créé le contrat hypothécaire type, normalisé les pièces relatives aux prêts et créé un marché secondaire des hypothèques pour

l'immobilier résidentiel. Dans le même ordre d'idée, le Trésor invite la SEC à élaborer des documents normalisés pour la titrisation et à renforcer les règles d'information financière relatives à l'émission et au négoce de titres d'endettement. L'opacité et l'inadéquation des mesures de diligence ont été d'importants facteurs de la défaillance du marché des titres hypothécaires structurés. Les mesures proposées semblent conçues pour rendre l'information sur la structure de titrisation et les actifs sous-jacents plus accessibles, afin que les investisseurs puissent effectuer un contrôle préalable diligent.

**Intégrité du marché.** Le plan prévoit l'immatriculation des dirigeants de la plupart des fonds spéculatifs, de placement privés, de capital risque et autres gestionnaires de portefeuille à la SEC ainsi que la fourniture d'informations financières sur leurs activités et la tenue d'une comptabilité. Le degré d'information financière a été fixé pour permettre aux organes de supervision de se rendre compte que les placements prennent des proportions démesurées, sont trop exposés ou interconnectés et menacent la stabilité systémique.

L'immatriculation permettrait de réduire les détournements et autres escroqueries en soumettant les gestionnaires de ces fonds à un filtrage. Les règles de déclaration des positions prises seraient de nature à contenir les risques de manipulation du marché, de turbulence dues aux ventes à découvert et les effets de distorsion des fonds spéculatifs sur les prix des produits de base. Ces mesures devraient aussi rendre les marchés plus crédibles, améliorer la confiance des investisseurs et renforcer les attributions des superviseurs.

Le Trésor entend en outre rétablir les dispositions anti-fraude et anti-manipulation sur les marchés de produits dérivés, abrogées dans le cadre de la déréglementation de 2000.

**Conflits d'intérêt.** Le Trésor propose de traiter divers domaines de conflit des relations avec les investisseurs. Les émetteurs de titres adossés à des actifs seront tenus d'endosser une partie du risque de crédit pour veiller à ce que la discipline de marché s'exerce sur la souscription et le transfert du risque. La rémunération des dirigeants ne sera plus fondée sur les profits à court terme mais sur la performance à long terme. Les agences de notation du crédit devront faire état de leurs relations d'affaires avec les émetteurs, y compris des commissions qui leur sont versées. Les conseils en placement gérant un fonds spéculatif ou un fonds commun de placement seront exclus de certaines autres activités.

## Un nouveau New Deal

Les réformes proposées sont un revirement total par rapport au principe sacro-saint de la capacité de la finance à s'autoréguler qui a prévalu avant la crise, au profit de celui de l'application de mesures prudentielles pour améliorer le fonctionnement des marchés et la gestion des externalités qui découlent de la prise massive de risques. Elles sont inspirées de la sagesse économique qui a guidé les réformes du *New Deal* et qui a permis de repenser les marchés financiers après la crise de 1929 et les faillites bancaires qui ont suivi. Le succès des réformes des années 30 n'est plus à démontrer, ce qui représente un défi de taille pour les réformes actuelles, mais la proposition du Trésor présente un double avantage que les initiateurs du *New Deal* n'avaient pas, à savoir, les enseignements tirés du *New Deal* et la conscience que le cadre de régulation proprement dit devra avoir la capacité intrinsèque d'anticiper les innovations futures. ■

*Randall Dodd est expert spécialiste du secteur financier au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.*

# Les signaux de la prochaine crise

Qu'attendre des systèmes d'alerte précoce?



Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry et Natalia Tamirisa

«Les politiques ont souvent deux penchants malheureux : accorder trop d'attention aux scénarios catastrophe ou, au contraire, en faire totalement abstraction. Il en va parfois de leur réussite électorale ou de leur popularité.»

Cass R. Sunstein, *Worst-Case Scenarios*

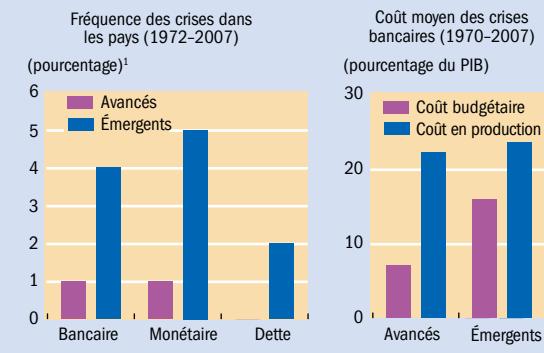
**A**PRÈS bientôt une décennie de calme relatif à la suite des crises des marchés émergents des années 90, les actuelles turbulences financières mondiales ont relancé l'intérêt des décideurs comme du grand public pour les systèmes d'alerte précoce (SAP) dans l'anticipation des crises financières. Mais quels signaux ces systèmes peuvent-ils vraiment détecter? Comment fonctionneront-ils? Et seront-ils efficaces?

L'expérience montre que les crises sont extrêmement coûteuses, tant pour les pays avancés que pour les pays émergents (voir graphique). Certes, elles ont toutes leurs particularités mais sont presque toujours le produit d'une vulnérabilité économique sous-jacente et d'un déclencheur spécifique. Le facteur de vulnérabilité est sou-

vent une bulle du crédit ou du prix des actifs, une asymétrie de bilan (trop d'emprunts en devises, à des échéances trop courtes, ou avec une capitalisation insuffisante), mais le déclencheur peut prendre la forme de n'importe quel événement ou presque — agitation politique, choc des termes de l'échange, contagion, ou, plus récemment, effondrement du marché des *subprime* (voir tableau).

## Des crises coûteuses

Si les crises sont plus courantes dans les pays émergents, les pays avancés n'en sont pas à l'abri.



Source : Laeven and Valencia (2008).

<sup>1</sup>Fréquence mesurée à partir du nombre d'épisodes de crise en pourcentage du nombre total d'années-pays dans les échantillons respectifs.

Cette définition — vulnérabilité sous-jacente et facteur de déclenchement — amène à deux conclusions. Premièrement, la crise est aussi imprévisible que l'événement susceptible de la déclencher. Deuxièmement, par voie de conséquence, il est difficile de convaincre les responsables à prendre des mesures préventives, d'autant qu'elles risquent d'avoir un coût économique ou politique. Il s'ensuit que les efforts d'alerte précoce doivent viser non pas tant à anticiper la prochaine crise qu'à cerner les vulnérabilités sous-jacentes en l'absence desquelles une crise serait improbable et à adopter des politiques visant à y remédier.

### Que peut-on vraiment attendre d'un SAP?

Idéalement, un système d'alerte précoce doit signaler les vulnérabilités naissantes suffisamment à l'avance — et de manière assez convaincante — pour que puissent être prises des mesures correctives ne serait-ce que face au risque. Crever une bulle spéculative avant qu'elle ne gonfle, contenir les engagements sans couverture sur le marché des changes, limiter l'effet de levier et relever les ratios de fonds propres, sont autant de mesures permettant de réduire l'accumulation de vulnérabilités.

Mais ces mesures risquent d'être assez impopulaires : les ménages préfèrent voir grimper la valeur de leur maison, les emprunteurs souhaitent pouvoir emprunter à meilleur compte en devises, et les institutions financières rechignent à détenir davantage de capital, car cela nuit à leur rentabilité. Par conséquent, quiconque veut persuader de la nécessité d'agir devra expliquer comment les crises peuvent se propager d'un secteur,

d'un marché et d'un pays à l'autre. Enfin, puisqu'il ne sera jamais possible d'éviter toutes les vulnérabilités, un SAP doit aussi pouvoir signaler les risques imminents, pour donner aux pays les moyens de se préparer aux crises à venir et aux décideurs la possibilité de mettre en place des plans d'urgence.

Certes, fixer la mission d'un SAP est une chose, faire en sorte qu'il la remplisse en est une autre. La crise mondiale actuelle donne la mesure des défis à relever. Si un certain nombre de commentateurs ont constaté l'augmentation très rapide du prix de l'immobilier aux États-Unis — symptomatique des vulnérabilités croissantes —, ils ont été moins nombreux à comprendre comment, dans cet environnement, les institutions financières non bancaires, peu réglementées et à fort effet de levier (banques d'investissement et autres véhicules de titrisation) risquaient de faire du problème relativement mineur des prêts hypothécaires à risque la crise financière la plus grave depuis la Grande Dépression. Et sans cette capacité à «faire le rapprochement», pourquoi aurait-on adopté des mesures préventives (comme contraindre les banques à détenir davantage de capital pour couvrir leurs engagements hors-bilan)?

### Comment élaborer un SAP?

La première étape consiste à déterminer les événements à signaler. Les modèles d'alerte précoce mis au point au lendemain des crises des marchés émergents des années 90 visaient des phénomènes extérieurs — tarissement soudain des entrées de capitaux — puisque la plupart des crises dans ces pays découlaient d'inversions brutales des flux de capitaux, ou du moins les avaient pour corollaires. (De manière plus intéressée pour le FMI, ces crises créant des besoins de financement extérieur, leur détection précoce lui permet de prévoir d'éventuels appels à ses ressources de prêt.) Dans les économies avancées, bien que les crises puissent avoir une dimension extérieure, elles sont plus souvent axées sur le secteur financier. En outre, les fortes chutes de production — par-delà les simples fluctuations conjoncturelles — peuvent en elles-mêmes intéresser les décideurs, qu'elles s'accompagnent ou pas d'une crise financière.

Une fois la crise définie, l'étape suivante consiste à concevoir les instruments analytiques appropriés. Cette troupe doit associer à des méthodes d'analyse quantitative formelle des méthodes plus heuristiques axées sur de vastes consultations et des appréciations plus subjectives. Les outils quantitatifs remplissent quatre fonctions : rechercher systématiquement les vulnérabilités; étudier les liens qui, notamment par le secteur financier, pourraient pousser une éventuelle crise à se transformer et à se propager à d'autres secteurs, marchés ou pays; quantifier à la fois la probabilité et les répercussions d'une éventuelle crise, vu les vulnérabilités identifiées; servir de cadre rigoureux et de repère à toute appréciation subjective.

Les premières versions de SAP reposaient généralement sur un modèle de «probabilité de crise» unique établissant des corrélations entre les indicateurs macroéconomiques (par exemple, l'ampleur du déficit courant ou le ratio réserves/dettes à court terme dans les pays émergents) et les crises.

Les variantes plus modernes reconnaissent que, si ces modèles restent essentiels, les perspectives macroéconomiques et financières globales, la correspondance avec d'autres modèles et analyses sectoriels, des données de marché à haute fréquence

### Les crises et leurs causes

Vulnérabilités et déclencheurs à l'origine des crises.

Crise	Vulnérabilité	Déclencheur
Mexique (1994)	Engagements extérieurs à court terme (et en devises) de l'État	Resserrement de la politique monétaire des États-Unis, chocs politiques
Thaïlande (1997)	Engagements extérieurs des entreprises financières et non financières; concentration d'engagements des sociétés financières dans le secteur immobilier	Détérioration des termes de l'échange; déflation des prix des actifs
Indonésie (1997)	Engagements extérieurs des entreprises; concentration des actifs bancaires dans les prêts immobiliers; ratio élevé d'endettement des entreprises	Contagion de la crise thaïlandaise; crise bancaire
Turquie (2000)	Engagements extérieurs à court terme de l'État; asymétries de devises et d'échéances dans le système bancaire	Creusement du déficit courant, appréciation du taux de change réel, choc des termes de l'échange; incertitude quant à la volonté politique de réformer le secteur financier
Finlande (1991)	Boom du crédit et de l'immobilier, surchauffe, sous-capitalisation bancaire, concentration des prêts, crédits intérieurs en devises, déréglementation financière sans renforcement de la réglementation prudentielle ni de la supervision; faiblesses de la gestion des risques des banques	Resserrement de la politique monétaire, effondrement du commerce avec le Conseil d'assistance économique mutuelle; dépréciation du taux de change
Norvège (1988)		
Suède (1991)		
États-Unis (2007)	Boom du crédit et de l'immobilier; faiblesses de la réglementation financière d'où une accumulation du levier financier et une mauvaise valorisation du risque	Effondrement du marché des prêts hypothécaires à risque

Sources : Ghosh et al. (2008); Drees and Pazarbaşoğlu (1998).

## La boîte à outils d'un SAP en un clin d'œil

De quels outils analytiques faut-il doter un SAP? Si les détails varient d'un cas à l'autre, un SAP efficace comprendra vraisemblablement plusieurs éléments dont un aperçu des perspectives macroéconomique et financières mondiales, une évaluation des vulnérabilités nationales et sectorielles et une analyse des effets de débordement sur les autres pays et les autres secteurs.

**Perspectives.** L'analyse des tendances de la conjoncture macroéconomique et financière mondiale repose sur le calcul des risques financiers et souverains à partir de données du marché, la dispersion des prévisions économiques du secteur privé, et des graphiques en éventail résumant les risques relatifs aux projections économiques de référence. En outre, et pour donner le contexte général de l'analyse des risques de pertes extrêmes, s'ajoutent les tendances relatives aux équilibres épargne-investissement du pays et des différents secteurs, aux déséquilibres extérieurs et aux désalignements du taux de change.

**Mesures sommaires de la probabilité, de la durée et de l'ampleur d'une crise.** Plusieurs méthodes ont été élaborées pour synthétiser les vulnérabilités d'un pays aux divers types de crises (par exemple extérieures, financières, croissance), à partir d'une large gamme d'indicateurs économiques et financiers. Certains outils utilisent des modèles «probit», tandis que d'autres reposent sur des techniques non paramétriques, qui identifient les seuils des

différents indicateurs de vulnérabilité en fonction de leur capacité à distinguer les cas de crise des autres. Ces modèles, qui indiquent généralement la probabilité d'une crise, peuvent être complétés par des outils aidant à déterminer la profondeur d'une crise, sa durée et le trajet éventuel de la reprise (y compris, par exemple, si elle s'accompagnera d'un rebond du crédit) si elle se produit.

**Mesures des vulnérabilités sectorielles.** Pour faire le trait d'union entre les modèles axés sur les probabilités globales de crise et les analyses sectorielles, on peut recourir à des méthodologies sectorielles spécialisées. Les outils sectoriels peuvent se centrer sur des sources spécifiques de vulnérabilité (par exemple, désalignements des prix immobiliers ou positions budgétaires insoutenables). Des indicateurs de marchés financiers de haute fréquence peuvent aider à synthétiser l'information prospective et à anticiper des conditions financières en rapide dégradation.

**Transmission à d'autres pays, secteurs ou marchés.** Pour calculer les scénarios de risques extrêmes il faut comprendre comment les chocs se transmettent d'un pays ou d'un marché à l'autre. Ainsi, des données sur les engagements bancaires transfrontaliers peuvent faire apparaître une éventuelle contagion internationale par les prêts bancaires. De même, divers outils peuvent aider à évaluer les risques de contagion du secteur financier au secteur souverain et à celui des entreprises non financières, notamment à partir des perceptions du marché.

et des simulations de répercussions transfrontalières peuvent aussi être importants pour obtenir une évaluation équilibrée et complète des vulnérabilités annonciatrices d'une crise (l'encadré offre une analyse plus technique des outils).

Un système d'alerte précoce ne peut cependant se limiter à des outils formels et quantitatifs. La singularité et la diversité des crises limitent nécessairement la capacité des outils statistiques à extraire les informations susceptibles de prédire la prochaine crise ou à prendre totalement en compte les facteurs spécifiques aux pays. Ces outils quantitatifs doivent donc être complétés par d'autres démarches, dont les concertations avec les décideurs, les opérateurs et les universitaires, l'application de règles empiriques issues de l'expérience, d'hypothèses circonstanciées, de jugements intuitifs, du bon sens et d'une réflexion «non conformiste», autant d'éléments qui aident à détecter les nouvelles sources de vulnérabilité, sans oublier que la crise à venir risque d'être bien différente des autres.

## Comment convaincre les politiques?

Au-delà des difficultés techniques liées à la détection des vulnérabilités, le problème sans doute le plus redoutable est d'arriver à convaincre les décideurs de réagir aux signaux d'un SAP. D'où l'importance d'une communication claire et sincère sur les alertes précoces, étayée par des analyses exhaustives. Celles-ci doivent comporter une description des sources de vulnérabilité sous-jacentes, des chocs qui peuvent les amener à se matérialiser et de la manière dont les chocs pourraient se propager aux autres secteurs, marchés ou pays. Enfin, les alertes précoces doivent être accompagnées d'un ensemble clair de mesures envisageables, montrant leurs avantages et inconvénients respectifs au regard des différents types de risques et soulignant la nécessité d'une coordination internationale. La communication

doit être soigneusement modulée, certains messages devant être réservés aux décideurs, tandis que d'autres informations, moins délicates, peuvent être rendues publiques.

## Au bout du compte

Un SAP doit avoir pour objectif réaliste et ambitieux de signaler les risques d'un éventuel scénario catastrophe et de proposer aux décideurs des options optimales pour y réagir. Il faut pour cela une analyse rigoureuse et prospective, une solide capacité d'appréciation et une communication fluide. Mais, pour parfaite que soit sa conception, un SAP ne saurait prédire ou prévenir toutes les crises et il peut par ailleurs déclencher trop de fausses alarmes. Les responsables politiques seront-ils prêts à écouter une fois la crise financière mondiale passée? ■

*Jonathan D. Ostry est Directeur adjoint, Atish R. Ghosh est Chef de la Division des questions systémiques, et Natalia Tamirisa est Assistante du Directeur, au Département des études du FMI.*

### Bibliographie :

Drees, Burkhard, and Ceyla Pazarbaşioğlu, 1998, The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization, *IMF Occasional Paper 161* (Washington: International Monetary Fund).

Ghosh, Atish R., and others, 2008, IMF Support and Crisis Prevention, *IMF Occasional Paper 262* (Washington: International Monetary Fund).

Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database," *IMF Working Paper 08/224* (Washington: International Monetary Fund).

Sunstein, Cass R., 2007, *Worst-Case Scenarios* (Cambridge, Massachusetts, and London, England: Harvard University Press).



# Visages de la crise

## Six tranches de vie

**S**IX personnes dans six pays différents. Elles ne se connaissent pas et ne se rencontreront sans doute jamais, mais elles ont toutes un point commun. Comme des millions d'autres, elles sont devenues les victimes innocentes de la panique financière qui a balayé la planète au lendemain de la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers, le 14 septembre 2008.

Leur histoire, de vive voix, illustre mieux que toute analyse économique combien le monde s'est intégré et combien nos sorts sont désormais entrelacés. Elle confirme aussi, malheureusement, que ce sont les pauvres et les moins instruits qui souffrent en général le plus et sont les moins aptes à résister à une récession.

Le coût social de la crise s'alourdira encore quelque temps. Le chômage, symbole de la Grande Dépression, n'atteindra jamais les niveaux des années 30, mais, comme indicateur décalé, il devrait continuer d'augmenter jusqu'en 2010. L'Organisation internationale du travail estime que jusqu'à 50 millions de personnes pourraient perdre leur emploi avant la fin de la crise. Il va de soi que le coût humain du chômage est encore plus élevé dans les pays émergents et à faible revenu, dont les dispositifs de protection sociale sont faibles ou inexistant. Le FMI encourage les gouvernements, là où il le peut, à renforcer la protection des pauvres et des plus vulnérables.

Six personnes, six vies bouleversées par une même crise économique mondiale.



Francette Picard survit grâce à l'argent que lui envoie son cousin, Claude Bruno.



Claude Bruno gagne sa vie en lavant la vaisselle dans une

## Haiti

### États-Unis : la planche de salut

**F**RANCETTE Picard a 57 ans. Elle est mère célibataire et subvient à ses besoins et à ceux de ses deux filles grâce aux envois mensuels de son cousin, Claude Bruno, qui réside aux États-Unis. Avant la crise, elle recevait environ 250 dollars par mois. Aujourd'hui, elle n'en reçoit plus que 30 à 60, de temps à autre.

«Il m'envoyait de l'argent pour payer l'école, et aussi de la nourriture. Mais, depuis quelque temps, il a des problèmes économiques, il ne peut plus le faire», dit-elle, ajoutant : «il m'a appelée pour me dire qu'il ne peut plus le faire parce que les affaires sont dures pour lui là-bas. Dans une semaine, il peut aller travailler pendant trois jours, puis passer une ou deux semaines sans travailler.»

La Banque mondiale prévoit qu'après des années de croissance à deux chiffres, les envois de fonds dans le monde diminueront cette année de 7 à 10 %. Jusqu'à présent, Haïti a résisté à la tendance baissière des envois de fonds vers l'Amérique latine et les Caraïbes, mais les perspectives restent précaires.

«La chute des envois de fonds n'est heureusement pas aussi grave que prévu, mais, avec une croissance démographique de 2 % par an, l'année ne sera pas bonne en Haïti», déclare Corinne Delechat, du FMI. «Les envois de fonds sont la clé de la survie pour beaucoup de familles en Haïti.»

Les fonds envoyés au pays par son importante diaspora constituent la plus grande source de devises et représentent plus du quart du PIB, d'après la Banque interaméricaine de développement (BID). Les sommes sont en général faibles — peut-être une centaine de dollars par mois —, mais elles ont totalisé 1,25 milliard de dollars en 2008, soit deux fois et demie la valeur des exportations. L'argent sert aux besoins de base tels que nourriture, logement et éducation.

À une heure de vol des États-Unis, Haïti est le pays le plus pauvre des Amériques. Son histoire récente a été marquée

par la violence, l'instabilité politique, le manque de moyens et les catastrophes naturelles. Selon les Nations Unies, 80 % de sa population vit au plus avec 2 dollars par jour.

En début d'année, les analystes prévoient qu'Haïti, comme le reste du monde, verrait ses envois de fonds s'affondrer du fait de la crise économique en Amérique du Nord, où vit la majorité des deux millions d'Haïtiens expatriés. En fait, loin de diminuer, ces envois se sont maintenus et ont même légèrement augmenté.

«Les besoins sont tels en Haïti que les parents expatriés ne peuvent même pas envisager d'interrompre leurs envois de fonds», déclare Gregory Watson de la BID.

Voilà pourquoi Claude Bruno, le cousin de Francette Picard, continue d'envoyer de l'argent malgré ses propres difficultés. À un âge où il devrait déjà penser à la retraite, ce sexagénaire passe 8 heures par jour à laver des assiettes pour les pensionnaires d'une maison de retraite du New Jersey.

Le ralentissement de l'économie mondiale et le taux de chômage de 9,5 % aux États-Unis ont provoqué une diminution des envois de fonds des émigrants d'Amérique latine et des Caraïbes à leurs familles. Les analystes pensent que, s'il en va autrement en Haïti, c'est peut-être parce que les montants envoyés sont faibles en général et donc moins sensibles aux changements des situations individuelles. Par ailleurs, les secteurs, tel celui des services, dans lesquels les immigrants haïtiens sont concentrés, sont moins touchés par la récession.

Cela n'avance guère Francette Picard, qui risque de perdre son logement et refuse de se faire soigner pour ses migraines persistantes. «Après minuit, je ne peux plus dormir jusqu'au lever du soleil à force de penser. L'on se demande parfois ce qu'on va donner aux enfants le matin. Il faut faire leur boîte à lunch et, pourtant, on est allé se coucher sans un sou, et les enfants doivent aller à l'école.»

Francette établit instinctivement le rapport entre le sort de ses compatriotes, et le sien, et les perspectives aux États-Unis. «Quand il y a des problèmes aux États-Unis, nous autres en Haïti nous en avons aussi parce que nous dépendons de la diaspora qui nous soutient. Nous sommes profondément affectés.» ■



maison de retraite du New Jersey.



Pour Ignace Koffi Kassi, avec la crise les cacaoculteurs ivoiriens ont encore plus de mal à joindre les deux bouts.

## Côte d'Ivoire

### Des temps plus durs pour les cultivateurs

**I**GNACE Koffi Kassi prend d'habitude la vie du bon côté, mais interrogez-le sur son gagne-pain — le cacao — et vous verrez qu'il est inquiet. «Il n'est pas facile de prospérer dans la culture du cacao en Côte d'Ivoire, car les conditions sont très ardues», dit-il.

Cet homme musclé, qui manie chaque jour la machette, est le père de sept enfants. Il ajoute : «quand je fais les calculs, je m'occupe de quinze personnes au moins». Pour tenter de compléter ses revenus, il a récemment diversifié ses cultures en plantant des palmiers à huile et des hévéas.

Autrefois l'un des pays les plus prospères d'Afrique occidentale, la Côte d'Ivoire, qui compte 19 millions d'habitants, est sortie il y a peu d'un conflit. Un coup d'État militaire en 1999, puis un début de guerre civile en 2002 sont venus mettre fin à un redressement économique. Depuis 2007, un gouvernement de transition s'emploie à reconstruire le pays.

La crise économique mondiale rend désormais cette tâche encore plus difficile, et pas seulement pour la Côte d'Ivoire : c'est l'ensemble du continent africain qui est touché. Dominique Strauss-Kahn, Directeur général du FMI, déclarait le 27 mai dernier au terme d'une visite dans le pays : «L'Afrique est aujourd'hui la victime innocente d'une crise financière issue des pays avancés. Survenant tout juste après la flambée des prix des produits alimentaires et énergétiques de l'année dernière, la récession mondiale accentue les vulnérabilités des pays à faible revenu, du fait de la chute des cours des matières premières, du repli des échanges et de l'investissement, ainsi que des menaces qu'elle fait peser sur l'aide au développement.»

Le FMI a récemment approuvé un prêt de 566 millions de dollars EU à la Côte d'Ivoire pour l'accompagner dans son développement économique, et le pays a également bénéficié d'un allégement de dette. Toutefois, la pénurie mondiale de crédit entraîne une réduction de l'investissement direct étranger qui est indispensable, notamment pour la culture du cacao. La Côte d'Ivoire est le plus grand producteur au monde de cacao, son principal produit d'exportation. Il repré-

sente 35 % des biens exportés, 4 millions d'emplois et 1,4 milliard de dollars EU de recettes annuelles d'exportation.

Les cours étaient à un niveau record jusqu'à récemment, mais les petits planteurs n'en ont pas ressenti les effets. M. Kassi se débat avec un matériel archaïque, des fonds insuffisants et des infrastructures médiocres, qui empêchent d'écouler la production sur les marchés locaux, et à fortiori sur les marchés internationaux. «Nous sommes un pays sous-développé. Tout se fait n'importe comment et avec des instruments démodés. Le producteur de cacao en Côte d'Ivoire travaille à la machette et n'a pas d'engrais», se plaint-il.

Au pied d'un de ses cacaoyers, il affirme que les concours de la communauté internationale — allégement de dette ou aide — ne semblent déboucher sur aucune amélioration tangible pour les cultivateurs comme lui. «On nous parle de construction d'écoles, d'hôpitaux, mais si le producteur ne peut faire sortir le cacao de son champ, s'il n'a pas d'argent pour se soigner, se vêtir, scolariser ses enfants, c'est que l'obtention du point d'achèvement ne peut nullement l'intéresser. Il faut réduire les taxes et nous donner les moyens de produire du cacao de bonne qualité.»

M. Kassi craint que la crise économique ne soit fatale au petit producteur. «Nous avons des problèmes de longue date, mais la crise est en train de nous porter le coup de grâce. L'optimisme n'est plus d'actualité et c'est le pessimisme qui s'aggrave. Il est temps qu'on dise au cultivateur quand il verra la fin de sa souffrance.»

Il voudrait que l'État agisse pour améliorer la marge bénéficiaire des exploitants. «Nous souhaitons qu'on intègre dans les différentes rencontres entre l'État et les partenaires au développement le problème du revenu du producteur, celui-là même qui fait l'économie de la Côte d'Ivoire.»

Pour Alexei Kireyev, économiste au FMI, il y a une bonne nouvelle : le gouvernement accélère les réformes avec l'aide de la communauté internationale. «La réduction progressive de l'imposition indirecte sur le cacao de 32 % à 22 % d'ici 2011 accroîtra le revenu des planteurs comme Koffi Kassi», dit-il. L'État a entrepris une refonte de la réglementation du secteur en vue d'améliorer la gouvernance et la transparence.

Il existe donc un espoir que Kassi voit bientôt certains des changements auxquels il aspire. En attendant, il n'a d'autre choix que de continuer à se battre. Après tout, il a quinze bouches à nourrir. ■



Gustavo Ramirez, victime du chômage technique qui touche le port de Buenos Aires.



Gustavo et Evelina entourés de leurs filles Nicole, Solange,

## Argentine

### La tourmente n'épargne aucun port

**G**USTAVO Ramirez avait gravi lentement mais sûrement l'échelle socioéconomique.

Après presque trois ans de travail au port de Buenos Aires, il avait pu offrir à sa femme et à ses quatre filles un appartement dans le quartier ouvrier de Barracas, un logement certes modeste mais plus spacieux que le studio qu'ils occupaient avant. Gustavo et son épouse Evelina, employée d'un laboratoire médical, envoyoyaient leur fille de 13 ans dans une école privée, sortaient dîner plusieurs fois par mois et voyageaient de temps à autre. À 37 ans, Gustavo avait repris ses études d'instituteur — profession sans doute guère plus lucrative que celle d'employé portuaire, mais qui s'accompagnait d'avantages sociaux importants.

Quand survint la crise économique.

L'Argentine, comme beaucoup de pays émergents, avait espéré échapper à la tourmente déclenchée en 2007 dans les pays avancés par la crise du marché hypothécaire américain, mais, à la fin de 2008, celle-ci se généralisait.

Le ralentissement de l'économie mondiale et la raréfaction du crédit aux échanges entraînaient un effondrement du commerce mondial. Celui-ci a perdu plus de 20 % au premier semestre de 2009 et, selon les estimations du FMI, le repli sera de 12 % pour l'ensemble de l'année. L'Argentine n'a pas été épargnée par ce phénomène, et tant ses exportations que ses importations ont chuté. Au cours des quatre premiers mois de 2009, le volume des marchandises transitant par le port de Buenos Aires a diminué de 32 % par rapport à la même période en 2008. Le travail a ainsi commencé à se faire rare sur la rive Sud de l'imposant estuaire du Rio de la Plata : «Il y en avait beaucoup et, du jour au lendemain, c'était fini», se lamente Gustavo.

Jusqu'à la fin de l'année dernière, comme 1.500 autres employés du port, il travaillait en moyenne 24 jours par mois.

Ce chiffre n'est plus que de 14 ou 15, un peu plus pour les anciens et encore moins pour les plus jeunes.

Gustavo travaille à Terminales Rio de la Plata, qui gère trois des cinq vastes terminaux du port — par lequel passent la quasi-totalité du trafic de conteneurs de l'Argentine et une large part du commerce extérieur total. La plupart des exportations agricoles partent de ports sur le fleuve Paraná, plus à l'ouest.

Son embauche avait été une bénédiction pour Gustavo, qui travaillait alors 12 heures par jour dans un petit magasin et devait prendre ses congés en milieu de semaine. Outre que le salaire était modeste, la vie de famille en souffrait. Il y a trois ans, à l'école de sa fille Nicole, gymnaste accomplie qui collectionne les trophées, il avait entendu parler de ce travail. Meilleur salaire, ce qui a permis à la famille de vivre mieux.

Aujourd'hui, quoiqu'il accepte stoïquement la perte de revenu (la paye d'Evelina reste plutôt stable), M. Ramirez n'en souffre pas moins des conséquences. Il est plus difficile de s'en sortir et, depuis mars, la famille ne peut plus payer toutes ses factures, en dépit des sacrifices.

La vie est toutefois «meilleure qu'il y a deux ou trois ans», et la crise a soudé la famille. Solange, 16 ans, fille d'un précédent mariage vient tout juste de les rejoindre — son nom n'a pas encore été ajouté au panneau accroché sur la porte de la chambre qu'elle partage avec ses demi-sœurs cadettes Nicole (13 ans), Julieta (5 ans) et Martina (2 ans).

Gustavo dit que ce nouveau temps de libre lui permet d'aider le syndicat à titre bénévole, ce qu'il trouve épanouissant. Il s'inquiète tout de même des choses sur lesquelles l'Argentine et lui-même ont peu d'emprise et craint que la crise économique mondiale ne s'aggrave, comme lors de la Grande Dépression des années 30. Selon lui, pour les Argentins, cette crise n'a rien à voir avec les précédentes : elle n'est pas partie de chez eux et elle est beaucoup plus étendue, conséquence des rouages politiques et économiques mondiaux étrangers au pays. ■



Martina et Julieta.



Shital Patel, licenciée par Morgan Stanley (à New York) il y a un peu plus d'un an.

## États-Unis

### S'investir dans un nouvel emploi

**S**HITAL Patel parle encore de Morgan Stanley, son ancien employeur, en disant «nous» et au présent.

Elle a été licenciée de son poste d'analyste en mai 2008, dans les semaines qui ont suivi la chute de Bear Stearns, une autre banque d'investissement. À 31 ans, elle a rejoint les rangs des milliers de jeunes cadres brillants et ambitieux du secteur financier américain que la crise économique a mis au chômage.

«J'étais la fille super-brillante, avec un job en or, et voilà que, tout d'un coup, j'ai dû me remettre en question», confie-t-elle.

Les premières semaines, bien qu'en état de choc, elle s'est lancée dans la recherche d'un emploi. Morgan Stanley lui offrait, au titre des indemnités de départ, huit semaines de services de réorientation de carrière.

L'été 2008, on la convoquait déjà pour des entrevues et elle était remplie d'espoir. Et puis, en septembre, Lehman Brothers s'effondrait, engloutissant ses propres repères.

Shital était étudiante en médecine lorsqu'elle a découvert l'économie à la faveur d'un cours à l'université de Pennsylvanie, et ne l'avait jamais regretté. Diplôme en poche, elle entrait à la Réserve fédérale, à Washington, pour travailler sur les prévisions économiques de dépenses de consommation et des ménages. Elle aimait son travail et ses collègues, mais saisit instantanément l'offre d'un entretien chez Morgan Stanley qui apparut un jour dans sa messagerie électronique.

«Je rêvais de travailler dans une grande banque d'investissement», dit-elle. Elle y fut chargée des prévisions économiques aux États-Unis et, par la suite, de la coordination des prévisions économiques mondiales. L'apprentissage était rude au départ, mais Shital adorait son travail.

Huit ans plus tard, presque jour pour jour, elle venait grossir les statistiques des victimes de la crise financière.

Les licenciements dans le secteur financier américain étaient un signe annonciateur. La crise des *subprimes* allait vite s'étendre au reste du monde, provoquant la pire récession en 70 ans. En 2008, l'économie mondiale s'est contractée pour la première fois depuis la Seconde Guerre mondiale, et des emplois ont été supprimés dans tous les pays qui dépendaient du consommateur américain pour l'achat de leurs biens. L'Organisation internationale du travail prévoit que le chômage touchera 210 millions de personnes dans le monde d'ici la fin de 2009. Selon le Bureau américain des statistiques sur l'emploi, un peu plus d'un demi-million d'emplois ont disparu à ce jour dans le secteur des services financiers.

Selon les prévisions du FMI, la situation du marché du travail aux États-Unis freinera la croissance pour un certain temps, et le PIB devrait perdre 2,5 % en 2009. Beaucoup des emplois supprimés ne seront pas récupérés, même après la reprise du secteur, selon un rapport des services budgétaires publié en mai par la ville de New York.

Le nombre de personnes qualifiées mises au chômage rend la concurrence particulièrement âpre pour un nombre d'emplois de plus en plus faible. Shital confie que, lors des entretiens, les employeurs la préviennent qu'ils ne recherchent pas d'économistes.

«Il ne fait pas bon être économiste. L'employeur qui trie une pile de 500 C.V. a vite fait de vous éliminer.»

Shital n'avait pas d'ennuis financiers avant son licenciement, car elle ne vivait pas au-dessus de ses moyens. Elle possède un appartement modeste à Greenwich Village et parvient à joindre les deux bouts grâce aux indemnités de départ, à l'assurance chômage et à ses économies.

La perte d'un emploi peut perturber autant qu'un décès ou un divorce, et elle dit être passée par les «sept étapes» du deuil — du choc et du déni à l'acceptation.

Les moments de détresse ont été nombreux et profonds, mais Shital, après une entrevue récente à la Réserve fédérale de New York, est optimiste.

«J'ai vraiment l'espoir de trouver un emploi avant la fin de l'année», dit-elle. ■



Yoshinori Sato a été licencié par un constructeur automobile.

## Japon

### Une vie bouleversée

**L**ES ASPIRATIONS de Yoshinori Sato n'ont rien d'extraordinaire : il veut vivre avec sa famille et récupérer son emploi. Or la récession qui a ravagé l'industrie automobile japonaise rend l'une et l'autre impossibles pour le moment.

M. Sato a 50 ans. Il est originaire de Hokkaido, où il a laissé sa famille il y a sept ans pour venir chercher du travail à Yokohama par le biais d'une agence de placement temporaire. Il a été affecté à la chaîne de montage de moteurs de camions de l'usine Isuzu Motors Co.

Le salaire était modeste, mais il lui permettait de s'en sortir. En novembre dernier, l'entreprise annonçait à 500 personnes leur licenciement pour la fin du mois suivant, invoquant la crise économique et la chute des exportations. «Nous étions stupéfaits. Aucun de nous ne s'y attendait», raconte M. Sato. «À la fin d'une journée de travail, je retournai comme d'habitude à la salle du personnel avec quatre de mes collègues, et là, une note attendait chacun d'entre nous. Elle disait que, en raison de la baisse de la production, la direction avait décidé de nous renvoyer.»

La société a demandé aux employés de continuer à travailler dur jusqu'au dernier jour.

Le 26 décembre, 500 ouvriers temporaires pointaient une dernière fois, et M. Sato recevait la consigne de quitter son dortoir dans les quatre jours.

Les constructeurs automobiles japonais sont les plus gros employeurs de main-d'œuvre temporaire, qu'ils recrutent à partir de contrats d'un an renouvelables. Selon les estimations, 3,8 millions de travailleurs entreraient dans cette catégorie. Les règles applicables au travail temporaire ont été relâchées en 2004. Le Japon, qui a renoncé depuis longtemps au culte du «travail à vie», s'enorgueillit d'avoir certains des plus gros constructeurs automobiles au monde, mais le secteur a été l'un des plus touchés par la crise. Selon l'Association des constructeurs automobiles du

pays, en mai 2009 les exportations de véhicules avaient baissé de 55 % par rapport à l'année dernière; il s'agissait du huitième mois consécutif de baisse. Les constructeurs ont réagi en réduisant la production et en supprimant des emplois.

Le Japon n'était pas au cœur de la crise mondiale, mais la chute de la demande et la contagion financière ont plongé cette économie tributaire des exportations dans la pire récession qu'elle ait connue ces cinquante dernières années.

Le gouvernement a tenté de protéger les plus vulnérables, dont les travailleurs temporaires, des pires excès de la récession. Il a ainsi assoupli les critères d'accès à l'assurance chômage et envisagé de relever le salaire minium applicable aux heures supplémentaires. En quittant sa ville natale pour un travail temporaire, M. Sato avait mis en péril sa vie personnelle; il lui en a coûté son mariage et il a dû renoncer à vivre avec ses proches, restés à Hokkaido.

«Je me suis rendu compte que je ne pouvais plus envoyer d'argent à ma femme, et nous avons convenu de divorcer afin qu'elle puisse prétendre à une aide de l'État, mais nous nous aimons toujours et nous nous téléphonons très souvent.»

«J'avais l'habitude d'aller à Hokkaido chaque printemps, car ma fille a son anniversaire le 29 avril. J'ai toujours voulu les faire venir ici lorsque j'aurais assez d'argent, mais cela semble désormais impossible.»

L'ancien ouvrier essaie maintenant de récupérer son emploi. Il a poursuivi en justice l'agence de placement temporaire pour qu'elle assure le paiement de son salaire jusqu'à la fin de son contrat en mars. Il a, semble-t-il, gagné. Il attend maintenant l'issue d'une autre poursuite engagée contre le constructeur pour qu'il le recrute comme ouvrier permanent. Dans l'intervalle, il travaille comme bénévole pour le syndicat des travailleurs de la métallurgie et des machines-outils, qui, en échange, se porte garant pour son loyer.

«Je voulais devenir employé à plein temps et j'essayais de montrer que j'étais un bon élément en arrivant une heure plus tôt chaque matin pour préparer les chaînes de montage. Tout ce que je demandais, c'était d'avoir une vie normale — pas besoin de luxe — et d'avoir ma famille avec moi. Et puis j'ai reçu cette note et mon rêve a volé en éclats.» ■



Santiago Baena souffre des conséquences de la chute de l'immobilier à Madrid.

## Espagne

### Immobilier immobilisé

**V**INGT ANS que Santiago Baena travaille dans l'immobilier, et il y a vu le meilleur et le pire.

M. Baena a 53 ans. Il a grandi en travaillant avec ses 14 frères et sœurs dans le petit hôtel que tenaient ses parents dans le nord du pays. À la trentaine, il s'est lancé dans la vente de maisons et locaux commerciaux, activité en pleine expansion jusqu'à encore il y a deux ans.

Les prix des maisons ont quasiment triplé depuis qu'il a obtenu sa licence d'agent immobilier à Madrid. L'économie espagnole a connu une croissance rapide dans les années 90 — les années fastes de l'immobilier. «D'énormes gains de capitaux ont été réalisés grâce aux réévaluations foncières, au crédit facile et aux augmentations successives de la valeur des biens, ce qui a créé une bulle spéculative tout à fait caractéristique», explique-t-il.

L'adoption de l'euro en 1999 a été synonyme d'emprunts bon marché, d'abondance de crédit et de financement facile. Plus de 90 % des détenteurs d'hypothèques bénéficiant de prêts à taux variable, la réduction des taux a fait baisser le coût du logement.

Mais lorsque la Banque centrale européenne s'est mise à relever les taux d'intérêt en 2004, le marché immobilier espagnol a commencé à ralentir; et quand la crise financière mondiale a frappé l'Europe trois ans après, l'économie espagnole s'est révélée particulièrement vulnérable, car la croissance était étroitement liée au boom de l'immobilier et à la demande intérieure alimentée par le crédit.

Aujourd'hui, le marché est en piteux état. «Le marché n'est pas froid — non, il est gelé», commente M. Baena. En effet, les ventes de maisons ont diminué de plus de 50 % entre le premier trimestre 2007 et le premier trimestre 2009, et rien qu'en 2008, elles sont tombées d'un tiers. Cette chute des ventes a entraîné une baisse des prix, qui, selon la banque espagnole BBVA, devrait avoir atteint 30 % d'ici la fin 2011, par rapport à leur apogée de 2007.

La chute des ventes et des prix représente une baisse de revenu pour les agents immobiliers comme M. Baena. Ceux-ci perçoivent en Espagne une commission de 3 à 5 % du prix de vente, mais la plupart ont dû la réduire ces deux dernières années. «Mieux vaut gagner 50 % sur quelque chose que 100 % sur rien», estime M. Baena. Marié et père de quatre enfants, il a vu ses revenus tomber de 10 % l'année dernière et de 30 % l'année précédente.

Mais l'économie dans son ensemble souffre aussi. Avec le boom du logement, le secteur du bâtiment représentait 9 % de l'économie et 13 % des emplois. L'absence d'acheteurs a entraîné l'arrêt des nouveaux chantiers. «Levez les yeux. Si vous voyez des brouettes ou autre matériel accrochés aux grues, c'est que les travaux ont été arrêtés et que ça a été mis là pour éviter les vols. Levez les yeux et vous verrez que le ciel est plein de brouettes suspendues», fait remarquer M. Baena.

Les salaires en Espagne sont rigides et la plupart des ajustements doivent donc prendre la forme de licenciements. Cela signifie que la détérioration du BTP a aggravé le chômage, qui se chiffre maintenant à près de 20 %.

L'avenir ne semble pas très prometteur pour les chercheurs d'emploi. La croissance n'a été que de 1,2 % en 2008 et devrait flétrir de 3 à 4 % en 2009, selon Christian Henn, économiste au FMI. Ce dont l'Espagne a vraiment besoin, a conclu le FMI dans sa dernière évaluation de l'économie du pays, c'est d'un nouveau modèle de croissance. La construction de logements et la consommation privée ne seront plus les moteurs de la croissance. Demain, le pays devra dépendre davantage de l'industrie et des services pour générer emplois et croissance. Le gouvernement doit donc trouver les moyens d'améliorer la productivité et de réduire les coûts.

Pour M. Baena et tous ceux qui, comme lui, vivaient de l'immobilier, l'avenir est incertain. «Nous gardons espoir en l'avenir», dit-il, son air soucieux démentant l'optimisme de ses paroles. ■

### Remerciements

#### Argentine

Reportage : Florencia Carbone, *La Nación*,  
et James L. Rowe, FMI  
Photographie : Daniel Pessah, *La Nación*

#### Côte d'Ivoire

Reportage : Eric Adingra et Camilla Andersen, FMI  
Photographie : Eugene Salazar, FMI

#### Espagne

Reportage : Silvia Taulés, *El Mundo*, et Marina Primorac, FMI  
Photographie : Silvia Taulés

#### États-Unis

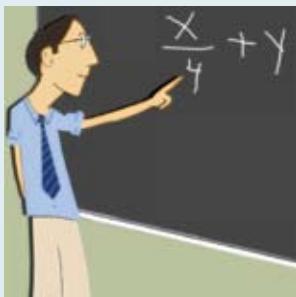
Reportage : Jacqueline Deslauriers, FMI  
Photographie : Michael Spilotro, FMI

#### Haïti

Reportage : Anderson Laforet et Hyun-Sung Khang, FMI  
Photographie : Tony Belizaire, AFP

#### Japon

Reportage : Julian Ryall  
Photographie : Alfie Goodrich



# Qu'est-ce que la politique monétaire?

*Koshy Mathai*

**L**A POLITIQUE monétaire a connu de nombreux avatars, mais quelles qu'en soient les apparences, elle consiste à ajuster l'offre de monnaie pour stabiliser le binôme inflation–production.

La plupart des économistes admettent qu'à *long terme* la production est donnée, et que toute variation de la masse monétaire entraîne uniquement une variation des prix. Mais à *court terme*, comme les prix et les salaires ne s'adaptent pas immédiatement, les variations de la masse monétaire peuvent agir sur la production. C'est pourquoi la politique monétaire — dont se chargent généralement les banques centrales, comme la Fed aux États-Unis ou la BCE en Europe — est un instrument effectif dans la réalisation des objectifs d'inflation et de croissance.

Par exemple, en récession, les consommateurs regardent à la dépense. Les entreprises produisent moins, commencent à licencier et n'investissent plus. Qui plus est, les exportations nationales risquent de ne plus trouver de débouchés. Il se produit donc une compression de la *demande globale* à laquelle les autorités peuvent réagir en menant une politique à contrecourant. La politique monétaire est ainsi souvent désignée comme l'instrument *countracyclique* par excellence.

Cette démarche contracyclique vise l'expansion de la production (et de l'emploi), mais elle entraîne un gonflement de la masse monétaire et, partant, une hausse des prix. Lorsque la production s'approche de la pleine capacité, toute augmentation de la demande renchérit les facteurs de production, dont les salaires. Les travailleurs utilisent alors leur complément de revenu pour acheter plus, d'où des prix et des salaires encore plus élevés, et une poussée généralisée de l'inflation, ce que les gouvernements préfèrent en général éviter.

## Un double objectif

La politique monétaire doit donc concilier les objectifs de prix et de production. De fait, même les banques centrales qui, comme la BCE, visent exclusivement l'inflation reconnaissent généralement qu'elles se soucient de la stabilisation de la production et du maintien d'un niveau proche du plein emploi. Dans le cas de la Fed, à qui le Congrès des États-Unis a explicitement confié un «double mandat», l'objectif d'emploi est officiellement reconnu et placé sur un pied d'égalité avec celui d'inflation.

La politique monétaire n'est pas le seul levier pour gérer la demande globale. La politique budgétaire — liée à la fiscalité et aux dépenses — en est un autre, et les gouvernements y ont recours dans la crise actuelle. Il faut cependant un certain temps pour légiférer en matière d'impôts et de dépenses, et une fois que les changements ont été promulgués il est souvent

politiquement difficile de faire marche arrière. À cela s'ajoute le risque que les consommateurs n'aient pas la réaction voulue à la relance budgétaire (un allégement fiscal pourrait, par exemple, les inciter à épargner plutôt qu'à dépenser). On comprend donc pourquoi la politique monétaire est généralement considérée comme la première ligne de défense pour stabiliser l'économie en conjoncture descendante (l'exception étant celle des pays à taux de change fixe, où elle est entièrement subordonnée à l'objectif de taux de change).

## Une politique indépendante

Bien qu'elle soit l'un des instruments économiques les plus importants pour les gouvernements, la plupart des économistes estiment que la banque centrale (ou un organisme connexe) — c'est-à-dire une entité indépendante du gouvernement élu — est mieux à même de la conduire. Cette idée remonte aux études d'il y a une trentaine d'années, qui mettaient en lumière la problématique de la *discordance temporelle*. À l'époque, les responsables de la politique monétaire, qui étaient moins indépendants du gouvernement, estimaient pouvoir gagner à promettre une faible inflation afin de maîtriser les anticipations inflationnistes des consommateurs et des entreprises. Au gré de la conjoncture, ils risquaient cependant d'avoir ensuite du mal à résister à une expansion de la masse monétaire et donc de provoquer une «inflation-surprise». Cette surprise pouvait dans un premier temps doper la production en rendant la main-d'œuvre relativement peu coûteuse (les salaires mettent un temps à s'adapter) et réduire la valeur de la dette publique réelle, ou corrigée des effets de l'inflation. Mais les agents économiques s'apercevaient rapidement de ce «biais d'inflation» et relevaient en conséquence leurs anticipations de prix, rendant ainsi d'autant plus difficile le travail des gouvernants soucieux de parvenir à une faible inflation.

Pour surmonter le problème de la discordance temporelle, certains économistes ont préconisé l'adhésion à une règle limitant le pouvoir discrétionnaire d'ajustement de la politique monétaire. Cela dit, l'adhésion crédible à une règle (qui du reste peut être complexe) n'est pas aisée. Une autre solution a été proposée, qui elle aussi était censée protéger contre les ingérences politiques et renforcer la confiance dans la détermination des autorités à combattre l'inflation, et consistait à déléguer la politique monétaire à une banque centrale *indépendante* globalement éloignée du processus politique — comme cela était déjà le cas dans plusieurs pays. Les faits montrent que l'indépendance de la banque centrale va de pair avec une inflation plus faible et plus stable.

## La conduite de la politique monétaire

Comment une banque centrale peut-elle changer la politique monétaire? Le plus simplement en modulant la masse monétaire, en général par des opérations d'«open-market» consistant à échanger des titres publics à court terme avec le secteur privé. Si la Fed, par exemple, achète ou emprunte des bons du Trésor à des banques commerciales, elle alimente les comptes — réserves — que les banques sont tenues d'avoir auprès d'elle. Cette opération a pour effet d'accroître la masse monétaire. En revanche, si elle vend ou prête aux banques des titres du Trésor, le paiement qu'elle reçoit en contrepartie entraîne une compression de la masse monétaire.

Au fil des ans, beaucoup de banques centrales ont expérimenté les cibles explicites de croissance monétaire, mais ces cibles sont progressivement tombées en désuétude, car il est devenu plus difficile d'apprécier la corrélation entre monnaie et prix. Beaucoup ont opté pour le ciblage de l'inflation — à lui seul ou conjointement à un objectif implicite de croissance ou d'emploi.

Lorsqu'une banque centrale parle officiellement de politique monétaire, elle insiste sur les taux d'intérêt souhaitables, plutôt que sur un volume particulier de monnaie (encore que les taux souhaités puissent résulter de certaines variations de la masse monétaire). Les banques centrales tendent à privilégier un «taux directeur» — en règle générale un taux à court terme, au jour le jour, que les banques se facturent entre elles quand elles s'empruntent mutuellement. Lorsque la banque centrale injecte des liquidités dans le système en achetant ou en empruntant des titres, ce qu'il est convenu d'appeler un *relâchement* de la politique monétaire, les taux diminuent. L'inverse se produit lorsqu'elle opère un *resserrement* en épargnant les réserves. La banque centrale espère que les variations du taux directeur se répercuteront sur tous les autres taux d'intérêt importants pour l'économie.

## Mécanismes de transmission

Les ajustements de politique monétaire ont un effet important sur la demande globale et, partant, sur la production et les prix. Ils se transmettent à l'économie réelle par divers mécanismes (Ireland, 2008).

On pense d'abord au *mécanisme des taux d'intérêt*. Si la banque centrale durcit sa politique, par exemple, les coûts d'emprunt augmentent, les consommateurs sont moins enclins à acheter les produits qu'ils seraient normalement disposés à financer — par exemple une maison ou une voiture — et les entreprises hésitent à investir. Ce ralentissement de l'activité devrait aller de pair avec une baisse de l'inflation, car, si la demande diminue, les prix en font généralement autant.

Mais l'histoire ne s'arrête pas là. L'augmentation des taux d'intérêt tend aussi à réduire la valeur nette des entreprises et des particuliers — ce qu'il convient d'appeler le *mécanisme bilancier* —, qui ont alors plus de mal à obtenir des crédits quel qu'en soit le taux, d'où une diminution des dépenses et des pressions sur les prix. Une montée des taux peut aussi rendre les banques moins rentables et donc moins disposées à prêter — c'est le *mécanisme des prêts bancaires*. Les taux élevés entraînent généralement une appréciation de la monnaie, car les investisseurs étrangers sont en quête de rendements supérieurs et augmentent donc leur demande de la monnaie locale. Par le truchement du *mécanisme du taux de change*, les

exportations diminuent, car elles deviennent plus coûteuses, et les importations augmentent, car elles le sont de moins en moins. Il s'ensuit une compression du PIB.

La politique monétaire a un autre effet important sur l'inflation par le biais des anticipations — qui finissent par se réaliser. De nombreux contrats sur les prix ou les salaires sont convenus à l'avance, à partir de prévisions d'inflation. Si les décideurs relèvent les taux d'intérêt et font savoir que d'autres augmentations sont à venir, ils peuvent arriver à convaincre le public qu'ils tiennent vraiment à maîtriser l'inflation. Les contrats à long terme prévoient donc des augmentations de prix ou de salaires plus modestes, ce qui aura pour effet de maintenir l'inflation effective à un faible niveau.

## Lorsque les taux ne peuvent pas descendre plus bas

Ces deux dernières années, les banques centrales du monde entier ont considérablement réduit leur taux directeur — parfois à zéro — et ainsi épuisé toute marge de coupes ultérieures. Elles ont cependant trouvé des moyens moins conventionnels de poursuivre une politique de relâchement.

L'un d'entre eux consiste à acheter de grosses quantités d'instruments financiers sur le marché. C'est ce qu'il convient d'appeler l'*assouplissement quantitatif*. Il a pour effet d'accroître le bilan de la banque centrale et d'injecter de nouvelles liquidités dans l'économie. Les banques se procurent des réserves additionnelles (les dépôts auprès de la banque centrale) et la masse monétaire augmente.

Il est une option connexe — l'*assouplissement du crédit* — qui peut aussi entraîner un gonflement du bilan de la banque centrale, mais ici c'est davantage sa *composition* qui est visée — à savoir les types d'actifs acquis. Dans l'actuelle conjoncture de crise, de nombreux marchés de crédit spécifiques ont été bloqués, empêchant au mécanisme du taux d'intérêt de fonctionner. Les banques centrales ont réagi en les ciblant. Par exemple, la Fed a mis en place un mécanisme spécial pour racheter des billets de trésorerie (des titres d'entreprises à très court terme) afin d'alimenter les fonds de roulement. Elle a aussi racheté des titres adossés à des crédits hypothécaires pour étayer le financement immobilier.

D'aucuns avancent que l'assouplissement du crédit pousse la politique monétaire trop près de la politique industrielle, en ce sens que la banque centrale oriente les flux financiers vers certains secteurs particuliers. Mais l'assouplissement quantitatif n'est pas moins controversé. Il représente l'achat d'un actif plus «neutre» comme une dette publique, mais il oriente la banque centrale vers le financement du déficit budgétaire, au risque de compromettre son indépendance.

À l'heure où l'économie mondiale semble se redresser, le principal souci est maintenant de tracer une stratégie de sortie : comment les banques centrales peuvent-elles dénouer leurs interventions exceptionnelles et resserrer leur politique pour faire en sorte que l'inflation ne devienne pas un problème à terme? ■

*Koshy Mathai est représentant résident du FMI à Sri Lanka.*

### Bibliographie :

Ireland, Peter N., 2008, "Monetary Transmission Mechanism," in The New Palgrave Dictionary of Economics, ed. by Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blum (Hounds-mills, Basingstoke, United Kingdom: Palgrave MacMillan, 2nd ed.).



# La croissance des portables

**Les téléphones portables permettent aux économies naissantes de sauter une génération sur la voie du développement**

Téléphonie mobile dans l'État indien du Rajasthan.

**D**ANS les pays en développement, les téléphones mobiles permettent de passer outre ce qui était jadis une étape incontournable du développement : la mise en place d'un service postal national et d'infrastructures de télécommunications terrestres. La baisse des prix unitaires, la facilité d'utilisation et l'expansion toujours croissante de la téléphonie mobile leur permettent de sauter une phase du développement économique qui prenait auparavant plusieurs décennies.

Les téléphones portables révolutionnent les processus formateurs du développement économique. Ils donnent de nouveaux pouvoirs aux agents économiques les plus ordinaires, en transformant les anciens fonctionnaires, dépendants d'informations aléatoires et distantes, en décisionnaires clés disposant d'un accès direct aux informations utiles.

En moins d'une génération, la téléphonie mobile a transformé l'agriculture, le marketing, la pêche, la logistique des transports, l'irrigation, le secteur bancaire et les petites entreprises des pays en développement. Cependant, l'installation de réseaux de téléphonie mobile implique des frais d'entrée élevés et des risques non négligeables. Olivier Lambert étudie la manière dont l'investissement direct étranger dans les télécommunications dans les pays en développement est favorisé et soutenu, après quoi Elizabeth Littlefield se penche sur la fonction de la téléphonie mobile peut-être la plus prometteuse pour le développement : le «mobile banking», c'est-à-dire les transactions bancaires par téléphone portable. Une fois que l'investissement dans le secteur des télécommunications est garanti et que les petits agents économiques jouissent d'un accès simple et flexible à cet accélérateur de l'intermédiation financière, le développement ne peut que s'intensifier.

## Un raccourci certes, mais à quel coût?

*Olivier Lambert*

**L**'UN des avantages d'un développement «qui brûle les étapes» est qu'il permet aux pays en développement de sauter ou de passer outre certaines phases du développement économique ou technologique qui étaient auparavant obligatoires. Ainsi, des économies largement rurales, exportatrices de matières premières, sont à présent en mesure de mettre en place, d'un seul coup, des systèmes ultramodernes de communication sans fil, à grande échelle. Cependant, la démarche progressive du développement à l'ancienne était accompagnée de besoins de financement tout aussi progressifs. L'inconvénient du développement «qui brûle les étapes» est qu'il nécessite très tôt des capitaux importants et des engagements en infrastructures, bien avant de donner des résultats tangibles. Les garanties relatives aux investissements sont donc particulièrement importantes.

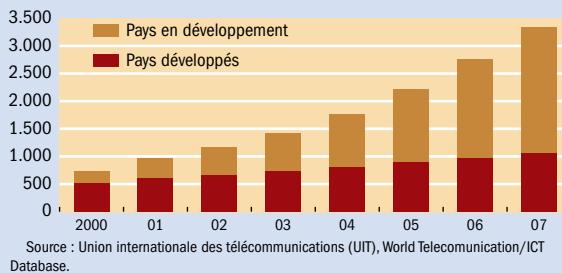
Après une dizaine d'années de conflits et d'instabilité politique, l'État ouest-africain de Guinée-Bissau est l'un des pays les plus pauvres

du monde. À la suite de la guerre civile et d'un coup d'État, les infrastructures physiques sont délabrées, les capacités administratives et les moyens d'action des pouvoirs publics sont diminués, le pays souffre de déficits publics insoutenables et dépend largement des bailleurs de fonds. Cependant, il a un voisin plus stable et plus prospère, le Sénégal. L'opérateur sénégalais de télécommunications, Sonatel, a investi 25,8 millions de dollars dans un réseau de téléphonie mobile entièrement numérique lancé en Guinée-Bissau en mai 2007. Sonatel avait un associé dans cette affaire : l'Agence multilatérale de garantie des investissements (AMGI) — la branche d'assurance contre le risque politique du Groupe de la Banque mondiale.

L'AMGI a accordé une garantie à Sonatel pour le financement des capitaux propres de sa filiale en Guinée-Bissau, Orange Bissau, et les avances d'actionnaires. Sonatel est couvert contre les risques de restriction des transferts, d'expropriation, de guerre et de troubles civils, ainsi que de rupture de contrat. L'investissement de Sonatel a concerné l'installation, l'exploitation et la maintenance d'un réseau de téléphonie mobile, ainsi que de téléphones publics payants et de services Internet. Tout cela est d'une importance capitale pour

## Nouveaux réseaux

Le marché de la téléphonie mobile est particulièrement important pour les pays en développement, dans lesquels se trouveront quasiment tous les nouveaux clients dans les années à venir. (abonnements de téléphonie mobile dans les pays développés et en développement, en millions)



la Guinée-Bissau, qui a longtemps souffert du manque d'investissements. Fin 2008, le réseau comptait 60.000 abonnés.

Une étude de la Banque mondiale (2009b) confirme que les technologies de l'information et des communications sont un vecteur de croissance et jouent un rôle important dans les zones rurales, où vivent près de la moitié de la population mondiale et 75 % des populations pauvres du monde. «Grâce à leur mobilité, à leur simplicité d'utilisation, à leur déploiement flexible et à leurs coûts assez faibles et décroissants, les technologies sans fil sont accessibles aux populations rurales à faible niveau de revenu et d'éducation. Le prochain milliard d'abonnés sera constitué surtout de personnes pauvres et rurales.»

## Génération M

Le marché de la téléphonie mobile revêt une importance particulière pour les pays en développement, où se trouveront quasiment tous les nouveaux clients au cours des prochaines années (voir graphique ci-dessus et encadré 1). L'AMGI a soutenu des investissements dans les télécommunications au Bénin, au Ghana, en Guinée, en Guinée-Bissau, au Mali, en Mauritanie, au Nigéria, en République Centrafricaine (RCA) et en Sierra Leone.

En RCA, pays classé 180<sup>e</sup> sur 181 en matière de facilité de faire des affaires, selon le rapport *Doing Business 2009* de la Banque mondiale, il n'a pas été facile d'attirer des investisseurs étrangers. En 2008, l'AMGI a accordé une garantie de 37,9 millions de dollars pour l'installation, l'exploitation et la maintenance d'un réseau de télécommunication de pointe en RCA. La garantie couvre 90 % des investissements en capitaux propres de l'investisseur, le protégeant ainsi contre les risques de restriction des transferts, d'expropriation, de guerre et de troubles civils ainsi que de rupture de contrat. Le projet est crucial pour le développement économique de ce pays enclavé, où moins d'une personne sur cent a accès à une ligne téléphonique fixe. Les abonnés bénéficient de l'accès à un réseau, d'un service fiable et de coûts réduits grâce à une concurrence accrue et à la diversification de l'offre (encadré 2). En moins d'un an, le réseau Orange Centrafricaine compte déjà 127.000 abonnés, ce qui prouve bien l'existence d'une demande latente. ■

## Une m-banque près de chez vous

*Elizabeth Littlefield*

LES TÉLÉPHONES portables peuvent servir à attirer les citoyens d'un pays au sein du système financier formel et à les faire ainsi participer au processus de développement économique. Les institutions financières offrent à présent des services bancaires mobiles qui permettent aux clients de transférer

## Encadré 1

### Le développement du portable

Il y a à peine dix ans, certains pays n'avaient même pas de service de téléphonie mobile. Depuis, les réseaux sans fil ont recouvert le monde entier. Le nombre d'abonnements de téléphonie mobile est monté en flèche, passant de 1 milliard en 2002 à 4,1 milliards (estimation) fin 2008, soit plus de la moitié de la population mondiale. La croissance la plus rapide a été observée dans les pays à faible revenu. En Afrique, la pénétration de la téléphonie mobile est passée de 1 personne sur 50 en 2000 à 28 %.

La Banque mondiale (2009b) considère que cette croissance est due surtout aux nouvelles technologies sans fil et à la libéralisation des marchés des télécommunications, qui ont permis le déploiement de réseaux plus rapidement et à moindre coût. En 2002, le nombre total de téléphones portables dans le monde a dépassé le nombre de lignes fixes, et ils représentent à présent la plus grande plateforme de distribution du monde.

## Encadré 2

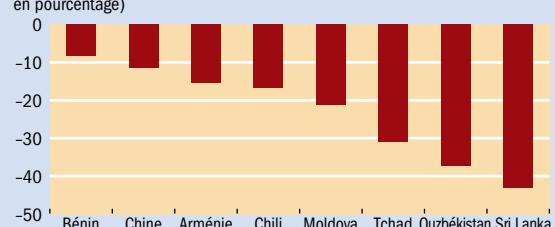
### Chatter moins cher

Le prix de l'accès aux technologies de l'information et de la communication (TIC) continue de baisser grâce aux avancées technologiques, à la croissance du marché et de la concurrence, et c'est une tendance particulièrement importante, car elle permet aux populations des pays en développement de profiter pleinement de ces services. La Banque mondiale (2009b) affirme qu'au cours des dernières années, la forte baisse des prix a contribué à l'expansion rapide de l'utilisation du téléphone portable dans de nombreux pays (voir graphique ci-dessous). L'utilisation accrue des services prépayés permet aux clients d'effectuer des paiements peu élevés au lieu d'avoir à souscrire des abonnements mensuels fixes. Cela se traduit par une augmentation des taux de pénétration dans les zones pauvres et rurales.

### Une bonne réception

Au cours des dernières années, la forte baisse des prix a contribué à l'expansion rapide de l'utilisation du téléphone portable dans de nombreux pays.

(évolution moyenne annuelle des prix des services de téléphonie mobile, en pourcentage)



Source : Union internationale des télécommunications (UIT), World Telecommunication/ICT Database.

Note : Le panier du prix du téléphone portable est fondé sur la consommation d'un faible utilisateur, selon la définition de l'Organisation de coopération et de développement économiques, et est calculé sur la base du prix prépayé pour 25 appels par mois répartis entre le même réseau de téléphonie, les autres réseaux et les appels de portable à fixe, pendant les heures de pointe, les heures creuses et les week-ends.

des fonds, en réduisant souvent de manière drastique les frais de transaction. Il y a dix ans, le concept de «banque mobile» (m-banque) aurait peut-être évoqué des camionnettes jouant le rôle de succursales de banques. Aujourd'hui, la banque mobile désigne les téléphones portables et autres appareils sans fil proposant des services bancaires de base sur tous les continents.

Les ménages pauvres ont des besoins financiers plus complexes que ce que l'on pourrait penser. Collins *et al.* (2009) ont montré

que les ménages au Bangladesh utilisent au moins quatre services financiers formels et informels, et qu'un tiers des ménages utilisent plus de dix services, qui sont peu commodes, coûteux et risqués.

Le recours à la technologie pour fournir des services promet une amélioration des coûts, de la sécurité et du confort pour ces populations pauvres, tout en rendant ces services économiquement viables pour le fournisseur. Les chefs de famille qui travaillent sur les marchés des villes et rapportaient de l'argent liquide à leur famille restée au village peuvent maintenant envoyer des fonds électroniques par téléphone portable, et font donc des économies de temps et d'argent. Les voyageurs, qui risquaient d'être volés, peuvent maintenant conserver leurs fonds sur un téléphone portable avant un long voyage et retirer l'argent auprès d'un agent à leur arrivée.

Aujourd'hui, les canaux de distribution bancaire sans succursales sont largement acceptés comme moyen d'étendre le système bancaire aux zones rurales et isolées. Les correspondants — ou agents — bancaires dans les postes, les stations-essence ou les épiceries de village servent de plus en plus à convertir les messages électroniques des téléphones ou des cartes à puce en monnaie sonnante et trébuchante pour les pauvres. La technologie et les formules d'exploitation permettant d'intégrer celle-ci pour offrir des services à la clientèle sont développées ensemble. Selon une étude du Groupe consultatif d'aide aux populations les plus pauvres (CGAP), groupe de recherche indépendant hébergé par la Banque mondiale, il y a dans le monde plus d'un milliard de personnes qui possèdent un téléphone portable mais pas de compte en banque. Cette étude, qui porte sur 147 pays, estime que, parmi ces personnes à bas revenu non rattachées à une banque, 360 millions pourraient souscrire à des services financiers par téléphone portable d'ici à 2012. Les opérateurs de téléphonie mobile qui s'implantent dans des pays pauvres en sont conscients, d'autant plus que les marchés des pays riches sont saturés et que la rentabilité par utilisateur est en baisse. Ils savent aussi que les services bancaires par téléphone portable sont une manière de fidéliser les utilisateurs.

### Plus simple, plus rapide, moins cher, plus sûr

Le plus bel exemple d'adoption de la téléphonie mobile par la clientèle est celui du réseau M-PESA au Kenya, qui a attiré plus de 6,5 millions de clients en un peu plus de deux ans. C'est devenu le moyen privilégié de transférer de l'argent pour 50 % des Kényans. En moyenne, ce sont 150 millions de shillings kényans (1,96 million de dollars) qui sont transférés chaque jour par ce réseau, surtout par petites sommes d'un peu plus de 1.500 shillings (20 dollars) en moyenne par transaction. D'après le CGAP et l'ONG Financial Sector Deepening Kenya, les utilisateurs apprécient cette formule jugée plus rapide, plus facile d'accès et plus sûre que les autres moyens de paiement. Mais c'est sans doute le coût qui est le principal facteur puisqu'il est inférieur de 45 % à la formule ordinaire la moins chère. Pour faire un envoi de 25 dollars, la poste prend une commission de 5 % et Western Union de 57,5 %, mais M-PESA ne préleve que 2,8 %. Autrement dit, M-PESA fait gagner 4 millions de dollars par semaine aux pauvres du Kenya.

Cependant, moins d'un client de banque mobile sur dix est pauvre, est un nouvel utilisateur de services bancaires et effectue des transactions autres que des paiements ou transferts. La plupart des nouveaux services offerts, en particulier ceux que proposent les banques établies, permettent surtout de faciliter la vie des clients existants pour le règlement de leurs factures et de décongestionner les agences. Pour toucher de nouveaux clients pauvres, il faudra tenir compte de leurs

besoins et de leurs préférences lors de la conception des produits, de la fixation de leur prix et de l'élaboration des stratégies de marketing. Les applications doivent être intuitives, prendre en compte les contextes culturels, et les appareils doivent être adaptés pour pouvoir être utilisés dans des régions rurales où l'électricité est rare.

Il est peu probable que les abonnements aux services de banque mobile se multiplient sans que les commerçants jouent le rôle d'agents bancaires. Les agents sont motivés par les commissions, mais aussi par une augmentation des visiteurs et donc des acheteurs potentiels. Les commissions sur les transactions de m-banque restent largement inférieures à celles que reçoivent les commerçants sur d'autres produits. Cependant, l'expérience montre qu'au fur et à mesure que la banque mobile prend de l'ampleur, le volume et les montants des transactions comblent largement l'écart.

### Le rôle des décideurs

Les gouvernements considèrent de plus en plus qu'il faut mettre à profit la convergence entre activité bancaire et technologie pour étendre l'accès à la finance. Du point de vue réglementaire, il faut répondre à cinq impératifs clés.

- Permettre aux agents non bancaires, tels que les épiceries locales, d'offrir des services d'encaissement/décaissement à leurs clients. Parmi les pays qui autorisent l'utilisation d'agents, environ 65 % *autorisent les agents à gérer les dépôts*.
- Adopter une approche fondée sur le risque pour lutter contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. De nombreux pays autorisent maintenant les agents à *filtrer les clients en fonction de leur profil*.
- Déterminer le *rôle des acteurs non bancaires* en matière d'émission d'argent électronique et de paiements électroniques.
- Protéger les consommateurs contre les nouveaux risques que présentent les modèles de *banques sans agences*.
- *Adopter des politiques de concurrence* qui encouragent l'innovation tout en garantissant la protection contre les monopoles qui nuisent à la clientèle.

Dans tous les pays, les technologies révolutionnent la manière dont les gens peuvent bénéficier de services financiers de base. Il faudra travailler à différents niveaux pour permettre à toutes les personnes pauvres d'y accéder. Mais la facilité d'abonnement, la progression fulgurante des réseaux et les avantages économiques indéniables font du déploiement de la téléphonie mobile un outil d'aide au développement qui n'est pas près de disparaître. ■

Olivier Lambert est responsable du secteur télécommunications de l'Agence multilatérale de garantie des investissements du Groupe de la Banque mondiale, et Elizabeth Littlefield est Présidente-directrice générale du Groupe consultatif d'aide aux populations les plus pauvres de la Banque mondiale.

#### Bibliographie :

- , 2009a, Doing Business 2009 (Washington).  
—, 2009b, Information et communications pour le développement 2009 : extension de la couverture et accroissement de l'impact (Washington).  
Collins, Daryl, Jonathan Morduch, Stuart Rutherford, and Orlanda Ruthven, 2009, Portfolios of the Poor: How the World's Poor Live on \$2 a Day (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).  
Union internationale des télécommunications, [www.itu.int](http://www.itu.int).  
Wireless Intelligence, [www.wirelessintelligence.com](http://www.wirelessintelligence.com).

# Le changement comme promis

**Le FMI a créé une nouvelle structure d'appui aux pays à faible revenu**

*Edward Gemayel et Samar Maziad*

**L**A CRISE financière mondiale partie des pays développés s'étant étendue aux pays en développement, le FMI a engagé une réforme sans précédent et annoncé qu'il met à la disposition des pays à faible revenu d'importantes ressources par le biais de nouveaux instruments de prêt.

Ce vaste effort a transformé la relation du FMI avec les pays membres qui tentent de surmonter les effets d'une crise dont ils ne sont pas responsables. L'initiative est le fruit d'une concertation étroite avec ces pays et répond à l'appel lancé par les chefs d'État du G-20 en faveur de mesures immédiates d'aide aux pays à faible revenu.

Cette réforme, qui accroît sensiblement les ressources financières disponibles, remanie la structure de prêts du FMI, en simplifie la conditionnalité et suspend jusqu'à 2011 les intérêts sur prêts concessionnels de l'institution, dont elle accroît de manière permanente la concessionnalité.

## Un soutien de grande envergure

Au cours des deux dernières décennies, les pays à faible revenu ont largement fait appel aux facilités concessionnelles du FMI et la plupart ont nettement amélioré leurs résultats macroéconomiques, atteignant des taux de croissance élevés. Sur les 78 pays actuellement admissibles à la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC), les quatre cinquièmes ont reçu un financement du FMI et les trois quarts ont bénéficié d'un prêt au titre de la FRPC ou de la facilité qui l'a précédée. Sur la période 2000–07, les pays à faible revenu où le FMI intervient de longue date (dix ans ou plus) ont connu une forte croissance du PIB réel de l'ordre de 5,3 % en moyenne, appuyée par des investissements directs étrangers équivalant à 4,2 % du PIB et des flux d'aide à 12 % du PIB, avec une inflation moyenne maintenue à 6,9 % et un niveau d'endettement moyen inférieur à 40 % du PIB en 2007.

La crise financière mondiale actuelle risque d'effrayer les progrès obtenus de haute lutte par nombre de pays à faible revenu. Cette crise, amorcée dans les économies avancées puis propagée dans les pays émergents, fait à présent déferler une troisième vague qui met en péril les remarquables progrès économiques réalisés au cours de la dernière décennie. Une étude du FMI sur l'impact de la crise sur ces pays avait sonné l'alarme au début de l'année : avec la crise financière, conjuguée au renchérissement marqué des produits alimentaires et énergétiques en 2008, les

besoins en financement sont montés en flèche et, s'ils ne sont pas satisfaits, plongeront des millions de personnes dans une plus grande pauvreté. La communauté internationale, dont le FMI, s'est déclarée résolue à enrayer ce processus.

C'est dans ce contexte que le FMI a réexaminé plusieurs aspects de son appui aux pays à faible revenu; son Conseil d'administration a ainsi approuvé, le 23 juillet 2009, un train de réformes historiques pour perfectionner les facilités de financement concessionnel.

## Des promesses tenues

Ces mesures ont restructuré les relations du FMI avec les pays à faible revenu, en réaction directe au consensus exprimé au niveau international sur la manière de faire face à la crise mondiale. En mars 2009, Jakaya Kikwete, Président de la Tanzanie, et Dominique Strauss-Kahn, Directeur général du FMI, se sont rencontrés à Dar es-Salaam, où le FMI s'est engagé à accroître son aide à ces pays en augmentant et en assouplissant son financement, en approfondissant le dialogue et en renforçant leur voix au sein de l'institution. Ces engagements ont été transmis au Sommet du G-20 à Londres en avril 2009, où M. Strauss-Kahn a aussi demandé aux pays donateurs de souscrire à une augmentation majeure des prêts concessionnels du FMI. Avec cet éventail de réformes, le FMI a tenu ces engagements.

Ces réformes, qui assouplissent les instruments de prêt du FMI et les adaptent à la diversité croissante des pays à faible revenu, reposent sur quatre piliers :

- augmentation des ressources mises à la disposition des pays à faible revenu;
- amélioration des conditions de financement et accroissement permanent de la concessionnalité;
- réforme et assouplissement des instruments de prêt en faveur des pays à faible revenu;
- importance accrue accordée à la réduction de la pauvreté et à la croissance.

***Une forte expansion des ressources.*** Le FMI n'a pas attendu que le Conseil d'administration approuve la nouvelle structure pour accroître sensiblement son aide aux pays membres à faible revenu. Près de 17 milliards de dollars EU seront ajoutés à ses ressources concessionnelles — provenant notamment de la vente d'or du FMI — d'ici à 2014. Le montant des prêts accordés devrait atteindre 4 milliards de dollars EU par an en

2009 et 2010, au lieu de 1,2 milliard en 2008, dépassant ainsi les 6 milliards de dollars EU préconisés par le G-20 en surcroît de prêts sur les deux ou trois ans à venir. Individuellement, le montant du financement qu'un pays peut obtenir du FMI par an a été pratiquement doublé.

Les pays représentés au FMI ont aussi bénéficié d'une allocation de 250 milliards de dollars EU de droits de tirages spéciaux (DTS) qui sera répartie entre les pays membres selon leur quote-part au FMI. Les pays à faible revenu pourraient ainsi recevoir une allocation de plus de 18 milliards de dollars EU en DTS pour renforcer leurs réserves de change et alléger leurs contraintes de financement.

Toutefois, pour tenir ses nouveaux engagements, le FMI devra mobiliser de nouvelles ressources équivalant à 14 milliards de dollars EU auprès de prêteurs bilatéraux actuels et potentiels, d'où un effort majeur de levée de fonds. De plus, de nouvelles ressources de bonification équivalant à 2,8 milliards de dollars EU seront financées au niveau interne — notamment avec le produit de la vente d'or envisagée — ainsi que par des contributions bilatérales pour aider à couvrir le coût des taux d'intérêt concessionnels.

**De nouvelles facilités assouplies.** En juillet, le Conseil d'administration a décidé de remanier la structure des guichets du FMI ouverts aux pays à faible revenu afin d'accroître son efficacité et d'assouplir ses instruments de prêt concessionnels, tout en les adaptant à la diversité croissante des pays les plus pauvres. Ces changements tiennent compte du fait que, même si nombre de ces pays auront toujours besoin des programmes du FMI pour surmonter leurs difficultés économiques, un nombre croissant d'entre eux ne feront appel à son soutien financier que dans des périodes particulièrement difficiles (telles que la crise actuelle); d'autres encore estimeront prudent de se préqualifier pour une assistance, au cas où celle-ci deviendrait nécessaire ultérieurement. La nouvelle structure prévoit également un instrument unique qui offre un financement limité aux pays dans diverses situations d'urgence, ce qui simplifie la panoplie du FMI et comble les lacunes de la structure précédente. Ces réformes s'inspirent principalement des avis exprimés par les pays membres à faible revenu du FMI et répondent à leurs besoins changeants et divers.

La structure, qui s'inscrit dans le cadre du nouveau fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance, comprend les guichets de financement suivants :

- La *facilité élargie de crédit* (FEDC), qui succède à la FRPC, permettra au FMI de poursuivre et de financer ses programmes dans les pays qui ont des difficultés prolongées de balance des paiements.

- La *facilité de crédit de confirmation* (FCC), similaire à l'accord de confirmation auquel tous les pays membres ont largement accès, offrira une assistance financière et un soutien à la politique économique aux pays à faible revenu qui ont besoin d'un financement à plus court terme ou épisodique pour différentes raisons. Elle peut aussi être utilisée à titre de précaution, lorsque le besoin de financement est plus potentiel que réel.

- La *facilité de crédit rapide* (FCR) fournira un financement limité répondant à des besoins urgents et sa conditionnalité sera réduite. Elle est particulièrement utile en cas de besoin

de financement à court terme ou lorsque la capacité de mise en œuvre des politiques du pays est limitée.

Outre ces facilités, l'*instrument de soutien à la politique économique* (ISPE) restera l'instrument non financier du FMI destiné aux pays à faible revenu et il peut, le cas échéant, faciliter l'accès à la FCC ou à la FCR.

**Menu d'options.** Les pays peuvent maintenant choisir la facilité la mieux adaptée à leurs difficultés. Les programmes appuyés par la FRPC ont permis au Mozambique et à la Tanzanie, par exemple, d'atteindre la stabilité macroéconomique et de réaliser une croissance forte. Ces pays sont ensuite passés à l'ISPE pour consolider leurs progrès économiques sans avoir recours au financement du FMI. Mais lorsque la crise financière a frappé, ils se sont tournés, comme beaucoup d'autres, vers le FMI pour une assistance financière au titre de la facilité de protection contre les chocs exogènes. Dans la nouvelle structure, le Mozambique et la Tanzanie pourraient faire appel à la FCC dans des situations économiques similaires. Ils pourraient aussi l'utiliser à titre de précaution en cas de besoin financier potentiel, mais non imminent.

### Modernisation des conditions de prêt

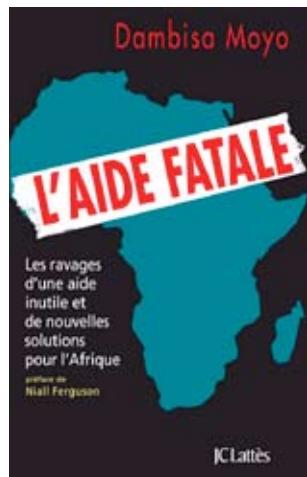
**Une conditionnalité assouplie.** La mise en place des nouvelles facilités a été précédée, au début de l'année, d'un assouplissement de la conditionnalité structurelle des programmes du FMI, privilégiant davantage les objectifs fondamentaux de chaque pays et plus adaptée à leurs besoins, tout en offrant une plus grande marge de manœuvre pour l'adoption des mesures qui s'imposent immédiatement.

**L'amélioration des conditions de financement et de la concessionnalité.** Face aux troubles économiques particulièrement graves imputables à la crise actuelle, les pays à faible revenu bénéficient en outre, jusqu'à la fin de 2011, d'un moratoire exceptionnel au titre des intérêts sur l'encours des prêts concessionnels exigibles par le FMI — le taux d'intérêt de ces prêts devenant *de facto* nul. En outre, les taux d'intérêt des trois facilités feront ensuite l'objet d'un examen régulier dans le cadre d'un mécanisme permettant au FMI de proposer une concessionnalité accrue.

**La réduction de la pauvreté au centre des préoccupations.** Avec ces trois guichets, la nouvelle structure continuera de faire de la lutte contre la pauvreté et de la croissance des objectifs centraux. Les pays qui cherchent à obtenir l'appui financier du FMI devront expliquer comment leur politique économique fera davantage reculer la pauvreté et dopera la croissance. Dans le cadre de la FEDC, les programmes appuyés par le FMI continueront de reposer sur des stratégies de lutte contre la pauvreté internalisées par le pays. Dans la mesure du possible, les programmes comporteront des repères précis afin de préserver les dépenses sociales et autres dépenses prioritaires. Dans le contexte de la crise actuelle, les programmes appuyés par le FMI ont autorisé des déficits budgétaires plus importants dans la plupart des pays à faible revenu afin de compenser les effets négatifs de la crise. Nombre de programmes comportent déjà des repères explicites de maintien ou d'accroissement des dépenses sociales. ■

*Edward Gemayel et Samar Maziad sont économistes au Département de la stratégie, de la politique et de l'évaluation.*

## L'Afrique, on y croit!



Dambisa Moyo

### L'aide fatale

**Les ravages d'une aide inutile et de nouvelles solutions pour l'Afrique**

Hachette, Paris, 2009, 280 pages, 20 € (broché).

**C**ONTRAIREMENT à ce qu'on a pu dire, Dambisa Moyo ne critique pas les mécanismes de l'aide au développement en prétendant qu'il faudrait y mettre un terme dans les cinq ans. Elle pose effectivement la question des conséquences d'une interruption rapide de l'aide mais expose clairement ses recommandations : une utilisation plus ciblée de l'aide pour soutenir d'autres modes de financement conduisant à une diminution de l'aide et, à terme, à «un monde sans aide».

L'ouvrage est-il convaincant? Sachons d'abord qu'il ne traite pas des modalités de développement de l'Afrique mais des mécanismes de financement qui y donnent les meilleurs résultats. Pour l'auteur, l'aide se résume aux transferts de fonds sous forme de dons et prêts concessionnels accordés aux États à l'exclusion de l'aide humanitaire, l'aide d'urgence et l'assistance directe des organismes caritatifs. Elle cherche à montrer que l'aide ainsi définie n'ouvre pas de grandes perspectives économiques à l'Africain moyen et que seul un nouveau modèle de financement du développement peut y arriver.

Je retiens trois éléments de la lecture de cet ouvrage. Le procès du système de l'aide en est l'élément le plus convaincant mais le moins original;

le modèle de financement proposé en est l'élément le plus original mais le moins convaincant. C'est bien pour cela que son importance réside principalement, et c'est heureux, non dans son contenu mais dans son auteur. Je m'explique.

Primo, il tire à boulets rouges sur plusieurs mythes et failles du système. Ces accusations sont généralement assez exactes, bien argumentées et utiles. En voici quelques-unes : la réussite du Plan Marshall dans la riche Europe n'était pas un modèle particulièrement pertinent pour les bailleurs de fonds qui tentaient de transformer un continent pauvre; les bailleurs ont rarement réussi à construire des mécanismes qui sanctionnent les résultats insuffisants ou restreignent l'aide accordée à des régimes corrompus; la dernière crise de la dette n'illustre pas tant l'absence d'élan altruiste des bailleurs pour annuler la dette que l'incapacité des annulations passées à traiter le fond du problème. On ne peut exiger des comptes et des résultats quand l'aide est fondée sur la culpabilité et le vedettariat. Les professionnels de l'aide ont tout intérêt à présenter l'Afrique comme perdue et dans le besoin, et cette image effraie automatiquement les investisseurs.

Malheureusement, ces accusations, aucunement novatrices, visent juste. L'auteur reconnaît que ces arguments ont déjà été clairement exposés dans des ouvrages très connus de Peter Bauer, William Easterly, Nicolas van de Walle, Eberhard Reusse et David Sogge, entre autres. Ces accusations rappellent donc clairement et utilement que de nombreux sujets qu'on évite d'évoquer en société n'ont toujours pas été réglés et mériteraient d'être traités de toute urgence.

Secundo, l'ouvrage propose quatre méthodes de substitution pour financer le développement en Afrique. En cela il est novateur et prête à réfléchir. Il ne parvient cependant pas à tracer une feuille de route car il ne démontre pas en quoi ces profonds changements contribueraient de façon décisive au développement. L'auteur a peut-être raison mais ne le prouve pas.

- Dambisa Moyo propose qu'un plus grand nombre d'entreprises et d'États africains obtiennent des nota-

tions pour pouvoir emprunter sur le marché obligataire. Elle ne dit pas au lecteur qu'un grand nombre de petits pays africains pauvres comme le Bénin, le Mali ou le Malawi ont déjà été notés par Fitch ou Standards & Poor's (soit dit en passant, comme l'a fait remarquer Todd Moss, avec le financement des bailleurs). Il n'est d'ailleurs pas certain qu'une notation suffise à provoquer un afflux de capitaux privés. Les travaux de Dilip Ratha semblent indiquer que dans l'ensemble, on peut aisément prévoir les variations de notation pour les pays qui n'en ont pas officiellement, grâce aux informations déjà librement accessibles. Il n'est donc pas certain que la notation en elle-même éclaire davantage les investisseurs. Le Gabon, l'un des deux pays dont le financement obligataire à grande échelle est montré en exemple, se trouve malencontreusement être parmi les 12 % de pays en bas du classement mondial de la «lutte contre la corruption» d'après la publication *Governance Matters* de la Banque mondiale. Cette situation ne cadre absolument pas avec la thèse rigoriste de l'auteur selon laquelle «le problème, c'est l'aide» et pour le régler, il faut recourir à d'autres modes de financement.

- *L'aide fatale* se félicite que le gouvernement chinois encourage les investissements directs étrangers (IDE) en Afrique, et recommande aux autres bailleurs de faire de même, leur aide ayant un effet dissuasif sur l'IDE. On peut se demander pourquoi, d'après l'auteur, 78 % des Tanzaniens considèrent que la Chine a une influence positive alors qu'ils ne sont que 36 % à penser la même chose des États-Unis. Mais cette popularité de la Chine éclipse d'autres questions. Pourquoi les flux d'aide considérables qui accompagnent les IDE chinois n'auraient-ils pas le même effet pervers que ceux des autres pays? Pourquoi la présence de l'aide occidentale chasse-t-elle les IDE des pays occidentaux mais pas ceux de la Chine? Il aurait été plus productif d'évoquer les réussites modestes des nombreuses tentatives de promotion de l'IDE, et les redoutables obstacles qui ont été surmontés, par exemple grâce à l'Agence multilatérale de garantie des investissements (MIGA)

ou à l'Overseas Private Investment Corporation américaine.

- L'auteur recommande aux bailleurs d'arrêter de faire du tort aux exportations africaines, par exemple en cessant de subventionner généralement la production de coton et de sucre. C'est louable mais rien ne prouve que le démantèlement des dernières barrières tarifaires puisse provoquer un «big bang» en Afrique. Nancy Birdsall, Dani Rodrik et Arvind Subramanian ont déjà noté que la dévaluation de 1994 dans 14 pays africains, qui a automatiquement doublé la valeur intérieure des exportations, n'a guère permis de réduire durablement la pauvreté dans les pays producteurs de coton d'Afrique de l'Ouest.

- Dambisa Moyo recommande enfin de mobiliser les capitaux africains, par exemple en développant le microcrédit et en réduisant le coût des envois de fonds des travailleurs expatriés. Ces idées méritent d'être approfondies mais là encore, il n'est pas dit que leur effet sur le développement soit considérable. Jonathan Morduch et David Roodman ont identifié dans une étude rigoureuse le manque surprenant d'éléments démontrant les effets du microcrédit, pourtant adulé par tous les experts, dans la lutte contre la pauvreté. La réduction des coûts d'envoi n'aura, quant à elle, qu'un effet restreint sur les volumes de fonds tant que plus d'Africains ne pourront pas se déplacer librement, par exemple tant que la Communauté économique des États de l'Afrique de l'Ouest ne mettra pas en œuvre les protocoles existants sur la libre circulation des travailleurs ou que les pays riches ne permettront pas aux Africains de venir travailler en plus grand nombre pour une durée déterminée.

Il y a néanmoins quelques points prometteurs parmi les recommandations : des émissions obligataires collectives permettraient de lever des fonds pour plusieurs petits pays à la fois tout en mutualisant les risques et en diminuant les barrières à l'entrée, à l'instar du Fonds panafricain de développement des infrastructures en Afrique du Sud. Il faudrait insister davantage sur la mise en place des équipements de base nécessaires à l'in-

tégration internationale de l'Afrique en construisant et en entretenant les routes principales et les réseaux électriques par exemple.

Ces points ont cela de commun qu'ils s'attaquent directement au vrai défi du développement de l'Afrique subsaharienne : une économie bien plus petite, en valeur absolue, que

## «La faiblesse de l'ouvrage réside dans plusieurs déclarations péremptoires insuffisamment étayées par les faits.»

celle de la ville de Chicago, éclatée en 48 pays. L'économie de Chicago ne pourrait surmonter de telles difficultés sans mécanismes ambitieux, financiers ou autres, capables de mobiliser ses différents quartiers. Or c'est bien là l'objectif des émissions obligataires collectives, des routes et des migrations.

La faiblesse de l'ouvrage réside dans plusieurs déclarations péremptoires insuffisamment étayées par les faits. Pourquoi répéter avec insistance que l'aide étouffe systématiquement l'économie alors que de nombreux pays comme le Ghana, la Tanzanie, le Mali, le Burkina Faso, le Mozambique ou l'Ouganda, pour lesquels l'aide représente plus de 10 % du PIB, ont connu une croissance réelle soutenue ces dix dernières années? De nombreux critiques ont déjà fait remarquer que l'auteur aurait gagné à vérifier certaines données pour éviter les nombreuses erreurs malheureuses que contient l'ouvrage. On y lit par exemple que les budgets d'aide pour l'Afrique se tarissent peu à peu, alors que l'OCDE montre que l'aide à l'Afrique subsaharienne a presque doublé entre 1997 et 2007, passant de 32 à 58 milliards de dollars EU.

Tertio, une des raisons pour lesquelles cet ouvrage est intéressant, malgré ses limites, est que son auteur est africaine. Niall Ferguson, universitaire de grand renom, le souligne dès la première phrase de sa préface. Tout comme *L'Afrique doit s'unir* de Kwame

Nkrumah publié il y a un demi-siècle, *L'aide fatale* dénonce de façon circonstanciée et résolue les échecs du système international actuel dans le développement de l'Afrique. Comme Nkrumah, Dambisa Moyo exprime le désespoir réel que partagent de nombreux Africains face au traitement que leur réserve l'Occident. Peu importe que les politiques de substitution qu'elle propose soient parfois mal définies. Les ouvrages de Nkrumah et Moyo restent précieux car leur vision d'ensemble est juste : le développement de l'Afrique dépend principalement des Africains, les tentatives extérieures pour le promouvoir sont nécessairement limitées et le constat est plus convaincant lorsqu'il provient d'un Africain.

Ainsi, l'une des questions les plus intéressantes que pose cet ouvrage – pourquoi trouve-t-on en Occident si peu d'analyses critiques réfléchies sur l'aide et le développement formulées par des Africains? – n'a pas trait au financement du développement en Afrique. Il en existe pourtant, signées par Benno Ndulu, Agustin Fosu, Ngozi Okonjo-Iweala, Andrew Mwenda et tant d'autres, mais elles sont trop rares et peu connues en Occident. Peut-être la demande est-elle faible car les agences et maisons d'édition occidentales préfèrent les auteurs occidentaux. Peut-être l'offre est-elle limitée car les intellectuels africains destinés à de brillantes carrières hésitent à critiquer les bailleurs qui les financeront ou deviendront leurs clients. Peut-être y a-t-il de nombreuses autres raisons.

Une chose est sûre : des voix africaines plus nombreuses doivent se faire entendre sur ces grands sujets. Les fondations William et Flora Hewlett et Bill & Melinda Gates ont présenté cette année un vaste programme de soutien à 24 cercles de réflexion politique africains. C'est un grand pas dans la bonne direction pour faire connaître au reste du monde les idées des Africains sur le développement. J'espère que la pensée critique qu'ils inspireront permettra de renforcer la contribution africaine à ce débat fondamental.

**Michael A. Clemens**

Chercheur

Center for Global Development

# Une apologie timide



Publié sous la direction d'Eduard Brau et Ian McDonald

## Successes of the International Monetary Fund

### Untold Stories of Cooperation at Work

Palgrave Macmillan, New York, 2009, 231 pages, 34,95 \$ (broché).

**V**OICI un intéressant recueil d'études des services du Fonds monétaire international (FMI) accompagnées de commentaires d'observateurs avisés. Il apporte plus d'eau au moulin des partisans du FMI qu'à celui de ses détracteurs, à gauche, qui fustigent sa sévérité, ou à droite, qui lui reprochent trop de laxisme ou d'erreurs d'appréciation.

L'ouvrage présente six études de cas d'assistance financière du FMI : Corée (1998), Pologne (1990–91), Turquie (2001–02), Tanzanie (1995–2007), Brésil (2002) et Uruguay (2002–03). Chacune est accompagnée de commentaires d'un acteur ou d'un observateur du programme ou de l'activité qui certes enrichissent l'analyse, mais restent à approfondir et ne sont pas eux-mêmes exempts de critiques. Il faut ajouter que j'ai pleinement participé ou ai été un observateur direct de quatre des six cas (sauf la Tanzanie et l'Uruguay) et de la totalité des activités.

Ces six études présentent avant tout l'intérêt de porter sur les décisions clés prises par les autorités du

pays et le FMI. Dans cinq des six cas, l'épisode décrit intervient à la fin d'une série de programmes qui s'est parfois prolongée sans vraiment porter de fruits, ce que les auteurs admettent parfois à demi-mot. La principale exception est le cas de l'Uruguay, et peut-être celui de la Pologne. Le cas de la Tanzanie m'a aussi paru ironique puisque le FMI a, à la fois, accordé au pays un appui financier de 400 millions de dollars EU entre 1995 et 2005 et annulé le reste de ses créances en 2006.

Trois études sur d'autres activités du FMI sont surtout descriptives, ce qui ne diminue en rien leur intérêt pour ceux qui n'ont pas vécu ou n'ont pas de souvenirs précis des événements des années 90. L'analyse des *Perspectives de l'économie mondiale* publiées par le FMI est utile, car elle remonte jusqu'en 1980; mais l'auto satisfaction plus prononcée qu'elle dénote la rend moins convaincante. Globalement, ces études illustrent la grande variété des questions économiques, financières et politiques inhérentes aux programmes appuyés par le FMI. Difficile au lecteur d'affirmer que le FMI élabore ses programmes à l'emporte-pièce.

Ces études forcent le lecteur à réfléchir à ce que l'on entend par le «succès» d'un programme du FMI. Les éditeurs le définissent comme «une contribution positive marquante», ce qui place la barre assez bas et incite à s'interroger sur les conséquences économiques et financières immédiates de l'inaction du FMI pour un pays, ses voisins et le reste du monde; l'absence d'appui financier aurait sans doute aggravé la situation. Les études signalent que certains pays auraient pu obtenir l'appui financier d'amis ou d'alliés, mais qu'ils n'auraient pas mis en œuvre les réformes qui sont à l'origine de leur réussite globale.

L'autre question que posent implicitement et parfois explicitement les études et commentaires, s'agissant des succès du FMI, est de savoir si l'institution aurait pu mieux faire. Dans la plupart des cas, la réponse est positive, comme le notent souvent les auteurs,

notamment pour l'Uruguay, mais la réponse à une crise ne saurait être appréciée selon des critères aussi intransigeants.

Il ressort clairement des six études de cas que «l'internalisation» revêt une grande importance. Le programme est entre les mains des autorités du pays qui ont lutté pour y mettre leur empreinte et se l'approprier. La Corée est l'exception à ce schéma, car l'opinion publique de ce pays considère encore l'épisode comme la «crise du FMI» et non la crise de la Corée. Mais même dans ce cas, tant que le nouveau gouvernement coréen n'avait pas pris les rênes du programme, les autorités financières des autres pays étaient réticentes à transférer à la Corée par le biais du FMI, plus de fonds rétrocédés, en coulisses, aux créanciers étrangers.

Le message à retenir de cet ouvrage sur le FMI dans la tourmente actuelle, partant notamment des cas du Brésil et de l'Uruguay, est que le FMI doit faire preuve de souplesse, être prêt à prendre des risques et être financièrement équipé pour répondre de manière adéquate aux besoins et à la situation des pays.

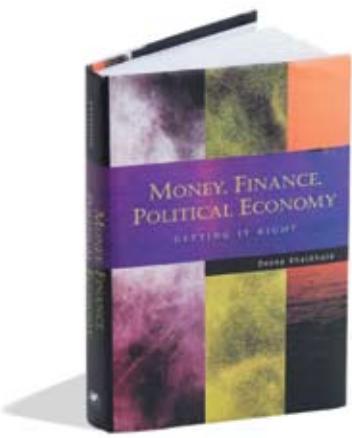
S'agissant de la réforme du FMI, les conclusions sont un peu décevantes. L'article de Tom Dawson rappelle que les pays membres du FMI sont responsables de la transparence et de l'obligation de rendre des comptes de l'institution. Ce sont eux, par exemple, qui choisissent en dernier ressort les documents du Conseil d'administration qui seront rendus publics ainsi que ce qui peut être publié par le FMI à leur sujet. Toujours sur la transparence, Charles Enoch note que depuis la mise en place de la Norme spéciale de diffusion des données en 1999, les pays membres sont réticents à relever la barre dans ce domaine.

Dans l'ensemble, l'apologie des auteurs reste timide, mais qui-conque suit de près l'évolution de cette grande institution mondiale ne restera pas sur sa faim.

**Edwin M. Truman**  
Senior Fellow, Peterson Institute for  
International Economics

# NOTES DE LECTURE

## Un visionnaire



**Deena Khatkhate**

**Money, Finance and Political Economy**

**Getting It Right**

Academic Foundation, New Delhi, 2009,  
385 pages, 39,95 \$ (toilé).

**O**N ne peut comprendre la vie qu'en regardant en arrière; on ne peut la vivre qu'en regardant en avant» disait Kierkegaard. Ce recueil d'essais, qui retrace une vie de travail, celle de l'économiste indien Deena Khatkhate, pourrait être perçu comme un acte de rébellion contre son héritage intellectuel : le socialisme et la planification centrale, la macroéconomie keynésienne, et l'antonomie Nord-Sud. Mais on y trouve plutôt une défense inspirée (certes non sans critiques) du capitalisme et des marchés, un regard aussi friedmanien que keynésien sur la macroéconomie et un appel insistant à une relation plus constructive entre pays en développement et pays avancés.

Le meilleur des articles porte d'ailleurs sur ce dernier thème, plus précisément sur la fuite de cerveaux, des pays en développement vers les pays avancés. Dans cet article paru dans *F&D* en 1971, Khatkhate contestait l'opinion prédominante qui voyait dans cette fuite une perversion, une aide des pays pauvres aux pays riches. Il y expliquait que comme l'émigration concernait surtout les pays en développement où la main-

d'œuvre qualifiée était clairement excédentaire, il s'agissait plutôt d'une soupe d'échappement pour les pays pauvres. Du reste, comme il se produisait par ailleurs un «croisement d'idées» entre les travailleurs qualifiés des pays pauvres et les nations les plus riches, cette fuite pouvait être considérée comme un «investissement souhaitable».

Plusieurs exemples sont venus étayer cette prédiction, comme la réussite de l'Inde, de l'Irlande ou d'Israël dans leurs exportations de logiciels vers des pays plus avancés. Ashish Arora, Professeur à l'Université Carnegie Mellon, a montré que cette réussite s'explique en partie par le «vivier d'ingénieurs et de chercheurs sous-employés de ces pays, qui avaient précédemment émigré vers les États-Unis et le Royaume-Uni». L'expatriation a ainsi permis à cette diaspora d'assimiler les pratiques des futurs clients. Comme Khatkhate l'avait prédit, la fuite initiale a fini par être profitable.

Parmi les autres essais sur les relations Nord-Sud, il en est un qui porte sur «le conflit et la coopération dans le système monétaire international». Écrit en 1987, il anticipe beaucoup des réformes qui se sont produites ou sont à l'ordre du jour au FMI et dans d'autres organisations internationales — dont celles d'une «plus grande voix» au Sud dans la prise de décision. Certes, Khatkhate n'était pas le seul à le faire, mais comme il le note dans la préface, son article lui a valu «pas mal de reproches», car à l'époque il travaillait pour le FMI. En tout état de cause, il allait quitter l'institution après deux décennies de bons et loyaux services pour devenir le rédacteur en chef de la revue spécialisée *World Development*.

Avant de rejoindre le FMI, Khatkhate avait travaillé de 1955 à 1968 à la banque centrale indienne. Rien d'étonnant donc à ce que le deuxième grand thème de l'essai soit le rôle des politiques macroéconomiques et financières dans la promotion de la croissance. Durant les années 50, la pensée keynésienne préconisait le déficit budgétaire pour promouvoir la croissance dans les pays en développement. Le raisonnement était le suivant : comme il existe des ressources

sous-employées, l'État pourrait, en investissant, mobiliser ces ressources sans pour autant provoquer d'inflation. Au vu de l'impact négatif des dépenses publiques, il allait écrire : «le recours massif au déficit budgétaire n'apporte rien de plus que l'inflation et la diminution des revenus,

**«Une défense inspirée (certes non sans critiques) du capitalisme et des marchés.»**

de l'épargne et de l'investissement». Sur le plan monétaire, les idées de Khatkhate s'écartaient aussi de l'orthodoxie keynésienne des années 60, en insistant sur la nécessité de règles pour guider l'action de la banque centrale, plutôt que sur un trop grand pouvoir discrétionnaire.

Khatkhate évoque un troisième thème : le discours du socialisme et de la planification centrale par opposition à la réalité. Il reprochait au socialisme de promettre croissance et équité, mais de ne fournir ni l'un ni l'autre. Selon lui, le véritable problème que devaient résoudre les pays en développement, n'était pas tant de corriger une répartition inégale des revenus, mais d'«améliorer le niveau de vie de toute la population, ce qui ne peut se faire qu'avec une forte croissance économique». En 1978, ces idées étaient loin d'être admises. Khatkhate n'est cependant pas un défenseur aveugle du capitalisme et de l'économie de marché. S'agissant du libre mouvement des capitaux, par exemple, ses idées sont proches de celles de son compatriote Jagdish Bhagwati, en ce sens qu'il recommande la prudence, car les faits montrent qu'une libéralisation hâtive peut provoquer des crises financières.

**Charles Collyns et  
Prakash Loungani**

*Directeur adjoint et Conseiller, respectivement, du Département des études du FMI*

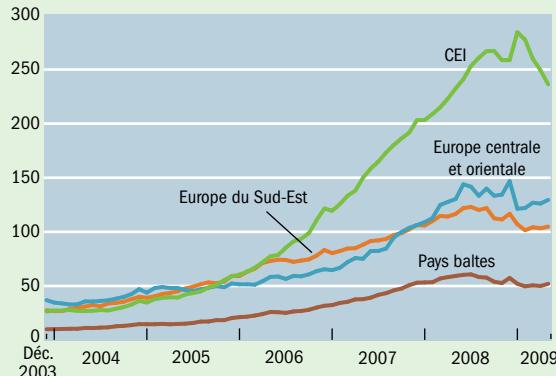
## Les flux vers l'Europe de l'Est

**Les banques étrangères ont apporté leur soutien, mais la crise financière a inversé la tendance**

LES BANQUES étrangères (d'Europe de l'Ouest, surtout) dominent le système bancaire est-européen. Le volume des financements extérieurs vers l'Europe de l'Est est passé de 96 milliards de dollars EU en décembre 2003 à 550 milliards en septembre 2008. Les quatre sous-régions (pays baltes, centre et est, CEI et Sud-Est) ont sensiblement accru leur dépendance envers les banques étrangères, tirée par la multiplication par neuf des engagements extérieurs du secteur bancaire de la CEI, portés à 280 milliards de dollars EU en cinq ans. Avec l'aggravation de la crise financière mondiale en septembre 2008, cette tendance s'est inversée dans toutes les sous-régions.

### Les banques d'Europe de l'Est ont bénéficié d'apports massifs des banques étrangères.

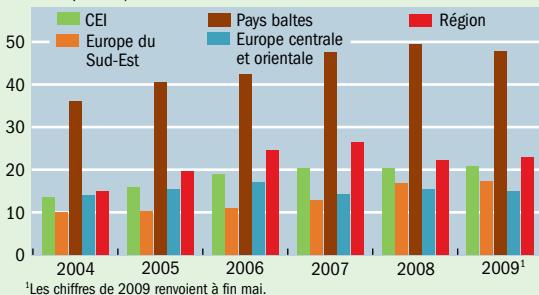
(Engagements envers des non-résidents, milliards de dollars EU)



Les engagements extérieurs ont augmenté en moyenne de 12 à 19 % par rapport au total des engagements de l'ensemble des pays. Les pays baltes sont les plus tributaires de banques étrangères, avec un ratio passé de 33 % en décembre 2003 à 50 % en octobre 2008.

### Les pays baltes ont le taux de dépendance le plus élevé à l'égard des banques étrangères.

(Engagements envers des non-résidents, pourcentage du total des passifs en fin de période)

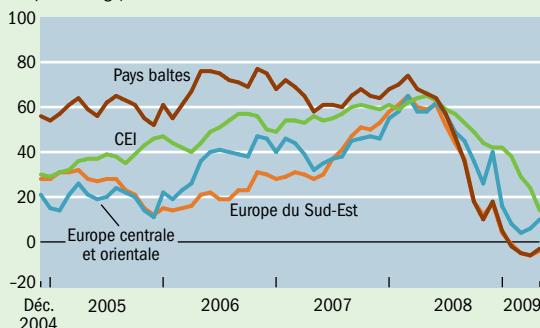


Cette poussée du financement extérieur est allée de pair avec une très forte expansion du crédit, en monnaie locale

et devises, au secteur privé non financier, surtout aux entreprises non financières et aux ménages. Mais la détérioration de la situation financière mondiale depuis septembre 2008 a entraîné une contraction rapide du taux d'expansion du crédit, devenu négatif dès février 2009 dans les pays baltes et en Europe du Sud-Est.

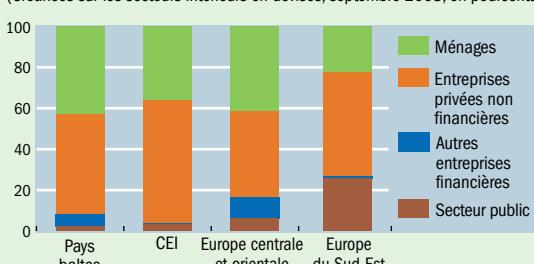
### Les taux de croissance du crédit en devises, élevés avant la crise, ont depuis chuté.

(Crédit en devises au secteur privé non financier, variation annuelle en pourcentage)



### Au début de la crise, les entreprises et les ménages étaient les principaux bénéficiaires du crédit en devises.

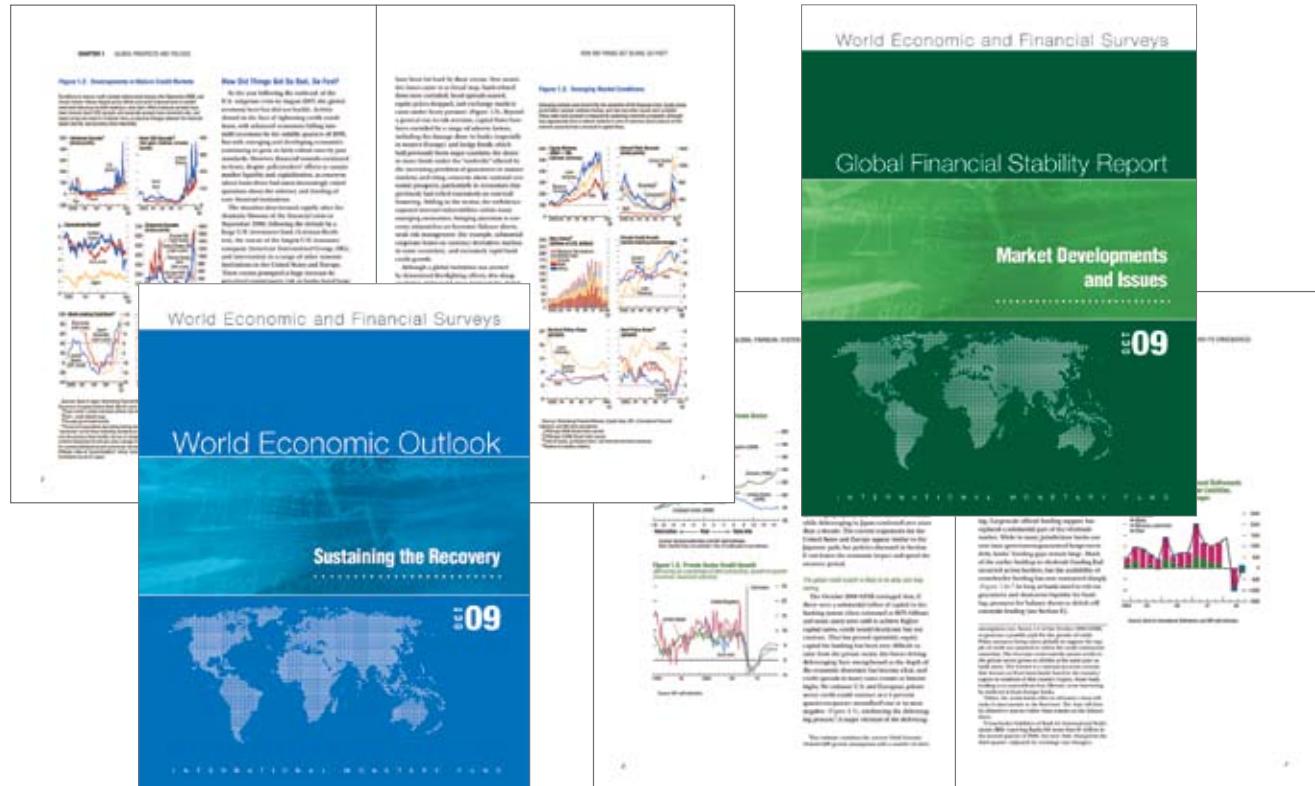
(Créances sur les secteurs intérieurs en devises, septembre 2008, en pourcentage)



### À propos de la base de données

Les données sont extraites des formulaires-types par lesquels 114 pays communiquent actuellement leurs données monétaires au FMI. Les pays ont été regroupés comme suit : CEI (Arménie, Azerbaïdjan, Bélarus, Géorgie, Moldova, Russie et Ukraine); Europe du Sud-Est (Albanie, Croatie, Macédoine (ex-Rép. yougoslave de); pays baltes (Estonie, Lettonie et Lituanie); Roumanie, Serbie et Turquie); Europe centrale et orientale (Hongrie, Pologne, Rép. slovaque et Rép. tchèque). La plupart des données qui ont servi à la rédaction de cet article peuvent être consultées à la rubrique *Statistiques financières internationales* du site [www.imfstatistics.org/imf/](http://www.imfstatistics.org/imf/)

# Surmonter la crise et engager la reprise



## Pour y voir plus clair.

Des questions importantes — Des réponses éclairées.

Les *Perspectives de l'économie mondiale* et le *Global Financial Stability Report* du FMI fournissent l'analyse et les enseignements nécessaires pour comprendre où nous en sommes et comment nous pouvons aller de l'avant.

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