



FINANCES & DÉVELOPPEMENT

www.imf.org/fandd

Décembre 2008

**Crise :
l'Asie touchée**

Blanchard :
la voie de
la reprise

El-Erian :
les fusibles
n'ont pas fonctionné

Exubérance irrationnelle
Portrait de Robert Shiller

**La crise dans
son contexte
historique**

122 récessions
examinées à la loupe

Fissures dans le système

L'économie mondiale
sous **TENSION**

Finances & Développement, décembre 2008



MFIFA2008004

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

Édition française ISSN 0430-473x

RÉDACTEUR EN CHEF

Jeremy Clift

RÉDACTEURS PRINCIPAUX

Camilla Andersen

Archana Kumar

James Rowe

Simon Willson

RÉDACTRICES

Maureen Burke

Sergio Negrete Cardenas

Natalie Ramirez-Djumena

Jair Rodriguez

DIRECTRICE ARTISTIQUE

Luisa Menjivar

GRAPHISTE

Lai Oy Louie

ASSISTANTES DE RÉDACTION

Lijun Li

Kelley McCollum

Niccole Braynen-Kimani

CONSEILLERS DE LA RÉDACTION

Bas Bakker

Tim Callen

Adrienne Cheasty

Ana Corbacho

Alfredo Cuevas

Marcello Estevão

Domenico Fanizza

James Gordon

Thomas Helbling

Paul Hilbers

Paolo Mauro

Gian Maria Milesi-Ferretti

Paul Mills

Uma Ramakrishnan

ÉDITION FRANÇAISE

Division française

Services linguistiques

ALFRED DETCHOU

YANNICK CHEVALIER-DELANOUE

Traduction & Révision

V. ANDRIANIFAHANANA

CATHERINE HELWIG

Correction & PAO

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

© 2008 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

L'autorisation de reproduction à des fins **commerciales** s'obtient auprès du **Copyright Clearance Center** (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
Décembre 2008 • Volume 45 • Numéro 4

DOSSIER

L'ÉCONOMIE MONDIALE SOUS TENSION

8 Fissures dans le système

Il faut réparer l'économie mondiale
Olivier Blanchard

11 Pour éviter de nouvelles crises

Les priorités de la réforme réglementaire
après le désastre
Noel Sacasa

15 Une crise mémorable

Pourquoi il faut moderniser le cadre multilatéral
Mohamed A. El-Erian

18 La crise à la lumière de l'histoire

L'actuelle crise financière est féroce, mais l'histoire
montre comment éviter une répétition de celle
de 1929
Charles Collyns

21 Les solutions de Stockholm

L'expérience des pays nordiques montre le rôle
prépondérant de l'État dans le règlement des crises
Stefan Ingves et Göran Lind

24 La voie de la reprise vue du Japon

Une stratégie pour résoudre les problèmes
de liquidité et de solvabilité
Kenneth Kang et Murtaza Syed

26 Quand les crises s'entrechoquent

Les récessions associées à un resserrement du crédit ou à un effondrement
des prix des actifs sont plus longues et plus profondes
Stijn Claessens, M. Ayhan Kose et Marco E. Terrones

29 La course-poursuite

Archana Kumar s'entretient avec *Michael Spence* et *Mahmoud Mohieldin* sur
les sources de la croissance, en période de crise ou de prospérité

34 La tourmente financière mondiale atteint l'Asie

Comment l'Asie fera-t-elle face à la propagation de la crise financière?
Kenneth Kang et Jacques Miniane

37 Assurer la sécurité alimentaire

Il faudrait compléter la politique commerciale par d'autres mesures pour
rendre la nourriture accessible à tous
Maros Ivanic et Will Martin

40 Investir chez les voisins

Les producteurs de pétrole du Golfe
persique investissent dans d'autres pays
du Moyen-Orient et cette tendance
devrait continuer même si les prix
du pétrole baissent
Mahmoud Mohieldin



La crise se poursuit

LA crise financière risque de dégénérer en une longue et profonde récession. Afin d'y remédier, les autorités monétaires et financières prennent des mesures sans précédent pour rétablir la confiance et la fluidité du crédit; de plus, elles s'efforcent d'enrayer la sévère contraction de l'activité économique par des mesures d'urgence et de relance budgétaire. Parallèlement, les organismes de réglementation et les pouvoirs publics s'emploient à remanier au plus vite les dispositifs de régulation et de contrôle — une priorité du sommet du G-20, réuni en novembre à Washington, qui restera d'actualité en 2009.

Dans ce numéro, Olivier Blanchard, Économiste en chef du FMI, s'interroge sur les origines de la crise et les moyens de la résorber, dans l'immédiat et à moyen terme. Il engage vivement les pays (qui en ont les moyens) à user d'une expansion budgétaire bien ciblée pour doper la croissance

à court terme et à adopter une orientation plus souple à plus long terme.

En juin, nous avons cerné les origines de la crise. Aujourd'hui, nous examinons les possibilités de réglementation, la nécessité de moderniser le cadre multilatéral, les récessions antérieures, et nous tentons de tirer des leçons de l'histoire. Ensuite, nous consultons des sommités de la pensée économique : Robert Shiller sur les bulles de prix des actifs; Michael Spence et Mahmoud Mohieldin sur la crise et ses effets sur la croissance; et Mohamed El-Erian sur l'incidence en matière de régulation internationale. Par ailleurs, nous analysons les répercussions de «l'autre crise» — celle des denrées alimentaires et des carburants — qui a culminé à la mi-2008, mettant en évidence les problèmes de sécurité alimentaire, d'investissement en pétrodollars et de pauvreté. Tout cela dans l'un des numéros les plus riches que *F&D* ait jamais publiés!

Jeremy Clift
Rédacteur en chef

- 42 **Le Nigéria veut se racheter**
La manne pétrolière comme bénédiction
Ngozi Okonjo-Iweala
- 45 **Géographie économique de l'intégration régionale**
Une intégration régionale bien conduite contribue à relier les pays en développement aux marchés mondiaux
Uwe Deichmann et Indermit Gill

RUBRIQUES

- 2 **Courrier des lecteurs**
Weder di Mauro et la gouvernance
À qui la faute?
- 3 **Actualités du FMI**
La nouvelle facilité de liquidité du FMI
Révision de la facilité de protection contre les chocs exogènes
Priorités de la surveillance du FMI
Prêts en faveur de l'Ukraine et de la Hongrie
Conférence en Tanzanie
- 4 **Paroles d'économistes**
Du visionnaire à l'inventeur
Portrait de Robert J. Shiller
- 32 **Pleins feux**
Les conditions d'une croissance forte et durable
Natalie Ramirez-Djumena et Jair Rodriguez

- 48 **L'ABC de l'économie**
Qu'est-ce que le produit intérieur brut?
Tim Callen
- 50 **Notes de lecture**
The Arab Economies in a Changing World, Marcus Noland and Howard Pack
Rivals: How the Power Struggle Between China, India and Japan Will Shape Our Next Decade, Bill Emmott
The Great Inflation and Its Aftermath: The Past and Present of American Affluence, Robert J. Samuelson
Termites in the Trading System: How Preferential Trade Agreements Undermine Free Trade, Jagdish Bhagwati
- 54 **Entre nous**
Justin Yifu Lin : Une autre conception de la pauvreté
La révision des statistiques de la pauvreté peut faciliter la compréhension du processus de développement
- 56 **Gros plan : Arabie Saoudite**
- 57 **Index des articles de 2008**

Photographies : Couverture, Leverett Bradley/Corbis; p. 3, Viktor Korotayev/Reuters; p. 4, Stephen Jaffe/FMI; p. 8-9, Image Source/Corbis; p. 12, Lance Nelson, Corbis; p. 15, Rudy Sulgan, Corbis; p. 18, Bettman/Corbis; p. 21, Peder Björkegren/Etsa/Corbis; p. 24, TWPhoto/Corbis; p. 26, Bill Pugliano/Getty Images; p. 30, 31, Michael Spiloto/FMI; p. 32-33, Koichi Kajino/amanaimages/Corbis; p. 34-35, Manan Vatsyayana/AFP/Getty Images; p. 37, Ed Kashi/Corbis; p. 40, Paul Dowd/Eye Ubiquitous/Corbis; p. 42-43, Ed Kashi/Corbis; p. 45, Imageplus/Corbis; p. 50, 51, 52, 53, FMI; p. 54, Ryan Rayburn/Banque mondiale.



Weder di Mauro et la gouvernance

Le portrait de l'économiste suisse Beatrice Weder di Mauro (septembre 2008) est passionnant. Sa nomination au Conseil économique souligne l'ouverture de l'Allemagne vers un modèle de développement axé sur les résultats et le civisme.

Je conviens avec M^{me} Weder di Mauro que les pays occidentaux, le FMI et la Banque mondiale devraient réduire leur aide aux pays en développement réputés pour leur mauvaise gouvernance. En revanche, les institutions multilatérales devraient consacrer leur assistance financière et technique au secteur privé, qui a récemment démontré en Afrique sa volonté de stimuler le développement des infrastructures en procédant à des introductions en bourse inédites dans les domaines des télécommunications et de la banque.



Robert M. Oyewole
Nigéria

À qui la faute?

Nous sommes confrontés à ce que certains commentateurs appellent un «séisme sur les marchés».

Ce problème inattendu, qui a pris source dans un secteur de l'économie américaine et qui menace désormais le système financier mondial, nous rappelle l'article intitulé «Assurer la santé de l'économie mondiale» de Carlo Cottarelli et Isabelle Mateos



y Lago (septembre 2007), qui débute ainsi : «Du point de vue économique, aucun pays ne vit en vase clos». L'actualité le confirme : les politiques d'un vaste pays, aussi imparfaites soient-elles, peuvent «répercuter des chocs au-delà des pays, et ce, à une allure vertigineuse».

L'article explique : «Diverses réformes sont en cours afin d'adapter la surveillance aux réalités actuelles et de s'assurer que le FMI continue à accomplir sa mission de renforcement de la stabilité monétaire mondiale». Cette mission consiste à surveiller les économies des pays membres et, plus largement, le système monétaire international, pour en assurer le bon fonctionnement, en identifiant les synergies ou les discordances des politiques des 185 membres.

J'estime que les décisions erronées de certains — fussent-elles malavisées ou intéressées — ont porté préjudice au système de marché libre. On peut espérer que la crise ne sapera pas le système capitaliste et que des mesures seront prises pour la surmonter et rétablir le fonctionnement normal de l'économie mondiale. Une question demeure cependant : un organisme de contrôle américain ou une organisation internationale procéderont-ils à l'identification des erreurs commises et des responsables de ces erreurs?

Carlos Martorell Flores
Umacollo-Arequipa, Pérou

Écrivez-nous! Adressez votre courrier à fanddletters@imf.org ou à Editor-in-Chief, *Finance & Développement*, International Monetary Fund, Washington, DC 20431 (U.S.A.). La rédaction accepte volontiers vos lettres (300 mots maximum), qui pourront être modifiées pour des raisons d'espace.

Calendrier 2009

28 janvier–1^{er} février, Davos, Suisse

Assemblée annuelle du Forum économique mondial

10 et 11 mars, Dar es-Salaam, Tanzanie

Conférence de haut niveau sur les défis de la croissance en Afrique

27–31 mars, Medellín, Colombie

Assemblée annuelle de la Banque interaméricaine de développement

25 et 26 avril, Washington

Réunions de printemps du FMI et de la Banque mondiale

15 et 16 mai, Londres

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

6 et 7 octobre, Istanbul

Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale

Visitez la nouvelle librairie électronique du FMI :
www.imfbookstore.org

La nouvelle facilité de liquidité du FMI

Le 29 octobre, le FMI a mis en place une nouvelle facilité de prêt à court terme pour les pays émergents dont la politique économique est solide, mais qui sont confrontés à des problèmes temporaires de liquidité sur les marchés des capitaux. Cette facilité de liquidité à court terme (FLC) permet aux pays remplissant les conditions requises de bénéficier immédiatement d'un financement élevé sans conditions de suivi pour rétablir la confiance et éviter la contagion financière.

«Le FMI réagit avec rapidité et souplesse aux demandes de financement. Nous offrons à certains pays des ressources substantielles à des conditions fondées uniquement sur l'application de mesures jugées absolument nécessaires pour surmonter la crise et rétablir la viabilité de la position extérieure», a déclaré à la presse le Directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn.

La nouvelle facilité s'inscrit dans le cadre du réexamen du rôle financier du FMI, engagé pendant les premiers mois de l'année afin de veiller à ce qu'il dispose d'outils adéquats pour répondre aux besoins des pays dans un monde marqué par des mouvements transnationaux de capitaux de plus en plus élevés et complexes.



Usine d'acier en Ukraine.

Le pompier de l'économie mondiale

Le FMI est intervenu sans tarder pour aider les pays émergents touchés par les répercussions des perturbations économiques mondiales et par le brusque ralentissement de l'activité dans les pays industrialisés. En Europe orientale, le FMI a accordé 16,4 milliards de dollars à l'Ukraine et 15,7 milliards de dollars à la Hongrie. Les deux accords ont été conclus par recours à la procédure d'urgence du FMI, qui permet une approbation rapide des prêts aux 185 pays membres.

Un rôle d'amortisseur

Le FMI a remanié sa facilité de protection contre les chocs exogènes (FCE), conçue pour venir en aide aux pays à faible revenu qui se trouvent dans une situation d'urgence causée par des événements indépendants de leur volonté.

La FCE modifiée fournit l'aide plus vite et en plus grande quantité, pour aider les pays bénéficiaires à affronter des situations telles que la variation des prix des produits de base (y compris le pétrole), les catastrophes naturelles ainsi que les conflits et crises des pays voisins qui perturbent les échanges. Les conditions d'accès à la FCE (engagements de politique économique et financière de la part des États emprunteurs) ont aussi été simplifiées.

La révision de la FCE pour permettre un accès plus aisé et plus rapide des pays membres à l'aide du FMI a été accélérée en raison de la flambée des prix de l'alimentation et du pétrole qui a frappé de plein fouet les pays à faible revenu.

Des leçons pour tous

Le FMI organise une conférence à Dar es-Salaam, en Tanzanie, les 10 et 11 mars 2009 pour examiner ce que peut faire l'Afrique face à la crise financière mondiale et pour consolider ses réussites récentes. Pour de plus amples détails, voir www.changes-challenges.org.



Une surveillance plus étroite

À l'occasion du réexamen de son rôle de surveillance, le FMI en a défini les nouvelles priorités à l'échelle nationale et mondiale, par exemple dans le domaine de l'analyse des risques, des liens entre le secteur financier et l'économie réelle, et des analyses comparatives entre pays.

La déclaration sur les priorités de la surveillance formule les *priorités économiques* qui s'imposent aux pays membres compte tenu des principaux risques qui pèsent sur leur stabilité externe et que la surveillance devrait aider à surmonter. Elle énonce aussi des *priorités opérationnelles*, c'est-à-dire les mesures concrètes que le FMI devrait prendre pour résoudre ces problèmes, en définissant des repères clairs pour en suivre l'application. Ce suivi prendra la forme de rapports ordinaires, complétés périodiquement par des évaluations complètes.

Aperçu des priorités de la surveillance

Économique

- Résoudre les difficultés des marchés financiers
- Renforcer le système financier mondial
- S'adapter aux variations brusques des prix des produits de base
- Promouvoir la résolution ordonnée des déséquilibres mondiaux

Opérationnelle

- Évaluation des risques
- Surveillance du secteur financier et examen de ses liens avec l'économie réelle
- Perspective multilatérale
- Analyse des taux de change et des risques menaçant la stabilité externe

Du visionnaire à l'inventeur

Portrait de **Robert J. Shiller** par Paolo Mauro

ROBERT J. SHILLER a souvent été décrit comme un visionnaire. Dans certains de ses ouvrages à succès, comme *Macro Markets* et *The New Financial Order*, il préconisait la création de nouveaux marchés financiers permettant à chaque opérateur de diversifier ses risques les plus importants tels que ceux liés au revenu ou aux prix des logements. Pour lui, cette démocratisation de la finance devrait mettre les marchés financiers au service de tout le monde.

Ces dernières années, le talent visionnaire de M. Shiller a eu des retombées concrètes avec, notamment, le brevetage de deux innovations financières : en 2006, les contrats à terme sur les prix du logement dans dix grandes villes américaines, mais aussi sur le prix moyen de l'immobilier au niveau national, ont été introduits au Chicago Mercantile Exchange. Mais la réputation de visionnaire de la finance et de la macroéconomie dont jouit M. Shiller auprès du grand public tient encore davantage à son travail sur le comportement irrationnel des marchés financiers, en particulier à son admirable capacité à détecter précocement l'«*exubérance irrationnelle*» et les bulles spéculatives sur les marchés boursiers et immobiliers.

Bien sûr, il reste avant tout un universitaire très respecté (professeur d'économie titulaire de la chaire Arthur M. Okun à l'université Yale et professeur de finances à la Yale School of Management), mais, dans le domaine économique, il est pratiquement une star. Rendu célèbre par ses ouvrages sur les marchés financiers et la crise du *subprime*, il a même eu les honneurs de la presse grand public en prêtant ses traits à une campagne publicitaire sur le thème «Préparez votre retraite».

L'exubérance irrationnelle

Voyons d'abord ce qui fonde sa réputation de détecteur de bulles financières. En 1996, constatant que les multiples de capitalisation battaient des records historiques, il a annoncé (avec quatre ans d'avance) que les marchés boursiers étaient surévalués et risquaient de s'effondrer. Il a développé ses arguments dans l'ouvrage *Exubérance irrationnelle* dont la première édition est parue en mars 2000, quand la bulle Internet a éclaté. Il a livré à cette occasion une analyse fort convaincante des facteurs psychologiques sous-tendant la formation des bulles spéculatives.

Dans une étude réalisée en 2003 avec Karl Case pour la revue *Brookings Papers* et dans la deuxième édition de *Exubérance irrationnelle* (2005), M. Shiller a indiqué que le prix des logements

commençait à décoller à la vitesse d'une fusée et que cette inflation ne devait rien à l'évolution de facteurs fondamentaux comme le coût de la construction, la démographie ou les taux d'intérêt. À partir de données portant sur une centaine d'années mais qui n'avaient encore jamais été exploitées ensemble, il a montré que les prix de l'immobilier résidentiel rapportés aux loyers ou au revenu des particuliers grimpaient à un rythme sans précédent.

Les explications avancées par M. Shiller sont fortement influencées par la psychologie. C'est à Virginia, son épouse depuis trente ans, et docteur en psychologie clinique, qu'il doit son initiation précoce à cette discipline. Il ajoute que, dans une relation conjugale saine, les deux partenaires tendent à partager la même vision du monde. D'après lui, les bulles financières résulteraient du fait que les humains sont des animaux sociaux, qui s'influencent les uns les autres, dans un phénomène de «*contagion sociale*». À chaque fois qu'une bulle spéculative enfle, la hausse des cours boursiers est alimentée par des discours sur l'avènement d'une «*nouvelle ère*»; de même, une augmentation prolongée des prix du logement renforce l'idée répandue que ces prix ne peuvent que monter, ce qui entretient une tendance à la hausse apparemment inévitable. Pour autant, souligne-t-il, il ne faut pas négliger les fondamentaux. Au contraire, il considère que la théorie des marchés efficients est pour l'essentiel valable dans la mesure où une modification suffisamment importante des fondamentaux finit par influencer sur les prix des actifs. Néanmoins, selon la priorité des opérateurs, la réaction des prix des actifs peut être assez lente.

Personne n'ignore que, depuis 2006, les prix des logements ont chuté de manière spectaculaire aux États-Unis. Ce qui a valu à M. Shiller une réputation de Cassandra, qu'il estime injustifiée. Il considère en effet que, malgré les coûts astronomiques que cette baisse a induits pour les établissements financiers et l'économie en général, dans des circonstances moins exceptionnelles, la plupart des gens se seraient réjouis de voir les prix devenir plus abordables.

Encadré 1

La genèse du terme «*exubérance irrationnelle*»

Bien que cela soit le titre de l'un de ses ouvrages à succès, M. Shiller n'est pas le père de l'«*exubérance irrationnelle*». Mais il a quasiment assisté à la naissance. Le terme a été prononcé le 5 décembre 1996 par Alan Greenspan, Président du Conseil de la Réserve fédérale, lors d'un dîner officiel à Washington. M. Greenspan avait demandé : «*Comment savoir à quel moment l'exubérance irrationnelle entraîne une envolée excessive des prix des actifs qui, ensuite, enregistrent des contractions imprévisibles et prolongées comme cela s'est produit au Japon durant la dernière décennie?*» Et il avait ajouté : «*En tant que banquiers centraux, nous n'avons pas à nous inquiéter si l'éclatement de la bulle financière ne menace pas l'économie réelle, la production, les emplois et la stabilité des prix.*» Juste après, la Bourse de Tokyo avait brutalement décroché et clôturé en baisse de 3 %, ce qui avait eu des retentissements sur tous les marchés de la planète. Deux jours plus tôt, M. Shiller et l'un de ses collègues, John Campbell, avaient fait un exposé devant les gouverneurs de la Fed et déjeuné avec M. Greenspan. M. Shiller avait parlé de l'irrationnalité des marchés, mais ne se souvient pas avoir utilisé le terme «*exubérance*». De son côté, M. Greenspan déclare dans son autobiographie que le concept d'exubérance irrationnelle lui est venu un matin dans sa baignoire, pendant qu'il rédigeait un discours.

The Subprime Solution, le dernier livre de M. Shiller consacré aux problèmes engendrés par les marchés immobiliers et hypothécaires, est apparu à certains comme un brouillon bâclé et confié en toute hâte à l'éditeur pour exploiter un filon en vogue. Quoiqu'il en soit, cet opus propose une analyse fouillée des facteurs ayant présidé à l'émergence de la bulle immobilière, un historique détaillé des principales institutions créées dans les années 30 par le gouvernement américain pour sortir le marché du logement et l'économie de la Grande Dépression, ainsi que des solutions originales pour réduire les risques d'apparition de nouvelles bulles.

Très tôt, M. Shiller a souligné le rôle clé des grosses opérations de renflouement, qui sont une composante regrettable mais nécessaire de toute stratégie de redressement des marchés. Mais ce sont les pistes qu'il suggère pour l'avenir qui témoignent le mieux de son inventivité : mise en place de subventions pour démocratiser le conseil financier; introduction de contrats hypothécaires standards comportant des clauses par défaut qui s'activeraient dans des cas bien précis (baisse rapide des revenus dans la branche professionnelle de l'emprunteur, par exemple); innovations financières (titres indexés au PIB ou aux prix des logements, etc.); et création de nouveaux marchés financiers liés aux garanties immobilières ou à l'assurance contre la perte d'emploi. Il est également favorable à la proposition de la juriste Elizabeth Warren de mettre sur pied une commission de sécurité des produits financiers.

Tout en ayant décrété l'irrationnalité des marchés financiers, M. Shiller n'a jamais cessé de préconiser plus de finance pour remédier au problème. Pour lui, l'avenir réside dans «*plus de finance, plus de finance innovante, plus de finance démocratique (accessible à tous) et s'inscrivant dans un cadre institutionnel plus performant*».

Pas de vision sans transpiration

La vision de M. Shiller se nourrit d'un travail universitaire considérable, combinant souvent théorie et analyse empirique et s'appuyant sur une quantité impressionnante de données soigneusement compilées et d'outils de mesure spécialement conçus pour saisir les phénomènes économiques étudiés.

Les premiers travaux de M. Shiller étaient incontestablement des exercices techniques destinés à des universitaires. Parue dans *Econometrica*, sa première publication était consacrée à un «*estimateur de retards échelonnés dérivé d'hypothèses sur le lissage*». Il précise que son vif intérêt pour l'économétrie non paramétrique et les statistiques bayésiennes s'expliquait sans doute par la présence des sciences physiques dans son cursus. C'est en publiant l'article «*Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?*» (*American Economic Review*, 1981) qu'il a, pour la première fois, fait sensation parmi ses condisciples. L'influence de ce travail, qui, d'après Google Scholar figure toujours parmi les articles de M. Shiller les plus fréquemment cités, a été tout à fait considérable. D'après la théorie financière classique, le cours des actions d'une société devrait être égal à la somme des dividendes (en valeur actualisée nette) qui sont anticipés. Comme le suggère le titre de son article, il a montré au contraire que les fluctuations des cours boursiers étaient trop amples pour être justifiées uniquement par des anticipations raisonnables des dividendes à venir. Pour utiliser le jargon des financiers, la volatilité des cours est largement supérieure à la volatilité de la valeur actualisée nette de tous les futurs dividendes. L'une des caractéristiques essentielles de l'article est qu'il exploitait une série

de données sur les dividendes qui remontait jusqu'à cent ans en arrière, ce qui lui a permis de calculer la valeur intrinsèque des actions en Bourse, et ce sur une période assez longue pour effectuer l'analyse adéquate. La compilation rigoureuse de données historiques fiables relatives aux prix des actifs sur une centaine d'années sera une constante dans la carrière de M. Shiller.

Malgré l'intérêt qu'il a suscité, cet article a parfois rencontré une certaine hostilité : il dérangeait ceux qui y voyaient une remise en cause de notions bien établies sur la rationalité des investisseurs. Pour avoir défendu très tôt le rôle des facteurs psychologiques, M. Shiller devrait-il être considéré comme l'un des pères fondateurs de la finance comportementale (c'est-à-dire de la finance envisagée sous l'angle plus large de sciences sociales telles que la psychologie ou la sociologie) qui est aujourd'hui tellement en vogue dans les milieux universitaires? Oui et non. Bien qu'il ait clairement établi que les marchés étaient trop instables pour que leurs variations soient uniquement liées aux fondamentaux, il ne s'est pas attaché à expliquer ou prévoir le *sens* des écarts entre le cours d'un actif et sa valeur fondamentale.

Toutefois, il a dès le début de sa carrière souligné l'importance de la psychologie et a manifestement plaisir à rappeler qu'il a contribué à la création de deux ateliers phares du National Bureau of Economic Research, l'un sur la finance comportementale, créé en 1991 avec Richard Thaler, l'autre sur la macroéconomie et les choix individuels, créé en 1994 avec George Akerlof. L'un de ses regrets est que, malgré l'immense intérêt présenté par la finance comportementale, on compte de moins en moins d'étudiants de troisième cycle prêts à s'écarter de la théorie classique de l'utilité dans le domaine macroéconomique.

Nouveaux indices, nouveaux marchés

Caractéristique de tout travail de recherche véritablement consciencieux et respectueux de la méthode empirique, la rigueur appliquée aux mesures et à la collecte des données est un ingrédient essentiel des contributions plus visionnaires de M. Shiller. Ses travaux sur les prix du logement en sont la meilleure illustration. Bien que la valeur totale des habitations américaines soit globalement comparable à la valeur totale des actions des entreprises, il était jusqu'à présent tout simplement impossible de disposer d'une série historique de prix des logements. Avec son collègue Karl Case, il s'est livré à une analyse approfondie des propriétés des indices de prix avant de collecter une série historique de données sur les prix de l'immobilier résidentiel aux États-Unis et dans 10 métropoles de ce pays.

L'indice arithmétique pondéré élaboré par M. Shiller et Case se fonde notamment sur les prix de revente; il reflète donc l'évolution du prix des logements au sein de l'échantillon, ce qui évite le problème des prix moyens qui varient uniquement parce que l'habitat tend à s'améliorer (augmentation tendancielle de la superficie et de la qualité des logements). L'objectif est de fournir des estimations du prix d'une habitation standard qui ne change pas, pour que l'indice reflète les performances réelles d'un placement dans l'immobilier résidentiel, un peu comme celles d'un investissement en actions sont retracées à l'aide d'un indice boursier qui se compose d'actions identiques, qui ne changent pas et sont observées au moment de leurs cessions et de leurs rachats successifs sur une période donnée. Obtenir les prix d'achat et de revente à de nombreuses années d'intervalle, et ce pour des

milliers de maisons, implique de résoudre certains problèmes pratiques, notamment d'écrire des programmes pour retrouver les adresses, de supprimer de l'échantillon les logements ayant fait l'objet de travaux d'agrandissement importants, etc.

Une fois dotés d'un outil de mesure très fiable, M. Shiller et ses collègues ont réussi à persuader le Chicago Mercantile Exchange de lancer un marché de contrats à terme sur les prix des logements en mai 2006. Le volume d'échange a fortement progressé la première année puis a chuté avec les prix des logements eux-mêmes. Le volume cumulé depuis la création de ce marché est de l'ordre de plusieurs centaines de millions de dollars, ce qui n'est pas négligeable mais loin d'être spectaculaire. Il admet bien volontiers que lancer de nouveaux marchés financiers reste moins lucratif que d'écrire des best-sellers. Mais il ajoute qu'il a en revanche très bien vendu sa société qui collecte les données sur les prix du logement et calcule l'indice Standard & Poor's Case-M. Shiller. Quoi qu'il en soit, le nouveau marché existe, et il sera intéressant de voir s'il redémarrera quand les prix auront fini de baisser.

M. Shiller a également lancé un marché de titres boursiers appelés MacroShares (macrotitres), qui permettent d'exprimer une anticipation haussière ou baissière sur la valeur d'actifs et d'intérêts économiques essentiels (et mesurables à l'aide d'un indice). Ces macrotitres sont entièrement garantis par des bons du Trésor américain à 20 ans et par des liquidités. Ils sont émis pour 20 ans, par paires : par exemple, les titres «hausse du baril» et «baisse du baril» valent au départ 100 dollars chacun, ce qui correspond au cours du marché. Un courtier achète une paire de titres puis les revend séparément. Les investisseurs misant sur la baisse (ou la hausse) des cours pétroliers achètent des titres «baisse du baril» (ou «hausse du baril»). Lorsque le cours grimpe à 120 dollars, le titre «hausse du baril» vaut 120 dollars et le titre «baisse du baril» 80 dollars. Le courtier est couvert et aucun des investisseurs n'encourt de risque de contrepartie. Le volume

Encadré 2

Enquêtes et indexation sur l'inflation

Pour connaître les raisons expliquant le succès ou l'échec d'une innovation financière, on peut tout simplement interroger les gens sur ce qu'ils pensent de cette innovation. C'est précisément ce qu'a fait M. Shiller en réalisant dans différents pays des enquêtes d'opinion sur l'indexation par rapport à l'inflation. Ce travail entrepris avant 1997 avait pour objectif de comprendre pourquoi les instruments d'indexation ne s'étaient pas davantage implantés aux États-Unis. Le recours à des enquêtes plutôt qu'à des modèles théoriques ou mathématiques plus sophistiqués n'a sans doute guère impressionné la majorité des collègues de M. Shiller, qui déclare néanmoins «C'est tout l'intérêt d'être professeur titulaire : je ne suis pas obligé de faire comme les autres» et explique que la meilleure façon de connaître les motivations des gens est encore parfois de leur demander pourquoi ils agissent comme ils le font. Même si les réponses obtenues dans le cadre d'enquêtes ne sont pas à prendre pour argent comptant, elles peuvent nous éclairer sur ce qui a retenu l'attention des gens au moment de faire leurs choix. Au fil des ans, il a conduit des enquêtes non seulement sur l'indexation et les innovations financières, mais aussi sur les facteurs à l'origine de variations majeures du prix des actifs, comme le krach boursier d'octobre 1987.

d'échange cumulé de ces titres dépasse largement 1 milliard de dollars, et il espère que les macrotitres s'étendront aussi aux prix du logement, au PIB et à d'autres variables macroéconomiques.

Les mystères de l'innovation financière

On comprend toujours assez mal les raisons de la réussite ou au contraire de l'échec des innovations financières. Comme le souligne M. Shiller, il est dommage que le début de la baisse des prix du logement ait plus ou moins coïncidé avec le lancement des contrats à terme sur ces prix. Certes, dès sa création, le marché

«C'est tout l'intérêt d'être professeur titulaire : je ne suis pas obligé de faire comme les autres.»

des contrats à terme sur le logement était en déport (prix à terme inférieurs aux prix courants), ce qui signalait une anticipation de baisse des prix du logement. Les difficultés financières rencontrées par certains acteurs du secteur et le déclin effectif des prix n'ont évidemment rien arrangé. Certains font valoir que l'actualité dans le secteur du logement est trop pauvre et, en particulier, que les données sur les indices de prix du logement ne sont publiées qu'une fois par mois; du fait de cette relative pénurie d'informations, il serait difficile de susciter un volume de négociation suffisant. Il n'est pas de cet avis : selon lui, le flux d'informations est substantiel (ventes et achats de logements individuels) et que de nombreux facteurs influent en outre sur la demande (revenus et évolution du parc d'infrastructures) et l'offre (taux d'intérêt et coûts de la construction) de logements.

Néanmoins, abstraction faite des circonstances exceptionnelles et de la part de chance, il est de plus en plus admis que le succès d'un produit ou d'un marché financier dépend notamment des possibilités d'atteindre rapidement une échelle et une masse critiques. D'après M. Shiller, il arrive parfois qu'un opérateur veuille procéder à des investissements importants sur le marché des contrats à terme mais en soit dissuadé par l'absence d'autres opérateurs significatifs. Pour lui, un nouveau marché financier est comme une fête : «Les gens ne veulent s'y rendre que s'ils savent que d'autres iront et qu'elle sera animée.» Par conséquent, soit tout le monde y va et la fête est un succès, soit il n'y a personne; mais il est souvent difficile de deviner quel scénario prévaudra. (Dans le jargon universitaire, on parle d'«équilibres multiples» pour désigner la possibilité que des scénarios aussi contrastés coexistent et de «stratégies complémentaires» pour les choix des différentes parties, qui se renforcent mutuellement et sous-tendent l'incertitude.

M. Shiller estime que les décideurs politiques ont un rôle capital à jouer dans l'introduction des innovations financières. Au siècle dernier, par exemple, nombre d'économistes renommés (dont lui-même) ont plaidé à diverses reprises pour des obligations indexées sur l'inflation et ce n'est qu'en 1997 que les titres du Trésor indexés sur l'inflation sont apparus aux États-Unis; il considère, mais il n'est pas le seul, que Larry Summers, Secrétaire adjoint au Trésor à l'époque, a joué à cet égard un rôle essentiel. En outre, un marché ne peut émerger que s'il est possible de

mesurer la valeur des quantités ou des actifs sous-jacents : sans indice de S&P/Case-Shiller, il n'y aurait sans doute pas eu de marché des contrats à terme sur les prix du logement. Cela dit, avoir un bon outil de mesure est une condition nécessaire mais non suffisante : bien que les données sur le PIB soient disponibles depuis longtemps pour une grande majorité de pays, le marché des titres liés au PIB qu'il a proposé n'a (toujours) pas décollé.

L'avenir du visionnaire

Comment M. Shiller envisage-t-il son avenir professionnel? Un nouvel ouvrage est évidemment en préparation. Coécrit avec George Akerlof, il traitera du behaviorisme en macroéconomie et soulignera le rôle de la confiance et des «*esprits animaux*» dans les performances macroéconomiques. Ce prochain opus semble donc ouvertement cibler un public plus universitaire : considère-t-il que ses derniers succès populaires constituaient des «écarts» par rapport à ses précédentes contributions à la littérature universitaire? Les exercices économétriques plus complexes qui avaient marqué les débuts de sa carrière lui manquaient-ils? M. Shiller l'assure, il maîtrise toujours la technique, il est toujours capable de calculer.

De fait, il ne voit pas ses livres comme des succès de librairie. Pour lui, leur dimension d'ouvrages de vulgarisation réside dans le seul fait que les formules mathématiques en sont absentes. Mais il explique que l'on attend désormais autre chose de lui. Il envisage en particulier de poursuivre son action de défenseur et de facilitateur de l'innovation financière. Il rappelle que la finance est censée être au service des gens, mais que de nombreux instruments utilisés actuellement restent très marqués «XIX^e siècle».

Les principaux risques économiques qu'encourent les citoyens d'aujourd'hui ne sont plus ceux couverts par les assurances. L'assurance incendie existe, mais l'amélioration des codes de la construction et de la lutte anti-incendie fait que le feu détruit de moins en moins d'habitations. L'assurance vie est très répandue, mais l'âge médian du décès n'est plus 45 ans; les parents qui disparaissent alors que leurs enfants ne travaillent pas encore sont de plus en plus rares. D'après M. Shiller, de nouveaux instruments et marchés financiers vont donc émerger pour protéger les individus contre les pertes de revenu ou la dépréciation des logements. Espérons que ses prédictions continueront à se réaliser. ■

Paolo Mauro est Chef de division au Département des finances publiques du FMI.

Bibliographie :

Case, Karl E., and Robert J. Shiller, 2003, "Is There a Bubble in the Housing Market?" *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, p. 299-342.

Shiller, Robert J., 1981, "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?" *American Economic Review*, Vol. 71, p. 421-36.

———, 1993, "Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks" (Oxford: Oxford University Press).

———, 2000, *Exubérance irrationnelle* (Princeton: Princeton University Press).

———, 2003, "The New Financial Order: Risk in the 21st Century," (Princeton: Princeton University Press).

———, 2008, "The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It" (Princeton: Princeton University Press).

Fissures dans le système

Il faut réparer l'économie mondiale

Olivier Blanchard

L'ÉCONOMIE mondiale subit sa crise la plus grave depuis soixante ans. Dans la première moitié des années 2000, un environnement favorable avait conduit les investisseurs, les entreprises et les consommateurs à penser que l'avenir serait éternellement radieux et à sous-estimer les risques. Le prix du logement et d'autres actifs est monté en flèche, les actifs risqués ont fait leur apparition et ont été vendus comme s'ils ne l'étaient pas, et l'effet de levier s'est accentué. Par conséquent, lorsque la courbe des prix du logement s'est inversée et que le vent a tourné pour les prêts hypothécaires à risque et les titres qui y étaient adossés, tous les ingrédients de la crise ont été réunis. Dans un contexte marqué par une intégration mondiale rapide et des interconnexions étroites et complexes entre les institutions financières, la crise s'est propagée à toute vitesse aux actifs, aux marchés et aux économies. Et l'on connaît la suite, enfin presque.

Au point où nous en sommes, la bonne nouvelle, s'il y en a une, c'est que nous avons sans doute évité le cataclysme financier. En octobre, alors que l'implosion du système financier était imminente, les principales économies avancées ont annoncé un ensemble de mesures coordonnées pour régler le problème. En plus de continuer à fournir des liquidités, les pouvoirs publics ont mis en place des programmes pour racheter les actifs à risque, renflouer les institutions financières et apporter des garanties globales. Certes, il s'agit d'initiatives très complexes, dont

la mise en œuvre est loin d'être parfaite car les gouvernements tâtonnent pour trouver le bon dosage de mesures. D'après les signaux émis par les marchés financiers, des progrès ont été accomplis mais il est encore bien trop tôt pour crier victoire. En effet, bien que l'intensité de la crise financière ait quelque peu diminué dans les économies avancées, son impact sur les économies émergentes ne cesse de croître. Sans en être responsables, de nombreux pays subissent de brusques arrêts de l'activité économique, des pressions sur les taux de change et la menace de perturbations financières.

Malheureusement, pendant que les dirigeants des pays avancés prenaient des mesures appropriées, les effets de la crise financière sur l'économie réelle se sont accentués. Le désendettement des institutions financières se traduit désormais par un renchérissement du crédit pour les ménages et les entreprises, et par des difficultés de financement, y compris pour des activités commerciales courantes. Qui plus est (au moins en termes d'effets quantitatifs), les consommateurs et les entreprises n'ont plus confiance. La crainte d'une grave et longue récession comparable à celle des années 30 a fait naître des inquiétudes concernant l'emploi, l'épargne et le crédit, ce qui a entraîné un effondrement des dépenses des ménages, une contraction de l'investissement des entreprises et une hausse rapide du chômage.

Face à ces évolutions, et surtout à la crise de confiance observée au cours des deux derniers



mois, le FMI a revu largement à la baisse ses prévisions publiées en octobre (*Perspectives de l'économie mondiale*). Pour 2009, nous tablons à présent sur un recul de ¼ % de la production en base annuelle des économies avancées, ce qui serait la première contraction sur un an mesurée depuis l'après-guerre. Partant de l'hypothèse que les prix du logement vont se retourner en 2009 et que le désendettement se poursuivra lentement, nous misons sur le retour à une croissance positive en 2010. Nous prévoyons également que la croissance des économies émergentes et à faible revenu sera plus modérée en raison de l'assombrissement des perspectives de croissance mondiale, de la chute des prix des produits de base et du durcissement des conditions financières. Tout espoir de découplage s'est évanoui depuis longtemps.

La confiance que nous plaçons dans ces prévisions est très relative. L'un des points positifs est que la baisse des dépenses ne tient peut-être pas à un pessimisme fondamental mais simplement à l'incertitude; il est possible que les particuliers et les entreprises diffèrent leurs dépenses en attendant que les perspectives soient moins incertaines. Il se peut que la consommation et l'investissement redémarrent ensuite. La production se rétablirait ainsi plus vite qu'attendu. Pour ce qui est des points négatifs, il est clair que la baisse de production risque d'affecter le bilan des institutions financières plus que prévu, ce qui provoquerait une nouvelle contraction du crédit et de nouvelles faillites bancaires et perturberait encore davantage l'activité économique.

C'est dans ce contexte que s'est déroulée la dernière réunion du G-20, en novembre, à Washington. L'enjeu pour les dirigeants

politiques en général et pour le FMI en particulier est simple : premièrement, éteindre les incendies en cours, c'est-à-dire identifier et appliquer les mesures qui limiteront les dégâts dans les pays avancés, émergents et à faible revenu; deuxièmement, réfléchir activement aux meilleurs moyens d'éviter que la crise actuelle ne se reproduise. Permettez-moi d'examiner ces deux étapes.

Agir dans l'immédiat

Les mesures à prendre dans l'immédiat sont claires, à défaut d'être faciles. Les gouvernements doivent attaquer la crise sur deux fronts. Il leur faut mettre en œuvre et affiner les politiques anticrise adoptées ces derniers mois, et, simultanément, prendre des mesures énergiques pour soutenir la demande, limiter la chute de la production, rétablir la confiance et relancer les dépenses privées.

S'agissant du premier front, j'ai déjà indiqué que le cadre de politique générale (injections de liquidités, achats d'actifs, recapitalisations, garanties, etc.) était, pour l'essentiel, en place. Néanmoins, c'est sa mise en œuvre qui est fondamentalement complexe et s'avère difficile. Les changements d'orientation et les ambiguïtés concernant la politique future aggravent parfois

la situation au lieu de l'améliorer. Tant que les programmes ne seront pas clarifiés et les règles du jeu explicitées, les investisseurs privés risquent de manquer d'enthousiasme, ce qui accentuera la crise et retardera l'ajustement du système financier.

S'agissant du second front, l'effort devra assurément porter sur la politique budgétaire. Si certains pays, notamment européens, ont encore de la marge en matière d'assouplissement monétaire, d'autres, en particulier les États-Unis et le Japon, ont déjà ramené leurs taux d'intérêt à des niveaux très bas et leurs taux réels augmentent car l'inflation diminue.

C'est là que l'expansion budgétaire passe au premier plan. Mais dans quelles proportions et à l'initiative de quels pays? Nous en sommes arrivés à la conclusion que, à ce stade, il faudrait un stimulant budgétaire équivalant à environ 2 % du PIB mondial. Si le multiplicateur est de 1 — hypothèse prudente pour peu que la politique de relance soit bien ciblée — cette stimulation se traduirait par un gain de 2 % de la croissance mondiale, ce qui réduirait sensiblement le risque de récession grave. Parce que chaque pays profite en partie de son expansion budgétaire et en partie de l'expansion budgétaire de ses partenaires, il est essentiel que celle-ci soit, sinon explicitement coordonnée, du moins décidée dans tous les pays où un faible endettement et une discipline budgétaire ont ménagé une marge de manœuvre suffisante. Précision importante, si la baisse de production devait être encore plus marquée que prévu actuellement, la stimulation budgétaire préconisée devrait être augmentée en conséquence. Pour l'heure, la priorité est d'écarter le spectre d'une dépression en bonne et due forme et ses effets immédiats sur les dépenses.

Préparer l'après-crise

Tournons-nous à présent vers l'avenir. Quand la crise aura faibli (si nous pouvons nous projeter jusque-là), les gouvernements devront s'attaquer à deux problèmes essentiels.

Premièrement, ils feront face à une situation budgétaire radicalement différente. Les déficits consentis pour stimuler la demande à court terme se solderont à long terme par un alourdissement de la dette, parfois substantiel. Dans la plupart des pays, les achats d'actifs et les interventions de l'État visant à aider les institutions en difficulté vont considérablement majorer la dette brute. Toutefois, grâce à la valeur peut-être substantielle des actifs ainsi acquis, l'augmentation de la dette nette sera sans doute bien moindre. Il reste que la position budgétaire tiendra largement à un effet de levier et exigera d'assouplir l'orientation de la politique budgétaire.

Deuxièmement, dans plusieurs pays, le paysage financier sera totalement modifié, avec un secteur financier plus concentré et une forte présence de l'État. Les pouvoirs publics devront répondre à un certain nombre de questions sur la gestion de cette présence, l'objectif étant de préserver une concurrence équitable avec les institutions privées et de permettre un retour progressif du secteur financier dans le giron du privé. À cet égard, l'expérience des crises bancaires passées s'avérera précieuse.

Améliorer les règles pour éviter la répétition des crises

La crise a montré les limites des cadres de réglementation et de surveillance en vigueur aux niveaux national et international. Le défi consiste donc à concevoir de nouvelles règles et institu-

tions capables d'atténuer les risques systémiques, sans créer de lourdeurs inutiles ni étouffer l'innovation. La mise en œuvre des nouveaux cadres prendra du temps. Le travail de conception a déjà commencé et sera approfondi par les groupes de travail établis durant les sommets du G-20, mais les contours de la réforme sont d'ores et déjà clairs.

Améliorer l'information pour mesurer le risque systémique.

Il faudra revoir les règles de transparence, de divulgation et de déclaration, et recueillir les informations auprès d'un ensemble d'institutions (compagnies d'assurances, fonds spéculatifs, entités hors bilan, etc.) bien plus large qu'aujourd'hui. Pour enrayer le risque systémique, il faudra aussi étendre la portée de la réglementation, en contrepartie du fait que l'accès aux liquidités a été élargi.

Renouveler et améliorer les règles nationales applicables aux institutions et au niveau macroéconomique.

L'instauration de règles prudentielles contracycliques semble prometteuse pour éviter la montée des risques systémiques. Mais il faut aussi solidifier les infrastructures financières face au risque de contrepartie (élément central de la crise actuelle), y compris en s'appuyant davantage sur les chambres de compensation centralisées et sur les marchés organisés, et en définissant des cadres plus fiables pour aider les institutions en difficulté.

La dimension internationale et le rôle éventuel du FMI

La crise a mis en évidence le caractère mondial du système financier et les interconnexions étroites entre les pays. Ce qui était initialement un problème américain concerne à présent la planète entière. Les dirigeants nationaux ne peuvent pas en venir à bout tout seuls : leurs déboires ne sont pas uniquement liés à la structure de leur réglementation ou au risque systémique purement national, mais également à la réglementation et au risque systémique existants dans d'autres pays. Il est crucial de surveiller le risque systémique au niveau mondial. Le FMI est l'organisation naturelle pour le faire, de concert avec les banques centrales et d'autres organisations internationales. Il va donc falloir développer notre mission de surveillance mondiale, et nous devons y réfléchir dès à présent.

La crise a également mis en lumière le besoin d'apports de liquidités à l'échelle internationale. Dans le contexte actuel, ce besoin a été couvert via des accords de swap bilatéraux entre un petit groupe de pays. À l'avenir, l'on pourra améliorer la fourniture de liquidités, soit en augmentant les ressources qui alimentent la facilité de liquidité à court terme, nouveau mécanisme du FMI, soit en créant une structure multilatérale permettant le cofinancement des apports de liquidités du FMI par d'autres pays membres et d'autres créanciers officiels.

Enfin, la crise a montré que, compte tenu du volume et de la volatilité des flux de capitaux, les pays en crise auront besoin d'accéder à des ressources plus importantes que par le passé et que celles actuellement mises à disposition par le FMI. Une augmentation des ressources utilisables par le Fonds sera donc nécessaire pour qu'il puisse mieux s'acquitter de l'une de ses missions essentielles : garantir la stabilité financière mondiale. ■

Olivier Blanchard est conseiller économique et économiste en chef du FMI.

Pour éviter de nouvelles crises

Les priorités de la réforme réglementaire après le désastre

Noel Sacasa

LA CRISE financière a montré les carences du système actuel de réglementation et de contrôle. Au vu de l'évolution récente, il est nécessaire d'agir au moins sur quatre fronts pour réduire le risque de crises et y remédier quand elles se produisent. Il faudrait *a)* trouver un meilleur moyen d'évaluer le risque systémique et d'empêcher qu'il se développe en période favorable; *b)* améliorer la transparence et la divulgation des risques pris par les divers acteurs du marché; *c)* rendre la réglementation plus interinstitutionnelle et internationale tout en préservant une diversité constructive; *d)* mettre en place les moyens d'une action plus efficace et coordonnée.

Une réglementation efficace est nécessaire pour exploiter le potentiel de marchés financiers ouverts. En novembre, les modalités d'amélioration des règles ont été au centre des débats du sommet du G-20 sur les marchés financiers et l'économie mondiale. L'innovation et l'intégration financières ont accéléré et amplifié la transmission des chocs dans les catégories d'actifs et les pays, brouillant ainsi la distinction entre les institutions d'importance systémique et les autres. Mais la réglementation et le contrôle restent axés sur chaque institution. Les mécanismes réglementaires ne tiennent pas assez compte des conséquences systémiques et internationales de l'action des institutions nationales.

Cet article analyse les grands enjeux de la réforme du système financier. Il cerne d'abord les principales lacunes visées par la réforme, puis énonce les mesures cruciales à prendre.

Les causes de la crise

Les propositions de réformes devraient remédier aux échecs des marchés et de la régulation. Bien qu'il soit trop tôt pour épiloguer sur la crise, on peut arguer que trois catégories de facteurs qui se renforcent mutuellement et auxquels les régulateurs et les autorités monétaires n'ont pas prêté assez attention, ont accru le risque systémique. D'abord, pendant la décennie écoulée, les déséquilibres macroéconomiques ont fait baisser les taux d'intérêt, favorisant la prise de risques et l'apparition de bulles des prix des actifs dans le monde. Ensuite, l'évolution structurelle du système financier et l'incapacité des gestionnaires de risques d'adopter les in-

novations financières au cours des vingt dernières années ont engendré une instabilité accrue. Enfin, les institutions financières à effet de levier ont une inclination naturelle à prendre des risques excessifs sans internaliser l'aléa systémique, d'où la nécessité de les réglementer.

Déséquilibres mondiaux et bulles immobilières

Les régulateurs et les banques centrales n'ont pas pris la juste mesure des risques systémiques du vif essor du crédit et des bulles des prix des actifs. Au cours de cette décennie, certaines économies ont enregistré de gros excédents courants qui ont dopé la demande d'actifs financiers émis dans les pays déficitaires, notamment aux États-Unis. Conjugué à une politique monétaire américaine accommodante, cela a accentué la faiblesse générale des taux d'intérêt réels, stimulant fortement la prise de risques et l'expansion rapide du crédit. Aux États-Unis, la dette des ménages et des entreprises non financières est passée de 118 à 173 % du PIB entre 1994 et 2007 (graphique). Depuis 2000, celle des ménages a grimpé, passant de 98 à 136 % du revenu disponible en sept ans. Parallèlement, ces ratios sont passés de 120 à 180 % au Royaume-Uni et de 72 à 91 % dans la zone euro. La hausse record des prix de l'immobilier aux États-Unis s'est accompagnée de boums similaires dans bien des économies développées.

Innovation et changements structurels

Dans leur analyse d'avril 2008 sur les causes de la crise actuelle, le FMI et le Forum de stabilité financière (FSF) ont souligné les lacunes manifestes de la gestion des risques ainsi que l'incapacité collective d'évaluer et de circonscrire l'effet de levier — ratio d'endettement — dans de nombreuses institutions et les risques d'un dénouement désordonné (FMI, 2008; FSF, 2008). La gestion des risques, l'information, la régulation et le contrôle n'ont pas suivi le rythme de l'innovation, favorisant la prise de risques excessifs et l'inflation des actifs.

Quatre types d'innovations et de changements structurels ont notamment fragilisé la gestion des risques et exposé le système à l'instabilité : le modèle fondé sur le transfert des risques et le financement sur les marchés de gros; les règles de



La Réserve fédérale américaine à Washington.

fonds propres et les pratiques comptables procycliques; l'usage abusif de modèles rétrospectifs de gestion des risques; la complexité et l'opacité croissantes des acteurs.

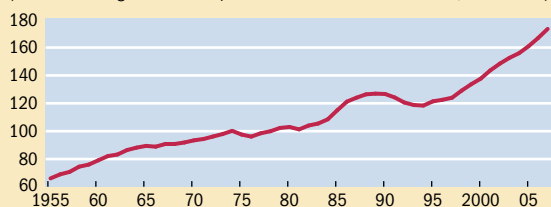
Modèle fondé sur le transfert des risques et financement de gros. Si la titrisation et les instruments complexes de crédit structuré ont indéniablement facilité l'accès au crédit, ils ont aussi fait prendre plus de risques globalement; au lieu d'une dispersion efficace, on a assisté à un transfert déstabilisant des risques vers des institutions incapables de bien les gérer, à une inversion de certains risques vers des banques qui étaient censées s'en défaire, et à beaucoup plus d'incertitude quant à leur répartition entre les acteurs du marché. De plus, les banques et les structures spéciales hors bilan issues de la titrisation se sont trop financées sur les marchés de gros, s'exposant à des asymétries d'échéances sans tenir assez compte du risque d'arrêt des financements. Même si les initiateurs des crédits n'étaient pas enclins à les contrôler et les suivre, bien des investisseurs n'ont pas suffisamment vérifié les incitations ou la qualité des prêts sous-jacents aux produits structurés. Ils se sont trop fiés à la réputation des institutions concernées et à la notation des instruments (FSF, 2008).

Les agences de notation ont attribué une note élevée à des produits structurés complexes et à haut risque faute de données historiques, de bons modèles et d'une bonne vérification des garanties. Elles n'ont pas révélé les hypothèses, les critères et les méthodes, ni expliqué le sens et les aspects périlleux des notations de produits structurés, ni résolu les conflits d'intérêts (FSF, 2008). Enfin, les institutions

Envolée de la dette

La baisse mondiale des taux d'intérêt a dopé la croissance du crédit dans de nombreux pays, dont les États-Unis.

(Dette des ménages et des entreprises non financières aux États-Unis, en % du PIB)



Source : calculs des services du FMI basés sur les comptes financiers américains et les données du Bureau of Economic Analysis.

financières n'ont pas toujours assez divulgué la nature et l'ampleur de leurs risques au bilan et hors bilan, surtout en matière de produits structurés.

Règles prudentielles et comptables procycliques. En phase d'expansion, les actifs et les garanties comptabilisés au prix du marché augmentent, mais les provisions pour créances douteuses diminuent, car on prévoit moins de défaillances à court terme. Cela valorise les fonds propres et réduit la probabilité (d'ordinaire à courte vue) de défaillance pour les emprunteurs et les prêteurs. De même, les fonds propres pondérés en fonction des risques peuvent s'effriter en période faste, car l'on tend alors à sous-estimer l'accumulation des risques. Du coup, les prêteurs empruntent et prêtent davantage, créant ainsi une spirale d'endettement et d'inflation des actifs (Adrian and Shin, 2008).

À l'inverse, quand les risques augmentent pendant une récession et les pertes se matérialisent, les fonds de précaution insuffisamment accumulés en phase d'expansion diminuent et ne peuvent se reconstituer aisément, car les concours extérieurs se raréfient. L'interaction entre les fonds propres, le crédit et les marchés d'actifs peut alors aggraver la crise, en déclenchant le bradage des actifs et un cercle vicieux de pénurie du crédit et de contraction de l'activité.

Une gestion des risques rétrospective et trop axée sur le marché. En se fiant excessivement aux prix du marché et à des modèles simplistes et rétrospectifs de gestion des risques, et en négligeant l'impératif de vigilance et d'analyse approfondie des variables fondamentales, on a fini par sous-estimer nettement les risques, pécher par excès de confiance et relâcher la surveillance. De plus, quand de nombreux acteurs du marché emploient des modèles comparables, ils sont enclins à prendre des positions similaires, ce qui aggrave le risque systémique.

Des acteurs plus complexes, mais moins différenciés. Par rapport au secteur financier d'il y a 30 ans, il y a aujourd'hui une distinction moins claire entre les types d'acteurs, une plus grande concentration, de nouveaux intervenants, et des liens étroits mais plus opaques entre eux (Borio, 2007). Si cette évolution résulte d'innovations axées sur l'efficacité de l'intermédiation financière, elle a aussi multiplié les possibilités d'endettement et de transfert occulte des risques. Le marché et les régulateurs ont donc eu plus de mal à évaluer les risques, et l'homogénéisation a sans doute accru la probabilité de mouvements coordonnés pouvant déstabiliser le système.

Des incitations déstabilisantes

Les événements récents montrent que certains régulateurs ont surestimé l'aptitude des institutions financières à gérer le risque et à s'autoréguler. Ils ont permis l'érosion du capital tampon à travers la titrisation, des structures hors bilan opaques et des techniques imparfaites de réduction des risques (comme les swaps sur défaillance de crédit émis par des institutions sans actifs ou capital suffisants). En utilisant plus rigoureusement les moyens de contrôle et de sanction existants, les régulateurs auraient pu mieux cerner

et contrer les incitations poussant les institutions financières surendettées à prendre trop de risques sans égard à l'aléa systémique.

Effet de levier et risque. Les actionnaires et les dirigeants des institutions surendettées sont enclins à accroître d'emblée le rendement en prenant des risques extrêmes à long terme : ils peuvent exploiter les asymétries d'information pour transférer ces risques aux acteurs futurs ou moins informés. Ils peuvent ainsi doper le rendement à court terme des fonds propres en s'endettant davantage, même si cela accroît le risque de défaillance, tant que les prêteurs ne le leur font pas payer (à cause de l'assurance-dépôts ou du manque de transparence) et que les actionnaires et les dirigeants sont peu exposés aux risques de pertes (Dewatripont and Tirole, 1994, and Rajan, 2005).

Négligence du risque systémique. Dans les crises financières antérieures, l'incitation à internaliser le risque systémique était aussi faible. Certains comportements peuvent créer ce risque quand beaucoup d'institutions agissent de même : a) endettement accru en phase d'expansion, sans craindre la formation de bulles de prix insoutenables; b) remplacement des dépôts et des réserves d'actifs liquides par un financement volatil de gros et à court terme, qui peut tarir brusquement lors d'une crise; c) crédits excessifs à certains secteurs quand les taux sont anormalement bas, sans égard pour les risques d'une remontée préjudiciable aux emprunteurs surendettés. Les institutions financières et leurs dirigeants sont aussi enclins au mimétisme et à accroître les risques par volonté de conserver leur part de marché, à cause d'une rémunération basée sur la performance relative, ou dans l'espoir que les pertes d'origine systémique seront socialisées.

Priorités de la réforme réglementaire

Si un consensus se dessine sur certaines mesures permettant de corriger les défauts précités, le débat fait rage sur d'autres modalités d'amélioration de la régulation financière. L'accent est mis sur quatre actions : mieux gérer le risque systémique et procyclique; améliorer la transparence et l'information; changer le rôle des agences de notation; bien concilier la portée générale et la diversité de la réglementation, tout en renforçant la coordination internationale.

Risque systémique et prise de risques procyclique

Rendre les normes de fonds propres et la politique macroéconomique plus anticycliques. Les décideurs souhaitent au moins atténuer la procyclicité (G-20, 2008), mais ce n'est pas facile. Sur le plan prudentiel, on suggère que les normes de fonds propres et/ou de provisionnement, voire la décote minimum des garanties, tiennent compte de la montée des risques en période d'expansion et permettent la constitution de capitaux-tampons adéquats. La gestion macroéconomique devrait jouer un rôle complémentaire en évitant les boums et les longues périodes de faibles taux d'intérêt, car ces derniers faussent les incitations et engendrent des abus spéculatifs très difficiles à contrer avec les seules règles prudentielles.

Revoir la comptabilisation aux prix du marché. Ce sujet est plus controversé. La transparence est primordiale, mais

les marchés tendent à s'écarter des fondamentaux en cas de boum spéculatif et de panique. La comptabilité aux prix du marché peut donc accentuer artificiellement les fluctuations procycliques des fonds propres réglementaires, au risque d'attiser l'instabilité financière, comme on l'a vu plus haut. Les critères de transparence ainsi que les préoccupations prudentielles et de stabilité systémique rejoignent donc l'idée selon laquelle il faudrait peut-être freiner ou limiter l'effet sur les fonds propres de l'ajustement aux prix du marché — surtout quand ils augmentent — pour d'autres actifs que ceux détenus jusqu'à l'échéance (sauf les plus liquides). On pourrait obtenir le freinage et la transparence souhaités avec des provisions ou des réserves publiées, qui seraient constituées quand les prix dépasseraient un certain seuil et prélevées quand ils baisseraient.

«La diversification du portefeuille ne suffit pas à gérer le risque de crédit et ne peut remplacer l'examen approfondi des actifs.»

Mieux concilier titrisation et incitations. La diversification du portefeuille ne suffit pas à gérer le risque de crédit et ne peut remplacer l'examen approfondi des actifs. Les contrats de titrisation devraient obliger l'établissement initiateur à garder un risque suffisant pour être motivé à bien contrôler et suivre chaque crédit. En outre, le Comité de Bâle a récemment proposé (CBCB, 2008b et 2008c) de relever les normes de fonds propres pour certains produits complexes de crédit structurés; d'accroître les intérêts en fonction des risques compte tenu de facteurs comme les défaillances, la migration de crédits ou les variations des écarts de taux et des cours des titres; de durcir le traitement prudentiel des facilités à court terme en intégrant les circuits hors bilan.

Renforcer la gestion des liquidités. En septembre 2008, le Comité de Bâle a actualisé les principes de gestion et de contrôle du risque de liquidité (CBCB, 2008a) pour remédier aux faiblesses révélées par la crise récente. À l'avenir, il faudra peut-être mettre plus l'accent sur la détention d'actifs liquides de précaution suffisants.

Réévaluer les modèles et systèmes de gestion des risques. À l'aide du deuxième pilier de Bâle II, les autorités peuvent resserrer la gestion des risques par les banques, renforcer leur maîtrise des risques extrêmes, limiter les engagements excessifs et la concentration des risques (Caruana and Narain, 2008). Cela permettrait de garantir que la gestion des risques, le capital-tampon et les estimations de pertes sur crédit soient prospectifs et tiennent compte de l'incertitude des modèles, des valorisations, des risques de concentration et des variations escomptées durant le cycle conjoncturel. Les autorités de régulation et de contrôle pourraient travailler avec les acteurs du marché pour atténuer les risques dus aux incitations perverses des politiques de rémunération (FSF, 2008).

Transparence et information

Divulgation des risques et valorisation. Pour éviter que l'usage d'entités hors bilan induise en erreur les acteurs du marché sur l'exposition réelle de l'institution initiatrice du crédit, on est en train d'affiner les normes comptables et d'information pour la décomptabilisation et la consolidation. Il faudrait aussi trouver le moyen de souligner l'incertitude de la valorisation comptable des instruments financiers, pour ne pas donner une fausse impression de précision, surtout quand les marchés ne fonctionnent plus (FSF, 2008).

Procédures de titrisation et marchés. À chaque étape, on pourrait informer davantage sur les produits titrisés et les actifs sous-jacents. On pourrait notamment demander aux initiateurs et aux émetteurs de produits titrisés plus de transparence sur les critères de souscription et les résultats de l'examen approfondi des actifs sous-jacents (FSF, 2008).

Rôle de la notation financière

Qualité de la procédure de notation et conflits d'intérêts. Les agences ont révisé leurs méthodes de notation des produits structurés et pris des mesures pour séparer la notation des autres activités, dissocier la rémunération des responsables des résultats financiers de leur unité, renforcer la surveillance interne de la procédure et de la méthodologie. En mai 2008, l'Organisation internationale des commissions de valeurs a révisé son code de conduite des agences de notation (IOSCO, 2008) pour améliorer la qualité de la procédure, remédier aux conflits d'intérêts, et mieux informer les investisseurs sur la performance historique des notations, la méthodologie, les critères et la réaction face au manque de données.

Utilisation des notations. L'investisseur ne devrait substituer la notation à une analyse et une gestion rigoureuses des risques en rapport avec la complexité des instruments qu'il acquiert et avec l'importance de ses avoirs. Les autorités pourraient donc réviser l'emploi des notations dans la réglementation afin de s'assurer qu'elles ne remplaceront pas sans réserve une évaluation indépendante.

Concilier exhaustivité et diversité

Étendre la portée de la réglementation pour limiter l'arbitrage. On pourrait soumettre à la même réglementation toutes les institutions surendettées et les entités étroitement connexes. De plus, les régulateurs pourraient empêcher que les normes de fonds propres soient contournées ou affaiblies par la création de structures de marché opaques, le transfert occulte de risques à des entités non consolidées ou toute autre transaction menant à une imputation douteuse des risques, et l'usage de modèles et techniques de gestion du risque qui ne mesurent ou ne couvrent pas bien le risque réel sous-jacent.

Améliorer l'échange d'informations et la coopération. Le recours à des comités de contrôle internationaux a permis de développer les bonnes pratiques, d'ausculter des institutions financières importantes et complexes, et de traiter des dossiers internationaux. On pourrait en établir à court terme pour toutes les grandes institutions financières mondiales (FSF, 2008; et G-20, 2008).

Préserver la diversité pour promouvoir la complémentarité systémique. On pourrait revoir l'obligation faite aux institutions ayant des engagements à long terme (fonds de pension et compagnies d'assurance-vie) d'appliquer la comptabilité aux prix du marché ou de respecter des critères de gestion du risque fondés sur des modèles privilégiant la volatilité des prix à court terme. La réglementation pourrait leur donner plus de latitude pour jouer le rôle d'investisseurs à long terme gardant leurs actifs jusqu'à l'échéance. Mais les institutions peu endettées ayant une importance systémique limitée n'auraient peut-être guère besoin de réglementation, ce qui leur permettrait de jouer un rôle stabilisateur en prenant des positions plus risquées ou contraires à celles des autres acteurs du marché (Nugée et Persaud, 2006). ■

Noel Sacasa est expert financier principal au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Bibliographie :

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008, "Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles," *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 14, No. 1, Federal Reserve Bank of New York (January/February).
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2008a, "Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision" (unpublished; Basel: Bank for International Settlements), June.
- , 2008b, "Proposed Revisions to the Basel II Market Risk Framework" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.
- , 2008c, "Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the Trading Book" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.
- Borio, Claudio, 2007, "Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy," *BIS Working Paper No. 237* (Basel: Bank for International Settlements).
- Caruana, Jaime et Aditya Narain, 2008, «Les exigences de fonds propres», *Finances & Développement* (juin), p. 24–28.
- Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole, 1994, *The Prudential Regulation of Banks* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Fonds monétaire international, 2008, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness* (April).
- Financial Stability Forum (FSF), 2008, "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience" (Basel), April 7.
- Group of 20 (G-20), 2008, "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy," November 15.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2008, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, revised (Madrid).
- Nugée, John, and Avinash Persaud, 2006, "Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22, No. 1.
- Rajan, Raghuram, 2005, "Has Financial Development Made the World Riskier?" *NBER Working Paper 11728* (November).

Une crise mémorable

Pourquoi il faut moderniser le cadre multilatéral



Habitations condamnées à New York.

Mohamed A. El-Erian

LE SYSTÈME financier mondial et, par conséquent, les relations internationales se trouvent à un tournant. Le paysage institutionnel et décisionnel connaît des mutations rapides et imprévisibles. Ces mutations n'obéissent pas à un plan d'ensemble, mais à une série de réactions distinctes à la crise. Ainsi, les accidents de marché et les erreurs de politique sont devenus quasi inévitables. Du coup, l'insuffisance actuelle de la coordination multilatérale saute aux yeux.

À l'avenir, les pays les plus touchés par la crise devraient procéder à une introspection et faire preuve de clairvoyance pour trouver les moyens d'avancer. Le système financier ne recouvrera pas son état d'il y a un an et l'effet à long terme de la crise sur l'économie réelle, notamment sur la productivité et l'emploi, changera les paramètres fondamentaux de l'économie mondiale. Tout cela rend d'autant plus nécessaire une modernisation urgente et audacieuse du cadre multilatéral.

Une crise en gestation

Comment en sommes-nous arrivés là et à qui la faute? Au risque de trop simplifier, on peut dire que la crise résulte de deux facteurs dans un contexte de carences structurelles anciennes : d'abord, le désendettement massif et simultané de trois composantes essentielles de l'économie mondiale — secteur du logement, secteur financier et demande des consommateurs aux États-Unis; ensuite, l'incapacité des marchés et des politiques à s'adapter rapidement à ce désendettement aux niveaux national et international.

Secteur du logement. La première grande composante à connaître un ralentissement est celui du logement, à partir de 2006 (graphique 1). Les dégâts ont été immédiats dans le secteur le plus endetté, mais aussi le moins capitalisé, le moins transparent et le moins contrôlé de l'économie : les hypothèques *subprime* aux États-Unis.

Initialement, la majorité des décideurs et des intervenants du marché pensaient pouvoir isoler et contenir les dégâts. Cette attitude trahissait en partie une confiance infondée dans les techniques modernes de gestion du risque engendrées par la prolifération des produits dérivés et structurés. Elle tenait aussi au manque d'information sur la gravité de l'infection de nombreux bilans par la *subprime*.

Secteur financier. Il a été la deuxième grande composante à subir un ralentissement dès 2007 (graphique 2). Le processus a commencé en bon ordre. Les institutions ont essayé de mobiliser des capitaux, en général avec succès, pour renforcer leurs bilans menacés. En levant des fonds, elles ont constaté leurs pertes et cherché à progresser.

Toutefois, la décélération du logement s'accroissant et son effet se propageant, les banques ont dû intensifier leur action pour préserver les acquis. Les dilutions répétées d'actifs ainsi provoquées sont devenues manifestes et ont coûté très cher. En conséquence, la plupart des fournisseurs de capitaux ont fini par baisser les bras et se retirer du marché.

Dans ces conditions, et malgré les tentatives de contraction du crédit ailleurs, les banques n'avaient plus que deux options stratégiques : vendre leurs actifs et/ou céder des activités. Mais ce qui était logique pour une institution isolée a été néfaste à l'échelle du système. Dans un exemple classique du «sophisme de composition», le système ne pouvait absolument pas satisfaire le désir généralisé de vendre sans alimenter encore la déflation du prix des actifs. Cette situation est venue aggraver les problèmes initiaux.

Demande des consommateurs aux États-Unis. Cette évolution négative a été amplifiée par l'affaiblissement de la troisième composante, qui a débuté en 2008 : la consommation aux États-Unis. Après une longue période où les consommateurs dépensaient beaucoup plus que leur revenu, ils ont commencé

à succomber aux pressions conjuguées de la hausse des prix, des pertes d'emploi et de la difficulté d'accès au crédit. La valeur des logements baissant, le refinancement hypothécaire ne leur offrait plus un moyen facile de monétiser la valeur acquise de leur logement. Les consommateurs ne pouvaient donc plus utiliser leur logement comme distributeur de billets.

L'affaiblissement de la demande a aussi mis l'accent sur un aspect de la crise, largement ignoré mais tout aussi perturbateur : le fonctionnement de boucles de rétroaction négatives. Le recul de la demande a encore déprimé la demande de logements. La solidité du crédit automobile et des emprunts sur cartes de crédit a aussi été compromise, ce qui a accru la pression sur les bilans des institutions financières. De plus, les banques ayant encore réduit leur activité de prêt, la pression sur les consommateurs s'est aggravée.

Les fusibles

Le système mondial est entré dans cette phase de désendettement avec un certain nombre de «fusibles» en place. Ils prenaient la forme de bilans relativement sains, notamment

grâce aux capitaux considérables accumulés par les marchés émergents (dont une part importante est détenue par des fonds souverains déjà établis et nouveaux). En outre, au début de la crise, le secteur des entreprises regorgeait de liquidités et la croissance des marchés émergents était dynamique, tirée par un rattrapage historiquement élevé dans les économies jouant un rôle systémique important, comme la Chine et l'Inde.

Mais l'accélération et la généralisation du désendettement ont amoindri ces forces stabilisatrices. Les fonds souverains se sont mis sur la touche, attendant que les marchés s'apaisent et obéissant au principe éprouvé des marchés perturbés : «il y a des moments où l'on s'inquiète du retour *sur* son capital et des moments où l'on s'inquiète du retour *de* son capital».

La pause des fonds souverains s'est accompagnée d'une tendance croissante du secteur des entreprises américain à puiser dans les réserves de trésorerie. Ce processus s'est accéléré à mesure que la baisse de la demande réduisait les bénéfices et que plusieurs segments des marchés de financement — billets de trésorerie par exemple — se fermaient. Cela a amené les entreprises disposant d'une certaine latitude à tirer sur les lignes de crédit pour imprévus négociés au préalable avec les banques, aggravant aussi les problèmes de bilan.

La question du découplage

Comme ces divers fusibles se sont affaiblis, l'attention s'est tournée vers la capacité de l'économie mondiale à utiliser la croissance pour compenser en partie les dégâts causés par le désendettement. Naturellement, elle s'est centrée sur les pays émergents qui sont depuis quelques années les moteurs les plus dynamiques de la croissance mondiale (graphique 3).

Les données récentes montrent que la croissance des pays émergents commence à fléchir, notamment en raison du recul de la demande américaine de leurs exportations et du resserrement de la politique monétaire au deuxième trimestre de 2008 en vue de compenser le regain de tensions inflationnistes. Ce fléchissement a fini par cristalliser ce qui constitue jusqu'ici une simplification excessive du débat sur l'évolution de la relation entre pays émergents et industrialisés. Ce débat ne doit pas être conçu en termes de découplage ou de «recouplage», mais de découplage «fort» ou «faible».

L'hypothèse du découplage fort suppose que la croissance des pays émergents augmente alors que celle des pays industrialisés diminue. C'est très improbable dans le monde interconnecté d'aujourd'hui, surtout quand les États-Unis, qui sont la première économie mondiale et émettent la monnaie de réserve, se heurtent à de graves problèmes.

L'hypothèse du découplage faible suppose que la croissance des pays émergents fléchit moins que par le passé selon l'évolution des pays industrialisés. Dans ce processus, les pays émergents bénéficieraient de facteurs compensateurs comme la demande de consommation locale insatisfaite, la forte épargne nationale, les importantes réserves de change et la marge de manœuvre considérable pour appliquer des politiques macroéconomiques anticycliques.

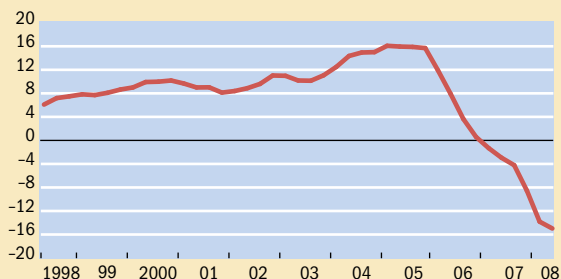
Pourtant, même si l'hypothèse du découplage faible se vérifie, il est peu probable qu'elle compense sensiblement l'effet négatif du désendettement sur la croissance mondiale, la réduction de la pauvreté et le bien-être. D'où les mesures audacieuses prises récemment de par le monde et visant à :

Graphique 1

En chute libre

Après avoir atteint des taux de croissance de 16 %, les prix du logement ont commencé à chuter en 2006 aux États-Unis.

(Indice des prix immobiliers Case-Shiller, pourcentage de variation en glissement annuel)



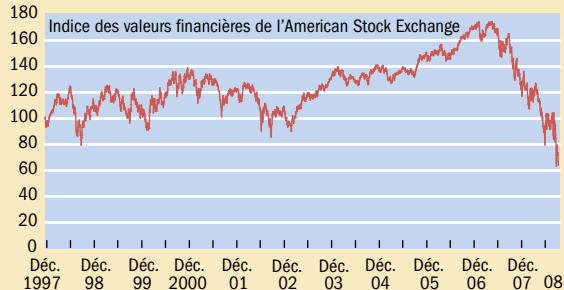
Sources : Standard & Poor's; Fiserv; MacroMarkets LLC/Haver Analytics.

Graphique 2

Un marché baissier

Les valeurs financières sont en nette perte de vitesse depuis juin 2007.

(Décembre 1997 = 100)



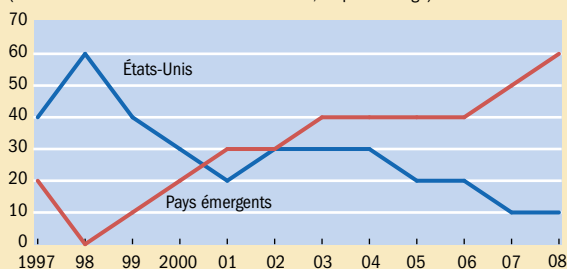
Source : Bloomberg.

Graphique 3

De nouvelles locomotives?

Les pays émergents sont devenus les principaux ressorts de la croissance mondiale.

(contribution à la croissance du PIB mondial, en pourcentage)



Sources : Fonds monétaire international et PIMCO.

- rétablir le flux harmonieux des liquidités et des garanties, notamment en redonnant confiance dans les systèmes de paiement et de règlement;
- injecter du capital dans les banques et autres institutions financières;
- éliminer le surendettement lié aux actifs opaques et complexes;
- modifier l'effet de certaines politiques régulatrices pour accroître l'effet anticyclique.

Quand ces mesures prenaient effet, la dynamique du désendettement a modifié profondément le paysage financier américain. Rappelons les faits : en 2008, les différences entre banques commerciales et banques d'investissement ont été supprimées; des banques d'investissement vedettes comme Bear Stearns et Lehman Brothers n'existent plus; Merrill Lynch fait désormais partie de Bank of America; deux banques en vue, Wachovia et Washington Mutual, ont été absorbées par des institutions plus solides; enfin, AIG, première compagnie d'assurance du monde, a reçu de la Federal Reserve une injection de capital d'urgence.

Le FMI : un réveil tardif

À mesure que la tempête s'apaisera dans les mois à venir, le débat sur les causes de ce désastre s'intensifiera. Au moment où je rédige cet article, on parle déjà d'une nouvelle conférence de Bretton Woods. J'imagine que la discussion portera sur toutes sortes d'entités : banques, investisseurs, agences de notation, régulateurs et, surtout, gestionnaires de risque dans les secteurs public et privé. On se demandera aussi si les décideurs disposaient des instruments appropriés quand ils ont pris conscience des difficultés du système financier.

On tirera sans doute beaucoup de conclusions, certaines valables et d'autres moins. À mon avis, celle qui aura le plus d'écho est que l'activité financière mondiale a fini par dépasser largement la capacité du système à s'y adapter harmonieusement. Plus simplement, l'infrastructure du système, aux niveaux national et mondial, nous a lâchés.

À l'échelon mondial, le débat portera certainement sur l'absence d'intervention active du FMI, du moins jusqu'à présent, où il soutient des pays émergents vulnérables. Après tout, le désendettement était tout bonnement une

crise systémique qui a frappé au cœur du système financier mondial. Il a affecté les «biens publics mondiaux» qui sont essentiels au bien-être de nombreux pays (comme le statut de monnaie de réserve du dollar, la prévisibilité du marché de titres publics le plus liquide du monde et le bon fonctionnement du système de paiement et de règlement utilisé par la plupart des pays).

Curieusement, ce n'était pas faute d'analyses de la part du FMI. L'institution a identifié assez tôt la responsabilité partagée qui incombe aux pays de corriger les déséquilibres mondiaux croissants. De plus, les mesures préconisées par le FMI et d'autres étaient généralement acceptées. Enfin, quand le FMI a modernisé et affiné ses analyses du secteur financier, ses travaux ont bien cerné des problèmes essentiels de politique économique.

Mais les avis du FMI ont été largement ignorés et il n'a pas joué le rôle de «conseiller compétent et fiable». Entre temps, le système mondial a atteint le stade de «l'épuisement causé par la dette» avant de se lancer dans le chaotique processus de désendettement dans lequel nous nous trouvons aujourd'hui.

En évitant d'abord la meilleure solution, à savoir une riposte multilatérale coordonnée, le système mondial a payé un prix énorme : perte de croissance des revenus, instabilité financière et chômage. N'oublions pas que ce sont les éléments les plus vulnérables de nos sociétés qui sont les plus menacés.

Le dilemme du prisonnier

Finalement, la solution mondiale ordonnée a échoué à cause des faiblesses nationales et de l'incapacité du FMI et d'autres mécanismes multilatéraux (comme le G-7) à surmonter les problèmes de coordination internationale. Toutes les grandes économies du système mondial ont intérêt à ce que les choses s'arrangent. Pourtant, d'après le fameux «dilemme du prisonnier» dans la théorie des jeux, les premiers à prendre des mesures risquaient de voir leur situation s'aggraver si les autres ne suivaient pas rapidement.

Le cadre multilatéral, qui manquait de légitimité et de représentativité, était trop faible pour fournir l'assurance nécessaire que les mesures préventives prises par un pays s'accompagneraient de mesures d'appui de la part des autres. Par conséquent, aucun pays n'a agi de manière décisive et rapide pour corriger les déséquilibres.

Cette leçon doit être au centre des réflexions au moment où le système mondial amorce une période d'assainissement et de réformes qui sera vraisemblablement longue. Un monde interconnecté a besoin de beaucoup plus que des politiques nationales judicieuses pour réaliser une forte croissance, réduire la pauvreté et assurer la stabilité financière. Il faut également des politiques nationales qui tiennent mieux compte de divers effets transfrontaliers. Rien de tout cela n'arrivera sans modernisation audacieuse du système de coordination internationale. Si nous n'actualisons pas dès maintenant l'architecture financière mondiale, nous sommes condamnés à répéter les erreurs du passé. ■

Mohamed A. El-Erian est Codirecteur général et Codirecteur des investissements de PIMCO. Il a été fonctionnaire du FMI de 1983 à 1997.



La **crise** à la lumière de l'histoire

La crise financière actuelle est féroce, mais l'histoire montre comment éviter une répétition de celle de 1929

Charles Collyns

L'HISTOIRE économique est de nouveau en vogue. Au premier semestre de 2008, l'envolée des prix du pétrole et d'autres produits de base a ravivé le triste souvenir de la stagflation des années 70. Plus récemment, l'intensification extraordinaire de la crise financière mondiale depuis l'effondrement à la mi-septembre de Lehman Brothers a fait surgir du passé un spectre encore plus sinistre — celui de la grande crise des années 30.

Comparer la crise financière actuelle au cataclysme économique le plus profond et le plus dévastateur de l'histoire moderne peut paraître excessif, mais la crise en cours est indéniablement la plus dangereuse depuis la Seconde Guerre mondiale. Ce n'est pas tant la profondeur de la récession dans certains pays (des krachs financiers dévastateurs s'étaient déjà produits auparavant dans des pays avancés ou émergents), mais sa propagation jusque dans les moindres recoins de l'économie mondiale qui représente pour la prospérité mondiale une menace sans précédent depuis 70 ans.

Mais quelle est l'ampleur de la crise financière actuelle par rapport à celles du passé? Et surtout, quel sera son impact économique probable et que peut-on faire pour endiguer les dégâts et préparer le terrain pour la reprise économique? L'histoire peut aider à trouver des réponses à ces questions, en offrant à la fois une perspective utile pour comprendre l'ampleur et la gravité relatives de la crise actuelle, et des leçons précieuses pour tenter de la résoudre.

Ce n'est pas tout à fait la crise des années 30

L'ampleur des pertes financières qu'elle entraîne donne une bonne idée de la crise actuelle. Selon le dernier *Rapport sur la stabilité dans le monde* du FMI (2008), sur la base des prix du marché

de la mi-septembre, les pertes sur les crédits hypothécaires et autres s'élèveront à 1400 milliards de dollars aux États-Unis. Ce seraient les pertes les plus importantes en dollars de toutes les crises financières survenues depuis la guerre. En outre, elles vont sans doute s'alourdir avec l'intensification de la crise financière depuis la mi-septembre. En pourcentage du PIB cependant, ces pertes ne sont pas aussi élevées que celles qu'ont subies certains pays au cours de crises graves dans le passé (graphique 1).

Le degré de tension sur le marché offre un autre indicateur. Dans leur édition de 2008, les *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (Lall, Cardarelli et Elekdag, 2008) présentent un indice de la tension financière depuis 1980, calibré pour dix-sept pays avancés. Cet indice — qui court jusqu'à fin septembre 2008 et couvre des variables telles que les marges interbancaires et les performances des marchés obligataires et des valeurs — a atteint un niveau comparable aux périodes de tension maximale précédemment enregistrées dans un échantillon de pays. Ce qui est encore plus frappant est que cette tension reste très élevée depuis près d'un an et touche tous les pays de l'échantillon (graphique 2). Et depuis septembre, les tensions se sont spectaculairement propagées aux pays émergents, dont nombre de ceux qu'on avait d'abord cru moins vulnérables aux facteurs extérieurs que par le passé grâce au renforcement de leurs bilans et de leurs énormes réserves internationales.

Il s'agit donc bien d'une crise d'une profondeur, d'une étendue et d'une férocité extraordinaires. Mais égale-t-elle l'effondrement financier des années 30? Pas tout à fait. Entre 1929 et 1933 aux États-Unis, 2500 banques ont fermé et le crédit bancaire s'est contracté d'un tiers. La bourse a chuté de 75 % par rapport à son maximum et le chômage a dépassé 25 %. En outre, la crise a

Distribution de pain à New York pendant la crise des années 30.

provoqué de graves récessions dans le monde entier. Par rapport à de tels événements, ce que nous avons vu jusqu'ici paraît encore assez contenu. Les fermetures de banques ont été très limitées, et les pertes sur les dépôts et autres créances sur les banques restent minimales, car les autorités de contrôle se sont occupées sans tarder des établissements en difficulté. Jusqu'ici du moins, le crédit bancaire demeure soutenu, car les autorités nationales n'ont pas ménagé leurs efforts pour éviter un effondrement très perturbateur du capital bancaire, même s'il a fallu pour cela recourir d'urgence à des instruments peu orthodoxes comme les nationalisations et l'injection de fonds publics.

Ramifications complexes

Quels effets aura cette crise financière sur l'économie globale? Ils sont complexes et se font sentir par de multiples canaux. D'abord, et surtout, l'accès au crédit bancaire sera certainement très restrictif pendant un laps de temps considérable, les banques cherchant à réduire leurs créances et à reconstruire leur assise financière. Les critères des prêts bancaires ont déjà été fortement durcis, et le seront sans doute encore davantage à mesure que le fléchissement des économies amplifiera les pertes des banques, même si les gouvernements fournissent des fonds publics pour renforcer leurs fonds propres. Ensuite, l'accès aux marchés obligataires s'est spectaculairement rétréci, non seulement pour les emprunteurs à risque, mais aussi pour les émetteurs les mieux cotés et les titres à court terme tels que les billets à ordre des entreprises qui sont normalement insensibles à ces risques. Troisièmement, la chute des prix des actions et de la valeur de l'immobilier résidentiel ont écorné le patrimoine net des ménages. On estime par exemple que celui-ci a chuté de 15 % aux États-Unis depuis un an. Quatrièmement, le financement extérieur des pays émergents est aussi beaucoup plus restreint, car l'inversion de l'effet de levier partout dans le monde et l'aversion croissante pour le risque réduisent l'intérêt des investisseurs pour ces marchés.

Quel sera l'impact global de tout cela? On peut en avoir une idée en examinant ce qu'il est advenu historiquement de l'activité économique à la suite des crises passées. À première vue, les constatations sont contrastées. L'étude récente des *Perspectives de l'économie mondiale* indique que seule la moitié environ des 113 épisodes de détresse financière des trente dernières années ont entraîné un ralentissement de l'économie ou une récession. Cependant, ce sont les caractéristiques d'un épisode de tension qui déterminent principalement l'envergure de son impact macroéconomique. Celui-ci tend à être beaucoup plus grave lorsque l'épisode s'accompagne d'une crise bancaire. En fait, les récessions associées à des crises bancaires ont tendance à durer deux fois plus longtemps et à être deux fois plus intenses, ce qui implique des pertes de production cumulées quatre fois plus importantes. Il est vraisemblable en outre que plus la détresse financière se prolonge, plus l'épisode sera dévastateur.

Les conditions préalables déterminent aussi de façon cruciale l'impact macroéconomique des tensions financières. Une source possible de résilience pour l'économie mondiale est que les bilans des entreprises étaient en général robustes lorsque la crise s'est déclenchée, étant donné les efforts de restructuration considérables qui avaient suivi l'effondrement de la bulle Internet en 2001-02. Les entreprises avaient dans l'ensemble réduit leur endettement et la rentabilité avait atteint des niveaux élevés, deux conditions qui devraient permettre d'atténuer le choc du resserrement des conditions de financement. Mais ce qui est beaucoup moins

rassurant, c'est que les patrimoines des ménages sont loin d'avoir l'air aussi solides, en particulier aux États-Unis où pendant les années du boom immobilier qui a duré jusqu'à la fin de 2006, les taux d'épargne ont chuté et les emprunts se sont envolés, et les baisses récentes des prix des actions et des logements ont entamé les patrimoines nets.

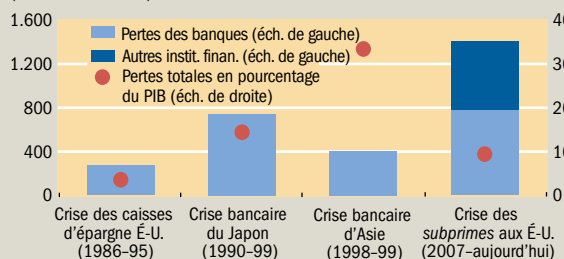
Qu'en est-il des pays émergents? Là encore, il convient de nuancer le tableau. Les comptes de leurs secteurs publics sont beaucoup plus sains qu'ils ne l'étaient pendant le ralentissement de 2001-02, et les principaux pays émergents ont accumulé de vastes trésors de guerre de réserves internationales et réduit leur dette publique en pourcentage du PIB pendant les années de forte croissance, ce qui leur offre une marge de manœuvre accrue face aux pressions extérieures (graphique 3). Mais ces meilleures conditions ne sont en aucune façon la règle. De nombreux pays émergents, en Europe mais aussi ailleurs, ont laissé s'accumuler d'importants déficits extérieurs courants, financés en partie par des entrées de capitaux bancaires et d'investissement de portefeuille qui subissent à présent des coupes brutales dans le contexte de désendettement mondial. Et même des pays dont les comptes sont solides présentent des faiblesses découlant de la croissance rapide du crédit bancaire privé et du surendettement

Graphique 1

Des pertes historiques

Certains pays ont connu de plus lourdes pertes pendant les crises passées qu'ils n'en ont subies jusqu'à présent avec la crise actuelle.

(milliards de dollars)



Sources : Banque mondiale et estimations des services du FMI.

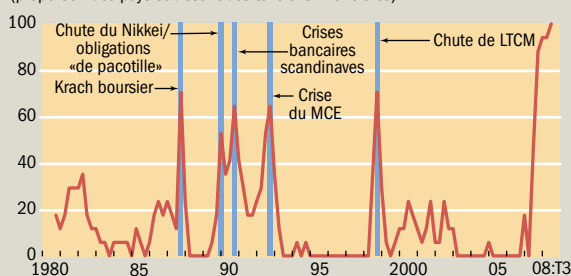
Note : Le coût des subprimes est une estimation des pertes pour les banques et autres institutions financières par les services du FMI. Tous les coûts sont en dollars réels de 2007. L'Asie comprend l'Indonésie, la Corée du Sud, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande.

Graphique 2

Haute tension

Avec la crise actuelle, la quasi-totalité des marchés établis connaissent des tensions considérables depuis près d'un an.

(proportion des pays subissant des tensions financières)



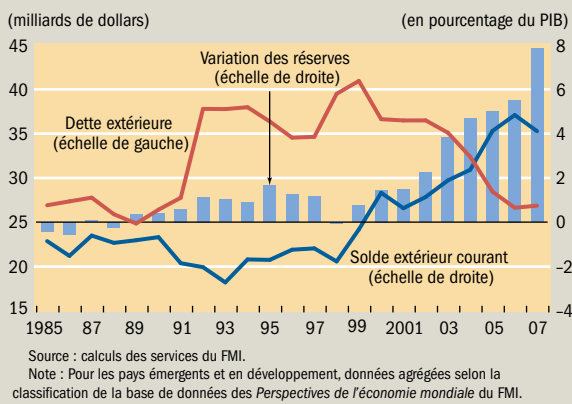
Sources : Haver Analytics; base de données analytiques de l'OCDE; OCDE, *Perspectives économiques* (2008); et estimations des services du FMI.

Note : MCE = mécanisme de change européen; LTCM = Long-Term Capital Management.

Graphique 3

En meilleure forme

Des réserves internationales accrues et un endettement réduit offrent à de nombreux pays émergents et en développement, mais non à tous, une protection pendant la crise actuelle.



des entreprises et des ménages, tous facteurs qui contribuent à présent aux brusques retraits des marchés émergents.

La chute des prix des produits de base, symptôme classique des renversements de la conjoncture mondiale, aggrave les pressions sur les pays exportateurs de produits de base, surtout ceux qui avaient dépensé une forte proportion des recettes accumulées.

Au vu de ces précédents historiques, l'économie mondiale se trouve au seuil d'une récession majeure. D'ailleurs, l'activité ralentit déjà, et la confiance des entreprises comme des consommateurs s'effondre. Selon les projections des dernières prévisions globales du FMI, en 2009, pour la première fois depuis la Seconde Guerre mondiale, les économies avancées devraient voir leur activité se contracter en taux annuel. Les pays émergents devraient eux aussi ralentir considérablement dans l'ensemble, et plus fortement dans les pays les plus vulnérables, encore que la résilience de grandes économies comme celle de la Chine devrait soutenir quelque peu l'économie mondiale.

Les enseignements de l'histoire

Alors, que peut nous enseigner l'histoire sur la manière de contenir les dégâts et de réduire les risques de chute pour l'économie mondiale? La première leçon, et la plus importante, qu'offre chacune des crises financières depuis celle des années 30, est qu'il faut agir promptement, avec énergie et sur tous les fronts afin de remédier aux tensions financières. La priorité doit être d'étouffer les flammes, même si cela nécessite des mesures d'exception impensables en temps normal. Comme l'a dit l'ancien secrétaire au Trésor des États-Unis, Larry Summers, lorsque les marchés dépassent les bornes, les responsables politiques doivent en faire autant. Si la crise des années 30 a pris l'ampleur qu'on sait, c'est en partie parce que, pendant quatre ans après le krach boursier de 1929, les responsables publics ont suivi des politiques orthodoxes qui ont laissé le crédit se tarir, les banques faire faillite et la crise se nourrir d'elle-même. Aujourd'hui les responsables politiques sont très conscients de ce précédent qui donne froid dans le dos, notamment le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, qui a étudié la période de près pour mieux comprendre les interactions entre le secteur financier et le secteur réel de l'économie (Bernanke, 1983).

Un exemple plus récent à ne pas suivre est celui du Japon dans les années 90, où pendant de nombreuses années on a négligé de remédier à l'impact de l'éclatement des bulles immobilières et boursières sur les comptes des banques et des entreprises, ce qui a entraîné une décennie de croissance faible (voir Kang et Syed, p. 24–25, dans ce numéro). La réaction énergique aux crises bancaires nordiques du début des années 90, qui a créé les conditions d'une vigoureuse reprise économique après une récession marquée, est un exemple plus encourageant (voir Ingves et Lind, p. 21–24, dans ce numéro).

La deuxième leçon importante est que les mesures financières doivent être accompagnées d'une action au plan macroéconomique. L'efficacité de la politique monétaire étant limitée par les perturbations financières, la relance budgétaire doit jouer un rôle important pour aider à maintenir l'élan de l'économie réelle et enrayer le jeu des rétroactions négatives entre le secteur financier et le secteur réel. De fait on envisage de plus en plus d'accroître les dépenses d'infrastructure, à l'instar des programmes de travaux publics des années 30. Mais, comme le montre clairement l'exemple japonais, un appui macroéconomique ne peut en soi fournir qu'un peu d'oxygène, et non un remède; il est essentiel de profiter de ce répit pour résoudre les problèmes financiers sous-jacents, sinon le résultat sera une série de trains de mesures budgétaires dont l'impact ira décroissant. Et il convient aussi de comprendre que, dans les pays où la gestion défailante du secteur public faisait partie intégrante des causes du problème, comme c'est souvent le cas dans les crises des marchés émergents, les possibilités de réponses macroéconomiques seront limitées.

La troisième leçon est que les politiques doivent être efficaces au plan mondial. Là encore, la crise de 1929 offre l'exemple classique de ce qu'il ne faut pas faire : la politique du chacun pour soi, avec les hausses de droits de douane consécutives à l'adoption du tarif douanier Smoot-Hawley par les États-Unis, a contribué à répandre la crise autour du monde. Depuis les années 80, les crises de la dette latino-américaine et la crise asiatique offrent d'autres exemples des effets de la contagion négative des décisions d'un pays sur d'autres pays.

Heureusement, ces derniers mois ont clairement démontré l'avantage d'une coordination au plan international, notamment pour soutenir la liquidité, mieux protéger les dépôts et les positions interbancaires, liquider les institutions en faillite et détendre la politique monétaire. Des mesures sont aussi à l'étude pour assurer un financement adéquat aux pays subissant le contrecoup de la crise, notamment en facilitant l'accès aux crédits du FMI.

En somme, grâce à l'expérience du passé, il est possible d'éviter le pire qu'on a déjà connu. L'économie mondiale subit les coups de boutoir d'une crise financière colossale, mais nous pouvons contenir les dégâts par des mesures énergiques et coordonnées qui réparent les dégâts financiers, soutiennent l'activité et maintiennent l'accès au financement extérieur. ■

Charles Collyns est Directeur adjoint du Département des études du FMI

Bibliographie :

Bernanke, Ben, 1983, "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, Vol. 73 (June), p. 257–76.

FMI, 2008, *Global Financial Stability Report (Washington)*, October.

Lall, Subir, Roberto Cardarelli, and Selim Elekdag, 2008, "Financial Stress and Economic Downturns," in *World Economic Outlook (Washington: IMF)*, October.



Les solutions de Stockholm

L'expérience des pays nordiques montre le rôle prépondérant de l'État dans le règlement des crises

Stefan Ingves et Göran Lind

DÉPUIS le début de la crise actuelle, qui a démarré aux États-Unis, les autorités se sont efforcées de tirer des enseignements des crises financières et bancaires antérieures dans l'espoir de trouver les moyens de mettre fin aux turbulences. Dans cette optique, les crises financières qui ont touché la Suède et d'autres pays nordiques au début des années 90 ont fait l'objet d'un intérêt particulier.

En effet, ces crises nordiques ont été les premières crises systémiques qu'ont connues les pays industrialisés depuis les années 30, si l'on excepte les problèmes bancaires directement issus de la Seconde Guerre mondiale. Ces crises avaient été précédées par la débâcle des établissements d'épargne et de crédit aux États-Unis. Cette débâcle, qui n'était pas véritablement systémique, avait cependant affecté un sous-secteur entier d'un grand marché financier fonctionnant bien par ailleurs.

Les crises bancaires nordiques ont donc été un révélateur. Comment de tels problèmes pouvaient-ils surgir dans des économies et des systèmes financiers par ailleurs bien gérés et organisés? Si ces exemples restent d'actualité, c'est que les pays nordiques nous ont appris à bien résoudre ces crises.

L'expérience nordique a montré au reste du monde que l'État doit jouer un rôle prépondérant dans le règlement des crises. C'est l'État et non le secteur privé qui a pris l'initiative de restructurer le système financier, en y associant autant que possible les investisseurs et les possédants du secteur privé. Les pays nordiques ont également montré comment l'État pouvait protéger la valeur des actifs bancaires en cas d'effondrement du marché des actifs privés, en utilisant des sociétés spécialisées dans la gestion des actifs et des instances de renégociation des prêts, qui doivent être des entités étatiques lorsqu'on ne peut faire appel à des investisseurs privés, rarement disponibles dans une crise systémique. Par une gestion prudente, ces entités peuvent préserver la valeur des actifs et éviter les pertes qu'entraîneraient des ventes au rabais.

Les auteurs du présent article, qui ont été étroitement associés au règlement de la crise suédoise de 1991-93, analysent essentiellement l'expérience suédoise en la comparant à la crise actuelle.

Caractéristiques des crises

Les turbulences financières internationales actuelles ont conduit de nombreux acteurs des marchés financiers à remettre en question le bien-fondé de convictions bien ancrées quant au fonctionnement de ces marchés. Pourtant, nous avons déjà connu des situations semblables, mais à une plus petite échelle.

À l'origine de chaque crise bancaire, on trouve différentes combinaisons de causes, mais, comme dans les pays nordiques, les principaux ingrédients sont presque toujours les mêmes : inadéquation des pratiques bancaires, indisciplines des marchés, carences dans la régulation et le contrôle bancaires, et inadéquation des politiques macroéconomiques en matière de libéralisation financière.

Une fois amorcées, les crises financières se déroulent selon un scénario type :

- les vulnérabilités sous-jacentes deviennent apparentes;
- un événement particulier déclenche une crise aiguë;
- la crise se propage et s'aggrave;
- des mesures sont prises pour atténuer et résorber la crise.

Dans l'analyse qui suit, nous examinons certaines similitudes et différences entre la crise suédoise et la crise actuelle et proposons des mesures pour remédier à la situation actuelle.

Facteurs de vulnérabilité : des similitudes...

Une trop grande facilité dans l'octroi de prêts, notamment immobiliers, est à l'origine de la plupart des crises, du fait d'une évaluation trop optimiste des risques dans un contexte d'argent facile et de déséquilibres macroéconomiques. Le secteur immobilier connaît des cycles assez longs, ce qui conduit les investisseurs et les prêteurs à écarter la probabilité d'un retournement de situation. Ils sous-estiment ce risque et fournissent trop de crédit, alimentant ainsi des bulles spéculatives.

Cette situation est souvent exacerbée par le souci bien intentionné des autorités politiques désireuses d'encourager la construction de logements. L'expansion et la modernisation du parc de logements est un objectif hautement privilégié. Les incitations publiques stimulent la demande dans l'immobilier résidentiel, en particulier celle des acheteurs les moins solvables. Avant la libéralisation du marché suédois du crédit, la loi contraignait les banques à allouer une grande part de leurs ressources au financement du logement et d'autres projets immobiliers. Les prêts hypothécaires et les investissements dans le secteur immobilier résidentiel bénéficiaient de garanties publiques, semblables à celles qu'accordent les géants américains du refinancement hypothécaire que sont Fannie Mae et Freddie Mac. Lors de la crise suédoise, de fortes sommes financées par les contribuables ont servi à renflouer des sociétés municipales propriétaires d'îlots d'immeubles.

Parfois des groupes bancaires, d'autres intervenants sur le marché et même les autorités, n'ont pas suffisamment pris en compte les conséquences des engagements hors bilan et autres risques potentiels. Par exemple, dans la crise actuelle, le recours aux véhicules d'investissement structurés (structured investment vehicles : SIV) et à d'autres instruments de crédit ainsi que les demandes de liquidités bancaires résultant des engagements hors bilan entraînent des risques financiers et des risques de réputation. Dans la crise suédoise, les sociétés financières ont joué un rôle semblable à celui des SIV. Moins régulées que les banques, elles avaient accordé de nombreux prêts parmi les plus risqués. Lorsque les sociétés financières ont rencontré des problèmes de liquidité, les banques ont compris qu'elles devaient continuer à leur fournir des financements, car, malgré l'autonomie juridique de ces sociétés, leurs activités étaient étroitement liées à celles des banques.

Les difficultés du secteur de l'assurance financière n'ont pas joué un rôle décisif en Suède, mais elles sont caractéristiques de nombreuses crises. Il semble que les compagnies d'assurances prennent des engagements excessifs quand les affaires vont bien. En situation de crise, leur fort endettement aggrave les problèmes du système financier.

L'accumulation de problèmes tient parfois à des lacunes dans la régulation et la surveillance du secteur financier. Le développement de ce secteur permet d'améliorer l'efficacité des intermédiaires financiers qui peuvent ainsi offrir à leurs clients des services plus

diversifiés et de meilleure qualité. Mais il est également porteur de nouveaux risques que les marchés et les autorités ne mesurent pas toujours entièrement. Dans le cas de la Suède, on n'avait pas adéquatement pris en compte les multiples risques liés à l'octroi d'un volume excessif de prêts au secteur immobilier. En outre, les banques et les autorités n'avaient pas perçu les risques que comportaient les prêts en devises consentis à des emprunteurs suédois dont les revenus et les actifs étaient libellés en monnaie nationale. Dans la crise internationale actuelle, il est clair que ni les banques ni les régulateurs n'avaient pleinement pris en compte les implications du modèle «octroi pour cession» (originate-to-sell) et en particulier de l'utilisation des SIV et autres fonds d'investissements adossés à des dérivés.

...et des différences notables

Aux États-Unis, la crise des établissements d'épargne et de crédit avait principalement touché le secteur immobilier commercial, alors que la crise suédoise avait frappé à la fois l'immobilier commercial et résidentiel. La crise actuelle des prêts hypothécaires à risque (subprimes) touche surtout le secteur résidentiel. Mais la situation actuelle se distingue de la crise suédoise par un élément fondamental : les problèmes de crédit sous-jacents sont exacerbés par l'existence d'instruments très complexes et par la forte interdépendance des marchés — sur les plans national et international.

Ces liens existaient déjà lors des crises précédentes, des investisseurs étrangers détenant par exemple des obligations émises par les pays en crise. Aujourd'hui, les effets de contagion internationale sont plus importants et plus immédiats. La faillite des subprimes américains et des instruments qui y sont adossés a affecté les banques de nombreux pays, y compris l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni. En Norvège, des municipalités de zones reculées, au-delà du cercle polaire, ont subi de grosses pertes sur des instruments adossés à des subprimes américains.

De même, l'interdépendance des marchés financiers intérieurs est aujourd'hui beaucoup plus manifeste. Aux États-Unis, la crise, au-delà de ses répercussions sur les marchés du crédit, a considérablement entravé le financement des effets commerciaux, des titres adossés à des actifs, des marchés interbancaires et des municipalités. L'impact sur les marchés des actions et des titres a été considérable, tant sur les prix que sur la liquidité.

Le problème le plus aiguë est celui de la contraction des liquidités. Ayant perdu confiance, les détenteurs de liquidités excédentaires ne sont pas disposés à les transférer là où elles seraient nécessaires. En l'absence d'une solution de marché, qui serait préférable puisque moins coûteuse et moins perturbatrice, les autorités peuvent et doivent prendre les mesures idoines pour fournir ces liquidités. Par conséquent, rétablir au plus vite la confiance doit être leur première priorité. Mais dans le contexte actuel, du fait de la complexité des instruments financiers, des problèmes d'évaluation et des dispositions institutionnelles, cette tâche devient plus ardue, car il est plus difficile pour les analystes et les contreparties des banques de comprendre la position financière véritable de telle ou telle banque. Ils se demandent en effet qui, au bout du compte, est exposé aux risques que présentent les actifs dévalorisés.

Solutions à la suédoise

Comparée au marasme financier actuel, la crise suédoise apparaît comme une crise du crédit «classique», plus simple à analyser et à dénouer que la crise actuelle. On a évalué l'ampleur réelle des

pertes sur crédit et autres sinistres bancaires, puis on a demandé aux propriétaires des banques d'injecter les capitaux supplémentaires nécessaires, ou de laisser agir les autorités suédoises, ce qui impliquait l'octroi d'un appui financier assorti de conditions rigoureuses, voire une intervention des pouvoirs publics dans la restructuration des banques.

Les autorités avaient pris conscience de la nécessité de rétablir rapidement la confiance dans le système financier. Il n'y a pas eu de retrait massif des dépôts, mais les créanciers étrangers des banques suédoises ont commencé à résilier leurs lignes de crédit. Les créanciers, qui n'étaient guère en mesure d'évaluer la situation de chaque banque, ont ainsi réduit leurs risques. Les banques et les autorités ont dû faire le maximum pour rétablir la confiance. Les paroles ne suffisaient plus, il fallait agir.

La transparence a joué un rôle important dans le rétablissement de la confiance. Les autorités ont forcé les banques à révéler leur véritable situation financière. Les autorités ont également informé l'opinion publique de leurs plans et de leurs actions. De hauts responsables du ministère des finances se sont rendus à New York et à Londres pour rencontrer les banquiers et les analystes de marché. Ces mesures ont été couronnées de succès et les lignes de crédit aux banques suédoises ont rapidement été rétablies.

Pour promouvoir la transparence, il importe de savoir déterminer la valeur des portefeuilles des banques, exercice difficile quand les marchés d'actifs sous-jacents sont illiquides et ne donnent pas d'informations fiables sur les prix. Les autorités suédoises ont obligé les banques à bien évaluer leurs actifs, surtout leurs actifs immobiliers. Ainsi, la situation financière des banques est peut-être apparue plus grave qu'elle ne l'était et des prix planchers bas ont été fixés. Les anticipations de prix se sont alors stabilisées et le marché est reparti à la hausse. Dans d'autres crises, lorsque les autorités se sont efforcées de stabiliser les mouvements des prix, l'incertitude a été plus longue, retardant le retournement à la hausse.

Pour rétablir la confiance, il est essentiel d'établir un consensus politique. En Suède, tous les principaux partis politiques se sont mis d'accord sur le cadre de règlement de la crise. Ce cadre comprenait la création d'une entité chargée de faciliter et de coordonner les mesures prises par les autorités concernées tout en préservant l'intégrité de chaque autorité. L'Autorité de soutien des banques a été créée. Avant de prendre une décision, elle devait obtenir l'approbation de la banque centrale (Riksbank), de l'autorité des services financiers et de l'Office national de la dette. Si un accord ne pouvait être trouvé — situation rare — la question était tranchée par le ministère des finances. Il a été plus difficile de résorber rapidement la crise dans les pays où il n'existait pas de consensus politique, ou en l'absence de concertation des autorités.

L'expérience montre combien il est important de disposer d'une législation et d'institutions adéquates pour traiter le cas des banques en difficulté. Ne disposant pas de ces outils, la Suède a dû improviser. Le Royaume-Uni était également dépourvu d'une structure spécialisée dans le règlement des problèmes bancaires, ce qui a retardé la solution de la crise de Northern Rock. Les États-Unis sont dotés d'une structure performante, combinant lois, institutions et expertise, progressivement mise en place à la suite des grandes faillites bancaires des années 30. Mais il leur a fallu l'utiliser de façon souple et innovante afin de trouver des solutions applicables à des établissements autres que les banques commerciales, comme Bear Stearns, Fannie

Mae et Freddie Mac. Le concept de «risque systémique» a été élargi pour englober officiellement les risques que pouvaient poser les activités d'autres établissements, comme par exemple les banques d'affaires.

Combattre l'aversion au risque

À l'évidence, l'inadéquation des méthodes d'octroi de crédit dans le secteur immobilier a été un maillon faible dans la crise suédoise et la crise actuelle. Dans les deux cas, la phase la plus aiguë de la crise a été déclenchée par un ralentissement global de l'économie, en particulier dans le secteur du logement. Les investisseurs ont affiché une plus grande aversion au risque et, du coup, les primes de risque ont augmenté.

Les deux crises se sont propagées à cause d'une contraction des liquidités et d'un effet de contagion qui a gagné les autres établissements et marchés. Toutefois, les turbulences actuelles sont plus graves dans la mesure où un plus grand nombre de marchés sont touchés. La crise est aussi exacerbée par la complexité des instruments financiers, dont il est difficile d'établir la valeur, ainsi que par l'existence d'engagements hors bilan et de véhicules d'investissement émis par des organismes parabancaires (SIV et autres instruments).

Les mesures prises pour dénouer la crise sont aussi généralement semblables. Une forte injection de liquidités a été opérée, suite à une action internationale concertée dans le cas de la crise récente et suite à des mesures d'envergure nationale dans le cas de la crise suédoise. Dans les deux cas, on a nationalisé, fusionné ou vendu des banques (parfois avec l'appui financier des autorités).

De fait, l'un des principaux enseignements tirés de l'expérience des pays nordiques est que les autorités ne peuvent se reposer uniquement sur le secteur privé ou sur les marchés pour résoudre les problèmes systémiques du secteur bancaire. De même qu'un prêteur en dernier ressort est nécessaire pour remédier aux pénuries systémiques de liquidités, de même un investisseur ou un propriétaire doit intervenir en dernier recours quand toutes les sources de capitaux sont taries, car la paralysie totale du système bancaire n'est pas une option. Il faut en outre que l'État apporte une garantie globale pour rétablir la confiance et empêcher les retraits des dépôts et l'effondrement du système financier qui s'ensuivrait — scénario qui s'accompagnerait d'une destruction généralisée des valeurs.

Rétablir la confiance

En somme, la crise actuelle présente bien des caractéristiques des crises précédentes, mais qui sont aggravées par l'extrême complexité des instruments financiers et des dispositions institutionnelles ainsi que par l'interdépendance des marchés tant intérieurs qu'internationaux.

L'expérience des deux crises, corroborée par celle d'autres crises, montre qu'il n'est pas possible de mettre fin à la crise tant que la confiance n'est pas rétablie. En améliorant la transparence, on réduit l'incertitude. Pour ce faire, il faudrait diffuser davantage d'informations sur les établissements détenant des actifs à risque et sur la valeur réelle de ces actifs. Pour leur part, les autorités doivent avoir une attitude aussi ouverte que possible quant à la crise et à leurs plans d'action. ■

Stefan Ingves est Gouverneur de la Sveriges Riksbank (Banque centrale suédoise) et Göran Lind est Conseiller du Conseil d'administration de la banque.



Un distributeur moderne de billets à Tokyo.

La voie de la reprise vue du Japon

**Une stratégie pour résoudre
les problèmes de liquidité
et de solvabilité**

Kenneth Kang et Murtaza Syed

PENDANT la majeure partie des années 90 et du début des années 2000, le Japon a fait face à une crise financière résultant de perturbations à certains égards analogues à celles qui ébranlent aujourd'hui les États-Unis. Le scénario observé il y a quinze ans dans la deuxième économie mondiale a incontestablement un air de déjà vu : l'éclatement d'une bulle immobilière alimentée par un excédent de liquidités, une réglementation financière laxiste et des projections trop optimistes des prix des actifs déclenchant une crise immobilière et bancaire.

Par rapport à la succession d'événements et de mesures de l'année écoulée, les choses ont traîné en longueur au Japon. Bien que l'éclatement de la bulle ait engorgé le système d'une masse de prêts improductifs et sensiblement affaibli l'économie, il a fallu un certain temps pour que l'ampleur réelle des problèmes se révèle.

En 1997, six ans après le début de la crise, les pertes croissantes sur les prêts immobiliers non remboursés et la chute des cours boursiers ont amené un gel du marché interbancaire et des faillites en série dans le secteur financier, dont celle de certaines des plus grandes banques du pays. Face à une paralysie du système financier qui menaçait de fragiliser l'ensemble de l'économie, la Banque du Japon s'est empressée de débloquer les marchés du crédit. Les autorités ont également organisé et financé des interventions de grande envergure en s'évertuant à résoudre un dilemme désormais familier : comment favoriser un désendettement ordonné en minimisant les coûts pour le contribuable et en limitant l'aléa moral. Le Japon a jugulé la crise, mais n'a pu éviter une «décennie perdue» de stagnation économique et une phase prolongée de déflation.

La crise actuelle semble encore plus problématique de par son envergure mondiale, la complexité des instruments et la fragilité de la conjoncture. Au fort endettement des institutions financières s'ajoute cette fois celui des ménages, ce qui affaiblit d'autant les bilans nationaux. Mais les deux crises résultent de

maux analogues, de sorte que la réussite finale du Japon (et ses difficultés liminaires) peut apporter des enseignements utiles.

Étant donné l'ampleur et le développement progressif de la crise, la stratégie du Japon a évolué au fil des ans. Elle s'est d'abord fondée sur les mesures innovantes et exceptionnelles de la Banque du Japon pour fournir des liquidités : élargissement de l'éventail de garanties, achat direct d'actifs et assouplissement quantitatif via une politique de taux d'intérêt nul. Bien que nécessaire, l'apport de liquidités n'a pas suffi à remettre le système financier sur pied. La crise s'intensifiant, les autorités ont entrepris de restructurer les banques, les incitant à comptabiliser les prêts douteux, à lever des capitaux frais et, dans certains cas, à faire appel aux fonds publics ou à quitter le secteur. En définitive, le resserrement de la surveillance, l'utilisation avisée des fonds publics et un cadre solide de restructuration des actifs en difficulté ont assaini le système financier. À plus de 100.000 milliards de yen (environ 1.000 milliards de dollars EU), les pertes bancaires ont été nettement plus élevées qu'initialement prévu : les fonds publics nécessaires pour liquider les prêts improductifs et recapitaliser les banques se sont chiffrés à 47.000 milliards de yen. Près des trois quarts ont toutefois été récupérés depuis.

Il est encourageant de constater que la réaction initiale à la crise actuelle a été rapide et vigoureuse, plusieurs mesures visant à résoudre les problèmes de liquidité sur les marchés interbancaires et un plan de sauvetage public ayant été adoptés. Tout compte fait, les États-Unis ont à ce stade fait preuve d'une célérité louable : au Japon, c'est seulement en 1999, huit ans après l'éclatement de la bulle immobilière, que les autorités ont procédé à une injection massive de fonds publics pour remettre le système financier en état.

Mais maintenant, que faire? De graves tensions persistent sur les marchés financiers américains et le spectre d'une récession menace. À en juger par l'expérience japonaise, certaines des phases les plus dures sont peut-être à venir. Si d'immenses efforts ont été consacrés au passif des banques (protection des dépôts

et appui au crédit), une stratégie globale visant à résoudre des problèmes plus vastes (restructurer les actifs douteux et faciliter la consolidation) reste à élaborer.

Seule une solution systémique concernant les deux colonnes du bilan assurera une reprise durable. Dans le cas du Japon, c'est une approche d'envergure traitant à la fois les problèmes de solvabilité et de liquidité du système bancaire qui a le plus contribué à résorber la crise, notamment par le biais d'une recapitalisation des banques et d'une restructuration de la dette des entreprises. La stratégie japonaise peut livrer quelques enseignements utiles.

- **L'apport de liquidités a permis de prévenir une crise systémique immédiate, mais n'a pu résoudre le problème de la sous-capitalisation du système bancaire.** L'injection massive de liquidités est nécessaire mais, en l'absence de mesures visant à comptabiliser toutes les pertes et à remédier à la pénurie de capitaux, elle risque de fausser le fonctionnement des marchés et de retarder les restructurations nécessaires. Les carences des pratiques comptables et le laxisme réglementaire ont longtemps occulté le problème des prêts improductifs et limité l'attrait de certaines mesures — recherche de capitaux frais ou fusion avec d'autres institutions. La comptabilisation tardive des pertes a coûté très cher et permis aux entreprises «zombies» insolubles de subsister. Le FMI estime le montant global actuel des pertes sur les titres de créance américains à quelque 14.000 milliards de dollars EU. Seule la moitié de ces titres affichent pour l'instant un recul de leur valeur comptable. Des structures réglementaires plus transparentes, assises sur une évaluation objective aux prix du marché et encourageant les banques à assainir leur bilan, seraient utiles. Au minimum, une intervention rapide pour comptabiliser les pertes et effectuer les provisionnements nécessaires permettrait de parer aux pénuries de capitaux et d'engager le processus de restructuration.

- **Les fonds publics alloués à la recapitalisation des banques ont été subordonnés à une réduction de la valeur comptable des fonds propres et à des critères de résultat rigoureux afin de limiter l'aléa moral.** L'injection de capitaux dans les institutions viables, associée à la liquidation méthodique de celles qui ne l'étaient pas, a permis de soutenir le crédit et de renforcer les ratios de fonds propres. Mais en échange de fonds publics, les banques étaient tenues de diminuer la valeur comptable des fonds propres des actionnaires existants, de remplacer la haute direction, et de soumettre un plan de réorganisation qui serait régulièrement examiné par l'Agence des services financiers. Après l'échec de méthodes moins rigoureuses, les fonds publics ont été stratégiquement recentrés sur la consolidation du secteur financier; plusieurs grandes banques et de nombreuses petites institutions ont fermé ou fusionné. Pour affermir la discipline du marché et minimiser le risque d'aléa moral, les autorités devraient également prévoir une stratégie de sortie appropriée pour se désengager du système bancaire une fois la stabilité rétablie.

- **La restructuration des actifs en difficulté a été nécessaire pour assainir les bilans des banques.** La stratégie japonaise demandait aux grandes banques d'accélérer dans les deux ou trois ans l'apurement des créances improductives de leur bilans via leur vente directe sur le marché, la mise en œuvre de procédures de faillite ou la restructuration des emprunteurs dans le cadre d'arrangements à l'amiable. Les autres prêts ont été vendus à la Société

de recouvrement et de liquidation, qui a été chargée de liquider les actifs toxiques des banques en faillite, et à la Société pour la revitalisation industrielle (SRI), créée en 2003 pour acheter les créances douteuses des banques et travailler avec les créanciers à leur restructuration. Les rachats publics effectués par l'intermédiaire de ces sociétés de gestion de portefeuille ont assuré la clarté et la transparence juridiques. Si les prix des actifs remontent, ces interventions pourraient en fin de compte coûter bien moins cher que prévu aux contribuables. La SRI a même réussi à dégager un léger bénéfice avant de mettre un terme à son activité en 2007.

- **Un cadre solide, établi sous l'impulsion du secteur privé, peut favoriser ce type de restructuration.** Si une société publique de gestion de portefeuille peut libérer rapidement les banques de leurs actifs toxiques, c'est probablement la prise en main de la restructuration par le secteur privé qui déterminera le montant des recouvrements. Au Japon, ce secteur a joué un rôle capital, surtout les fonds étrangers qui ont été autorisés à reprendre deux banques en difficulté et à participer à la restructuration d'entreprises vacillantes. L'évaluation correcte des actifs toxiques et un cadre de restructuration bien conçu ont permis de définir les incitations appropriées.

- **Les bilans des débiteurs ont dû être corrigés.** Au Japon, l'annulation des prêts improductifs et la restructuration de la dette ont facilité le désendettement nécessaire du secteur des entreprises. Surtout, le régime d'insolvabilité a été remanié : la loi sur le redressement judiciaire civil de 2000 a autorisé des méthodes de liquidation des faillites plus rapides et variées et la SRI a été créée. L'assainissement de la dette hypothécaire aux États-Unis appellerait probablement des méthodes un peu différentes, mais permettrait aux gens de conserver leur logement et freinerait la chute des prix immobiliers à l'origine de la crise actuelle.

- **Des politiques macroéconomiques d'accompagnement, sans être une panacée, ont complété les mesures financières.** Face à la crise, les autorités japonaises ont radicalement baissé les taux d'intérêt et accru les dépenses budgétaires. Entre la mi-91 et la fin-93, la Banque du Japon a ramené le taux d'escompte de 6 % à 1,75 %. Mais cette mesure n'a pu revitaliser l'économie, la crise ayant perturbé les mécanismes habituels de transmission de la politique monétaire, ce qui a nécessité une refonte du système bancaire. Globalement, l'expérience japonaise montre que la politique macroéconomique peut appuyer le processus d'ajustement et apporter un répit, mais elle ne peut remplacer des mesures directes visant à remédier aux carences fondamentales du secteur financier qui ont entraîné la crise.

Un élément positif pour finir : malgré le séisme initial, rien ne vaut une crise pour montrer à quel point des réformes sont nécessaires et rallier un appui populaire en leur faveur. Au Japon, les mesures visant à développer les marchés financiers et les règles concernant le ratio de fonds propres des banques adoptées dans le cadre de Bâle II ont permis d'établir un système financier plus compétitif, qui a assez bien résisté à la tempête mondiale actuelle. Si une approche plus stratégique était définie, la crise pourrait ouvrir la voie à des réformes utiles qui rehausseraient l'efficacité, mais aussi la résistance et la transparence de l'architecture financière mondiale. ■

Kenneth Kang est Chef de division adjoint et Murtaza Syed économiste au Département Asie-Pacifique du FMI.

Quand les crises s'entrechoquent

Stijn Claessens, M. Ayhan Kose et Marco E. Terrones

Les récessions associées à un resserrement du crédit ou à un effondrement des prix des actifs sont plus longues et plus profondes

Fermeture d'une usine de General Motors à Lansing (Michigan).

LA CRISE financière qui a commencé aux États-Unis a déjà affecté l'économie réelle dans de nombreux pays. Mais la gravité des répercussions et la durée de la récession qui en résultera font l'objet d'un vif débat parmi les économistes.

Ce débat a mis en lumière des questions concernant les liens entre le secteur financier et l'économie réelle en période de récession. Par exemple, comment les variables macroéconomiques et financières se comportent-elles pendant une récession, un resserrement du crédit ou un effondrement des prix des actifs (logements et actions)? Ou encore, les récessions associées à un resserrement du crédit et à un effondrement des prix des actifs sont-elles différentes des autres?

Pour répondre à ces questions, nous avons entrepris une analyse en profondeur des liens observables entre certaines variables (macroéconomiques et financières) clés, au cours de différents cycles économiques et financiers

et dans 21 pays membres de l'OCDE (Claessens, Kose, and Terrones, 2008). Il s'agit de la première étude internationale détaillée s'appuyant sur une méthode empirique pour examiner les conséquences des récessions coïncidant avec des périodes de turbulences des marchés financiers (contraction du crédit, chute des prix du logement et des actions).

Récessions, contractions et chutes brutales

Avant d'analyser les récessions et leurs interactions avec les épisodes de resserrement du crédit et d'effondrement des prix des actifs, il faut déterminer les dates de début et de fin de ces différents événements. Pour ce faire, nous nous sommes concentrés sur les fluctuations du niveau des variables. Conformément aux principes directeurs du National Bureau of Economic Research, qui est officieusement chargé de la datation des cycles économiques américains, notre méthodologie postule qu'une récession commence dès que l'activité économique a atteint un pic et se termine dès qu'elle atteint un creux. Ainsi, nous avons identifié des cycles de production (PIB) et des cycles financiers (liés au crédit, au logement, aux actions). Après avoir cerné les points d'inflexion, nous avons étudié les principales caractéristiques des récessions et des épisodes de resserrement du crédit et d'effondrement des prix du logement et des actions.

Il y a eu 122 récessions entre 1960 et 2007. Leur durée moyenne était d'environ quatre trimestres, avec des variations substantielles : de deux trimestres pour l'épisode le plus bref à 13 trimestres pour le plus long (graphique 1). En général, la baisse de production observée entre le pic et le creux (amplitude de la récession) était de l'ordre de 2 %. À partir d'informa-



tions sur la durée et l'amplitude des récessions, nous avons également élaboré une mesure des pertes cumulées pour en estimer le coût global. Les pertes cumulées étaient typiquement de l'ordre de 3 %. Les récessions graves — pour lesquelles la baisse de production constatée entre le pic et le creux figurait dans le quartile supérieur des baisses de production liées à des récessions — ont duré plus de trois mois de plus que la moyenne et ont coûté beaucoup plus.

Nous avons identifié 28 phases de resserrement du crédit, 28 phases d'effondrement des prix du logement et 58 phases de chute brutale des cours boursiers. Les contractions du crédit et les chutes des prix du logement correspondent aux baisses du volume de crédit et aux baisses des prix des actifs qui sont enregistrées entre le pic et le creux et figurent respectivement dans le quartile supérieur de toutes les baisses du crédit et de toutes les baisses des prix du logement. Ces deux types d'événements sont souvent longs et graves. Ainsi, la contraction du crédit a généralement duré deux ans et demi et s'est soldée par une baisse de près de 20 % du crédit, mesurée en volume de prêts au secteur privé (graphique 2). Le repli brutal des prix du logement a eu tendance à durer plus longtemps (quatre ans et demi), avec une chute de 30 % des prix réels. L'effondrement des cours boursiers a duré en général plus de dix trimestres, à l'issue desquels la valeur réelle des actions avait diminué de moitié.

Quand elles n'étaient pas suivies de récessions, les phases de contraction et de repli brutal n'étaient pas forcément associées à des baisses de production. Même si la croissance ralentissait, surtout au tout début des phases de resserrement du crédit et d'effondrement des prix du logement, une expansion était souvent observée à la fin. Ceci n'est pas surprenant puisque ces épisodes n'étaient pas toujours exactement superposables à des récessions et duraient deux fois plus longtemps. Néanmoins, la croissance moyenne constatée en phases de contraction et d'effondrement était beaucoup moins rapide qu'en périodes de tranquillité des marchés du crédit et du logement.

En revanche, les contractions du crédit et les chutes brutales des prix du logement ont été accompagnées d'un net recul de l'investissement. Les premières ont eu tendance à coïncider avec des baisses de l'investissement résidentiel d'environ 6 % et les secondes avec des baisses deux fois plus importantes. Dans le même temps, le chômage progressait sensiblement, surtout au début des épisodes, quand l'activité économique commençait à s'essouffler.

Synchronisme des cycles nationaux

Pour certains observateurs, l'ampleur planétaire de la crise actuelle est sans précédent, car plusieurs économies avancées enregistrent en même temps des baisses des prix du logement et des cours boursiers et éprouvent des difficultés sur leurs marchés du crédit. Mais les données historiques montrent que le phénomène n'a rien d'exceptionnel. Les récessions, contractions et replis brutaux sont souvent simultanés dans plusieurs pays. Dans de nombreuses économies avancées, les récessions ont été concentrées sur quatre périodes au cours des 40 dernières années (milieu des années 70 et début des années 80, 90 et 2000) et ont souvent coïncidé avec des chocs mondiaux.

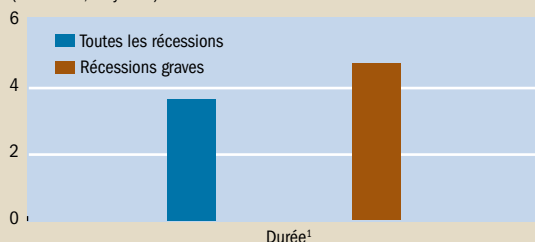
À l'instar des récessions, les phases de contraction du crédit sont synchrones dans de nombreux pays. De plus, les baisses des

Graphique 1

Un chemin long et douloureux

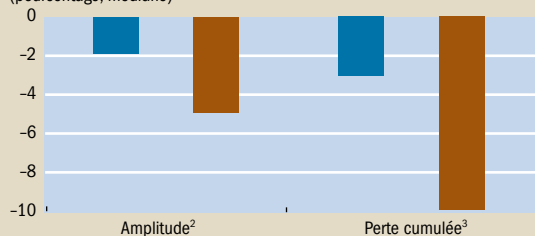
Les récessions profondes sont plus longues ...

(trimestres, moyenne)



... et bien plus coûteuses que les autres.

(pourcentage, médiane)



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

¹Durée : nombre de trimestres entre le pic et le creux d'une récession.

²Amplitude : variation du produit intérieur brut (PIB) entre le pic et le creux.

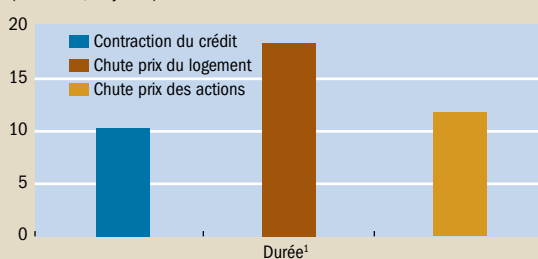
³Perte cumulée : montant total de la perte de PIB entre le pic et le creux.

Graphique 2

Plus longs et plus chers

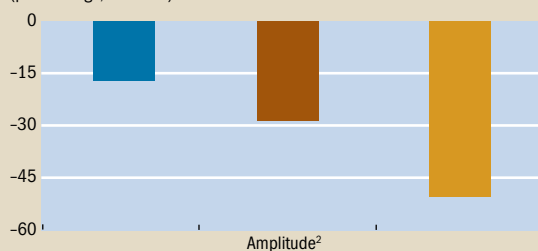
Les épisodes de contraction du crédit et d'effondrement des prix des actifs sont souvent longs...

(trimestres, moyenne)



... et s'accompagnent de fortes baisses du volume de crédit et des prix du logement et des actions.

(pourcentage, médiane)



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

¹Durée : nombre de trimestres entre le pic et le creux délimitant la contraction du crédit ou la chute des prix des actifs (logements et actions).

²Amplitude : variation du volume de crédit ou des prix des actifs entre le pic et le creux d'une contraction du crédit ou d'une chute des prix des actifs, respectivement.

prix du logement et des actions tendent à être simultanées. Les baisses des prix du logement, par exemple, sont très synchrones d'un pays à l'autre, ce qui souligne la contribution des facteurs financiers globaux (covariation des taux d'intérêt nationaux, entre autres) aux fluctuations des prix du logement. Les prix des actions présentent le plus haut degré de synchronisme, sans doute en raison de la forte intégration des marchés boursiers. Mais le nombre de pays où ces marchés sont baissiers est souvent supérieur au nombre de pays en récession. Comme dit l'adage populaire : «Wall Street a prédit neuf des cinq dernières récessions.»

La double peine

Les récessions associées à des phases de contraction et de repli brutal sont-elles effectivement pires que les autres? Pour répondre à cette question, nous avons d'abord utilisé une règle simple de «datation» afin de déterminer si une récession donnée était associée à un resserrement du crédit ou un effondrement des prix des actifs. Quand, en particulier, une récession avait commencé pendant ou après le début d'une contraction ou d'un repli brutal, nous avons considéré que cette récession était associée à ladite phase. Cette règle décrit un synchronisme mais n'implique aucun lien causal.

Le fait est que de multiples récessions ont été associées à des resserrements du crédit (un cas sur six) ou à un effondrement des prix du logement (un cas sur quatre). Un tiers des épisodes récessifs s'est doublé d'un repli brutal des cours boursiers. Il peut également y avoir des décalages considérables entre les perturbations des marchés financiers et l'économie réelle. Une récession peut commencer pas moins de quatre à cinq trimestres après l'amorce d'un resserrement du crédit ou d'un effondrement des prix du logement.

L'une des principales interrogations suscitées par la crise financière actuelle est celle-ci : les récessions associées à des phases de contraction ou de repli brutal sont-elles pires que les autres? Sur ce point, les données internationales sont claires : outre qu'elles sont plus longues, ces récessions se soldent par des pertes de production bien plus importantes. Surtout, si les récessions accompagnées

d'un grave resserrement du crédit ou effondrement des prix du logement ne durent en moyenne que trois mois de plus que les autres, elles débouchent généralement sur des pertes de production deux à trois fois plus importantes (graphique 3).

Pourquoi ces récessions sont-elles plus longues et plus profondes? Les difficultés des marchés financiers dues à la contraction du crédit et aux chutes des actifs peuvent prolonger et aggraver les récessions via divers circuits. Par exemple, un effondrement des prix des actifs peut diminuer la richesse nette des entreprises et des ménages et limiter leur capacité à emprunter, investir et dépenser, entraînant de nouvelles baisses des prix des actifs. Les banques et autres institutions financières peuvent restreindre leur activité de prêt car leur assise financière diminue pendant les phases de resserrement du crédit, ce qui se traduit par des récessions plus longues et plus profondes.

Une étude assez mécanique de l'évolution des principales composantes de la production en période de récession confirme cette conclusion : quand une récession coïncide avec une crise financière, la chute de la consommation et de l'investissement est généralement plus prononcée et conduit à des reculs plus importants de la production et de l'emploi. Par exemple, lors des récessions associées à un effondrement des prix du logement, la consommation a diminué deux fois plus que lors des autres récessions, probablement en raison de la perte substantielle de richesse subie par les ménages. Qui plus est, durant les récessions associées à des phases de contraction ou de repli brutal, le chômage a eu tendance à progresser plus vite.

Bien que les récessions associées à une chute brutale des actions aient été elles aussi plus longues et plus sévères que les autres, les différences n'étaient pas statistiquement significatives. Ceci confirme que les liens sont moins étroits entre les marchés d'actions et l'économie réelle qu'entre cette dernière et le volume du crédit ou les prix du logement.

Leçons à tirer pour la crise actuelle

L'économie mondiale traverse une crise financière d'ampleur historique. Les précédents épisodes de récession, contraction et repli sont édifiants et donnent à penser que les récessions qui suivront la tempête actuelle seront sans doute plus coûteuses, car elles se doubleront de contractions du crédit et de chutes des prix des actifs. En outre, si les effets de la crise sont déjà de plus en plus manifestes dans le monde entier, l'expérience fait penser que sa dimension planétaire s'accroîtra dans les prochains mois. Mais la nature d'une récession dans un pays donné peut être influencée par maints facteurs, notamment la santé financière de ses entreprises, banques et ménages avant la récession et les contre-mesures prises par les autorités. La poursuite de politiques décisives aux niveaux national et international pourrait aider à résoudre les problèmes successifs induits par la crise. ■

Stijn Claessens est Sous-Directeur au Département des études du FMI, et M. Ayan Kose et Marco Terrones sont économistes principaux dans le même département.

Bibliographie :

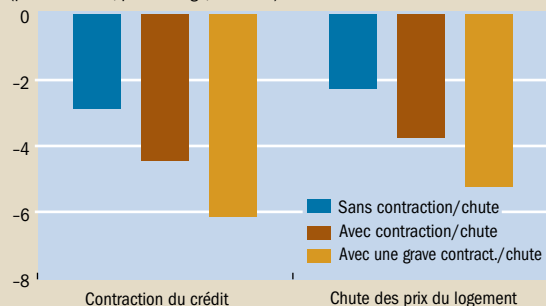
Claessens, Stijn, M. Ayan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" forthcoming IMF Working Paper.

Graphique 3

Incidence des crises du crédit et des prix des actifs

Les récessions coïncidant avec de graves contractions du crédit ou chutes des prix du logement entraînent de plus fortes pertes cumulées de PIB.

(perte cumulée, pourcentage, médiane)



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

Notes : La perte cumulée est le montant total de la perte de PIB entre le pic et le creux d'une récession. Les graves contractions du crédit ou chutes des prix du logement sont celles qui figurent dans la moitié supérieure de tous ces épisodes.

La course-poursuite

Un universitaire et un décideur échangent leurs points de vue sur les sources de la croissance, en période de crise ou de prospérité

LA CRISE financière actuelle a remis la question de la croissance et de sa relance sur le devant de la scène. Pour mieux cerner ce problème, Archana Kumar (*Finances et Développement*) a fait appel à deux experts : Michael Spence, économiste et lauréat du prix Nobel, et Mahmoud Mohieldin, Ministre de l'investissement de la République arabe d'Égypte. Les deux ont participé à la Commission sur la croissance et le développement, groupe de décideurs et d'universitaires qui ont planché pendant deux ans sur les causes, les conséquences et la dynamique interne d'une croissance forte et soutenue. La Commission, qui a conclu ses travaux bien avant que la crise financière ne s'aggrave, en a récemment publié les résultats dans un rapport intitulé «Rapport sur la croissance : stratégies à l'appui d'une croissance durable et d'un développement solidaire».

F&D : Quelles mesures les pays avancés doivent-ils impérativement adopter pour amortir l'effet de la crise financière sur l'économie?

M. SPENCE : Deux scénarios sont à envisager dans les économies développées. D'abord, si nous ne remédions pas au resserrement du crédit, il aura des conséquences extraordinaires et généralisées sur l'économie en dehors du secteur financier bien pires que ce que l'on a pu voir dans l'après-guerre. Il est probable qu'une intervention ciblée, coordonnée au plan mondial, permette d'éviter ce scénario. Elle ne stabilisera pas immédiatement les marchés boursiers, qui fonctionnent selon une dynamique totalement différente associée à la peur, mais elle n'en est pas moins cruciale, et doit mobiliser les efforts des pouvoirs publics. Elle est donc prioritaire à mes yeux.

Il est un peu plus difficile d'amener les responsables à s'intéresser au second scénario. Or, la croissance ayant déjà considérablement ralenti, nous avons besoin de mesures de relance budgétaire bien conçues, qui s'inscrivent dans la durée, et de mesures de rééquilibrage budgétaire à long terme afin de prévenir d'autres perturbations des marchés financiers. Larry Summers, entre autres, a longuement évoqué cette question.

Voilà donc les deux pistes que je privilégierais : traiter les effets réels de la crise financière et, dans la mesure du possible, recapitaliser le système financier; se focaliser ensuite sur les finances publiques. Il va de soi que la recapitalisation du système financier ne peut être assez rapide pour résoudre le problème de blocage du crédit; divers types d'interventions directes s'imposent donc : garanties pour les opérations compensées

par le système interbancaire, achat par la Réserve fédérale de billets de trésorerie et de bons municipaux, etc.

M. MOHIELDIN : Il faut rétablir la confiance : c'est la première des priorités. Le problème de la confiance et de la crédibilité dans le système financier est aujourd'hui crucial. Tout ce que nous pouvons faire pour rétablir la confiance sera

bénéfique, tant pour les pays développés que pour les pays en développement.

Comme l'a dit M. Spence, nous devons rapidement mettre en œuvre des mesures de soutien jusqu'à ce que nous parvenions à réorganiser les institutions financières. Pour financer les projets essentiels au développement, au commerce et à l'investissement, les pays doivent disposer de ressources suffisantes. En plus du financement et de la confiance, il faudrait mettre sur pied un mécanisme de soutien dans les plus brefs délais afin de rétablir le fonctionnement normal du système financier.

«Nous avons besoin de mesures de relance budgétaire bien conçues et de mesures de rééquilibrage budgétaire à long terme.»

Michael Spence

F&D : Qu'en est-il des marchés émergents? Quelles mesures décisives peuvent-ils prendre aujourd'hui pour protéger leurs taux de croissance?

M. MOHIELDIN : On ne peut mettre tous les pays en développement et les marchés émergents dans le même panier, surtout actuellement, car leur vulnérabilité aux crises varie. Certaines mesures seront donc plus adaptées à certains pays qu'à d'autres. Prenez la hausse des prix des matières premières. Certains pays en ont profité, d'autres en ont souffert.

Cela dit, personne ne bénéficie de la crise financière. Ce n'est pas un jeu à somme nulle. Les petites économies ouvertes,

comme l'Égypte, ont l'impression de naviguer sur une mer déchaînée. Nous devons adopter des mesures préventives et de sauvegarde pour préserver la sécurité du navire, et continuer à gérer rationnellement nos affaires.

En outre, il est essentiel d'investir pour assurer et maintenir la croissance. Par exemple, l'Égypte et bien d'autres pays africains pourraient s'appuyer sur les investissements privés, surtout dans des secteurs productifs comme l'infrastructure. Il faut du temps pour que ces projets utiles donnent des résultats, mais ce sont les fondements d'une prospérité future.

Un autre point mérite réflexion : le mode d'évaluation des résultats économiques, et notamment de la croissance. Nous utilisons actuellement des « indicateurs différés », ce qui revient plus ou moins à conduire une voiture à l'aveuglette. Pour bien évaluer l'incidence de la crise financière sur les résultats des pays en développement, nous avons besoin d'indicateurs avancés et précis qui signalent les difficultés, ce qui n'est pas toujours possible, car de nombreux pays en développement n'ont pas de systèmes financiers modernes, ni même de marchés boursiers opérants.

Ainsi donc, les effets actuels et futurs de la crise dans les pays en développement n'apparaissent pas clairement, et je crains que ces pays ne soient durement touchés. En l'absence d'amortisseur ou de protection financière, la croissance, le chômage, le bien-être de la population et, malheureusement, la pauvreté en subiraient directement les conséquences.

M. SPENCE : Je rejoins M. Mohieldin — il faut avant tout stabiliser le navire et l'empêcher de sombrer. Pour les pays qui en ont les moyens, l'investissement intérieur, notamment dans le secteur public et l'emploi, est primordial à un moment où l'économie mondiale a créé une sorte de vide. S'agissant des pays pauvres importateurs de produits de base à hauteur de 10 % du PIB et dont les ménages consacrent une grande partie de leur budget à la nourriture, la solution réside dans une aide concertée de la communauté mondiale.

F&D : D'après le *Rapport sur la croissance*, « une croissance élevée et durable est une croissance de rattrapage et l'économie mondiale en est la source essentielle ». Que voulez-vous dire ?

M. SPENCE : Nous l'avons appelé croissance de rattrapage en raison du rôle de l'économie mondiale dans la croissance — rôle que nous avons jugé essentiel après avoir étudié la dynamique des cas de forte croissance. La théorie des échanges et la théorie moderne de la croissance indiquent clairement que les marchés mondiaux sont vastes, et qu'un pays peut enregistrer une croissance rapide sans augmenter sensiblement sa part de marché si les termes de l'échange lui sont favorables. Mais Paul Romer et d'autres figures de proue de la théorie de la croissance insistent sur un autre point : la croissance de rattrapage est en réalité une question d'apprentissage, de transfert de connaissances. Il

s'agit d'intensifier la production dans les domaines où l'économie (secteurs public et privé) a acquis une expertise. Voilà ce qu'on entend par croissance de rattrapage. C'est l'élément primordial qui permet à certains pays d'afficher une croissance de 7 à 10 %. Rien d'autre ne peut le faire. C'est impossible isolément; et c'est impossible pour un pays avancé. Il n'existe pas de contre-exemple parce qu'un pays avancé devra inventer toute la technologie nécessaire à la production, alors que les pays en développement peuvent, pendant un certain temps au moins, l'importer. Il faut l'importer et l'adapter, ce qui requiert une somme considérable d'ingéniosité, d'innovation et d'adaptation.



M. Mohieldin : Il est essentiel d'investir pour assurer la croissance.

M. MOHIELDIN : Les 13 pays ayant enregistré une croissance élevée et durable [cités dans le Rapport] depuis la Seconde Guerre mondiale ont très bien su exploiter leur intégration à l'économie mondiale pour acquérir le savoir nécessaire, soit directement, en envoyant leurs citoyens étudier à l'étranger ou en leur faisant suivre des programmes de formation, soit par le biais de l'investissement direct étranger.

Je suis d'une génération qui a appris que les trois piliers de l'activité économique sont la terre, le travail et le capital, et que lorsque ces trois éléments sont associés à un entrepreneur, le miracle de l'activité économique s'accomplit. Aujourd'hui, ces piliers ont cédé la place à d'autres. Dans

«La mondialisation conservera sa pertinence, même si je l'affirme à un moment où l'on pourrait s'interroger sur ses avantages.»

Mahmoud Mohieldin

une étude intéressante sur la croissance endogène, P. Romer définit les trois nouveaux aspects du développement : d'abord, l'apprentissage, l'innovation et le transfert d'idées. Ensuite, le travail a été remplacé par « les gens », pas seulement ceux qui travaillent mais ceux qui *pourraient* également travailler et ceux qui sont en contact avec eux. Enfin, il y a « d'autres éléments », par exemple le capital, des moyens supplémentaires, etc. Les trois piliers actuels sont donc les idées, les gens et les autres éléments.

La réussite de Singapour, de la Malaisie, de la Corée, de la Chine et, plus récemment, de l'Inde et du Vietnam, repose sur ces nouveaux piliers et non sur les piliers classiques. L'intégration accrue avec le reste du monde pourrait être encore plus bénéfique aux pays. Ainsi, la mondialisation conservera sa pertinence, même si je l'affirme à un moment où l'on pourrait s'interroger sur ses avantages.

F&D : Mais l'économie mondiale est dans une très mauvaise passe. Continuez-vous de penser qu'il est indispensable de s'y intégrer pour réaliser une croissance élevée?

M. MOHIELDIN : Comme je viens de le dire, même à un moment où les marchés mondiaux sont en déroute et où le cycle de Doha enregistre échec sur échec, je demeure convaincu des bienfaits de l'économie mondiale pour les petites économies ouvertes telles que l'Égypte et d'autres pays de la région. L'économie mondiale a aussi été bénéfique à de plus grands pays comme la Chine et l'Inde. Je reste persuadé qu'il faut doper la demande par les exportations, renforcer la capacité de financer la croissance par les investissements étrangers et enrichir nos connaissances en apprenant ce que font les autres. Rien de tout cela n'est possible sans mondialisation.

M. SPENCE : Je n'ai qu'une chose à ajouter. Les régions prospères ou en plein essor comptent environ 4 milliards d'habitants — chiffre en hausse — pour lesquels tous les espoirs sont actuellement permis. Espoir est le mot juste. Si nous laissons l'économie mondiale se refermer et anéantir les perspectives de tous ces gens — dans les économies prospères et celles qui sont probablement en train de les rejoindre, c'est-à-dire une bonne partie du reste de la population mondiale — a) nous serons profondément injustes de supprimer l'un des principaux fondements de cette croissance et de cette prospérité, et b) cela influera sur la façon dont les gens envisagent leurs relations réciproques dans le monde. Il importe donc de consentir de gros efforts pour préserver une économie mondiale ouverte.

F&D : Avez-vous défini un «modèle» de croissance dans la période qui a suivi la Seconde Guerre mondiale? Si vous aviez rédigé le Rapport sur la croissance en 2008, auriez-vous proposé des mesures différentes pour doper la croissance?

M. SPENCE : Ce n'est peut-être pas le seul modèle, mais c'est le seul que nous ayons pu trouver. En un sens, il s'agit d'un schéma empirique; d'autres pourront en inventer des différents pour des circonstances particulières. Dubaï, par exemple, pourrait passer d'une économie fondée sur les ressources naturelles à une économie de services d'envergure mondiale, et l'Inde a suivi un chemin atypique en développant l'industrie des services [qui requiert un très haut niveau d'éducation]. Cela dit, c'est en quelque sorte le seul modèle que nous connaissions. S'il avait fallu écrire ce rapport à la fin de 2008, nous aurions davantage insisté sur les problèmes de volatilité et d'assurance, car lorsqu'ils ne sont plus maîtrisés, ils provoquent des crises. Nous savons aussi déjà que ces crises minent le développement et la croissance et ne sont pas propices aux politiques de croissance.

M. MOHIELDIN : Le rapport est particulièrement utile aux pouvoirs publics parce qu'il établit une liste des choses à ne pas faire. Il est particulièrement adapté aux pays qui ne sont pas géographiquement proches des 13 pays à forte croissance cités dans le

rapport, dont la plupart se trouvent en Asie. Le plus proche de nous est Oman, un cas très particulier du fait de sa population relativement réduite. Il ne s'agit pas de minimiser sa réussite, qui est remarquable, surtout en ce qui concerne l'investissement dans le capital humain et les participations. Mais les pays d'Asie de l'Est comme Singapour, la Chine, la Malaisie, la Corée et le Japon bénéficient de leurs échanges d'expériences, échanges que facilite leur proximité géographique et culturelle.

F&D : Quelle est la mesure essentielle pour assurer une croissance élevée et durable — nonobstant les «situations nationales particulières» que vous avez mentionnées?



M. Spence : La course-poursuite de la croissance est une question d'apprentissage.

M. MOHIELDIN : L'investissement dans le capital humain. L'investissement dans l'éducation, la santé et la fourniture de biens publics, est un élément clé, mais négligé — parce que ses retombées ne seront pas visibles aujourd'hui ou demain. Il faut attendre une génération ou plus pour récolter les fruits d'investissements avisés dans le capital humain ou dans l'infrastructure au sens large, et favoriser ainsi la valorisation du capital humain.

M. SPENCE : Je suis très tenté de me rallier à cette idée : des investissements massifs et à long terme sont essentiels pour les gé-

érations futures et semblent mériter de figurer en tête de liste, mais je privilégie l'ouverture de l'économie mondiale. C'est à mon avis l'autre élément crucial.

F&D : Quel est l'aspect de la croissance que nous comprenons le moins?

M. SPENCE : Il est très difficile de répondre à cette question, car cela dépend un peu de celui à qui l'on parle ou de ce dont on parle. Mais je soulignerais le rôle décisif de la volonté politique, la recherche du consensus, le renforcement de la communication, la transmission à la population d'une vision d'avenir qui l'engage à participer avec enthousiasme à un processus de longue haleine exigeant des sacrifices à court terme. Sans cela, les chances de réaliser une forte croissance sont très faibles, et je crois que bien des gens n'en sont pas tout à fait conscients. C'était assurément mon cas au départ.

M. MOHIELDIN : Cela dépend du public, mais en général, l'idée selon laquelle la croissance est un indicateur de nombreux autres éléments, l'expression de tout ce que la société a pu réaliser pour aboutir à quelque chose, n'est pas très bien comprise. La croissance exprime l'aspiration des peuples sur les plans économique et social — et elle a l'avantage d'être mesurable. Elle est la synthèse des progrès d'une nation. ■

Archana Kumar est Rédactrice principale de Finances et Développement. Cet article est une version révisée de l'entretien. On trouvera une présentation complète des travaux et des idées de la Commission sur la croissance et le développement sur le site : www.growthcommission.org.

Les conditions d'une

DEPUIS 1950, 13 économies ont enregistré une croissance de 7 % ou plus sur une période d'au moins 25 ans. Comment? Et surtout : d'autres économies peuvent-elles faire de même? C'est à ce genre de question que tente de répondre, depuis plus de deux ans, la Commission pour la croissance et le développement, composée de décideurs politiques et économiques, d'universitaires et de deux lauréats du prix Nobel.

Diversifié et engagé

Une croissance rapide et durable ne tient pas du miracle — elle est à la portée des pays en développement, à condition que leurs dirigeants fassent preuve d'engagement et soient prêts à saisir les possibilités offertes par l'économie mondiale. Parmi les 13 réussites citées par la Commission (tableau), figure l'exemple bien connu de l'Asie et beaucoup d'autres variant par leur taille, richesse en ressources et régime politique.

Puisqu'il est plus facile pour une économie d'imiter que d'inventer, les pays en développement pourront rattraper les pays industrialisés grâce à une croissance bien plus forte que ceux-ci n'ont connu durant leur propre développement. Cela étant, il faudra attendre au moins deux générations pour combler l'écart.

Afin de réussir, un pays doit s'intégrer à l'économie mondiale pour importer connaissances et technologies, accéder aux marchés et créer un secteur d'exportation dynamique, élément crucial en phase initiale de la croissance.

La croissance forte et durable des économies en développement est un phénomène d'après-guerre.

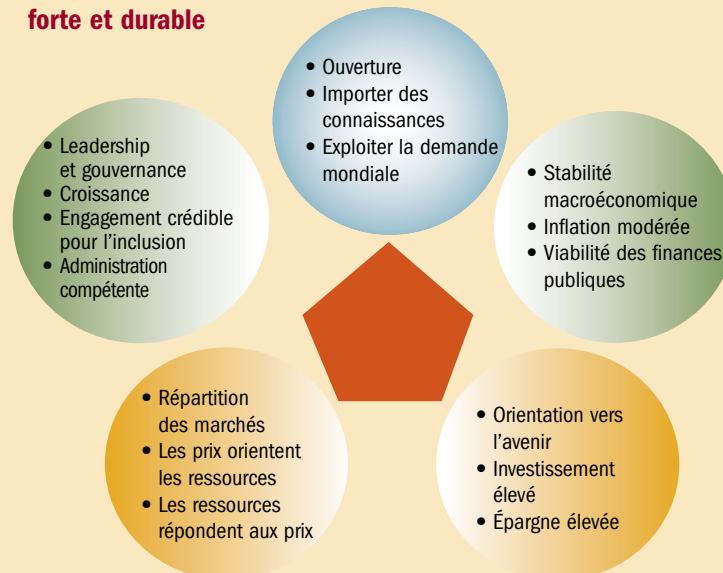
Économie	Période de forte croissance	Revenu par habitant	
		En phase initiale	2005 ¹
Botswana	1960-2005	210	3.800
Brésil	1950-80	960	4.000
Chine	1961-2005	105	1.400
Corée	1960-2001	1.100	13.200
Hong Kong (RAS)	1960-97	3.100	29.900
Indonésie	1966-97	200	900
Japon	1950-83	3.500	39.600
Malaisie	1967-97	790	4.400
Malte	1963-94	1.100	9.600
Oman	1960-99	950	9.000
Singapour	1967-2002	2.200	25.400
Taiwan, prov. chinoise de Chine	1965-2002	1.500	16.400
Thaïlande	1960-97	330	2.400

Source : Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde 2007*.

Note : Le seuil de 7 % a été choisi car, à partir de là, le revenu et la richesse grimpent à 7 %, le revenu double chaque décennie.

¹En dollars constants de l'an 2000.

Les cinq caractéristiques principales d'une croissance forte et durable



En plus de l'intégration à l'économie mondiale, les pays à forte croissance partagent d'autres caractéristiques importantes. La stabilité macroéconomique, marquée par une inflation relativement faible et un endettement raisonnable, les a aidés à affronter les chocs économiques et l'incertitude en matière d'investissement. Aussi, leurs politiques économiques et choix collectifs étaient axés sur l'avenir, assurant ainsi des taux d'investissement et d'épargne élevés.

Pour affecter les ressources, ces 13 pays ont aussi misé sur les marchés et notamment sur la mobilité de la main-d'œuvre. Enfin, des dirigeants dynamiques (individus, partis ou systèmes politiques) ont mobilisé la population autour des objectifs de croissance et de développement en offrant à tous les mêmes possibilités.

croissance forte et durable

Comment ont-ils procédé?

Six économies (RAS de Hong Kong, Japon, Corée, Malte, Singapour et Taiwan) ont poursuivi leur croissance et atteint un niveau élevé de revenus. Mais plusieurs ont perdu leur élan avant de rattraper les pays industrialisés. Le Brésil en est l'exemple le plus frappant (encadré suivant).

Il n'est ni aisé ni courant qu'un pays à revenu intermédiaire passe à un revenu élevé. La première priorité des autorités est d'anticiper cette transition et les exigences qu'elle leur imposera.

Ainsi, la Corée a révisé ses politiques et stratégies d'investissement public dans les années 80 et 90 pour faciliter son passage d'une économie manufacturière à forte intensité de main-d'œuvre à une économie fondée davantage sur le capital et la connaissance.

La seconde priorité est que les pays abandonnent leurs anciennes politiques, même celles couronnées de succès. Par exemple, Singapour a réagi à l'évolution des conditions économiques locales et internationales en permettant à l'industrie manufacturière à forte intensité de main-d'œuvre de migrer là où celle-ci coûtait moins cher, gérant même des zones économiques spéciales en Chine et en Inde.

Ralentissement au Brésil

Victime d'inflation et de surendettement après le choc pétrolier de 1973, le Brésil, l'un des premiers pays à réaliser une croissance forte et durable, a connu une baisse de régime dès 1980.

En 1974, au lieu de chercher à augmenter ses exportations, il s'est replié sur lui-même en protégeant davantage l'industrie manufacturière légère, l'industrie lourde et la production de biens d'équipement.

Le taux de change du Brésil s'est apprécié de façon spectaculaire et ses exportateurs ont perdu le terrain qu'ils avaient gagné au cours des décennies passées. Lorsque les taux d'intérêt ont culminé en 1979, le pays a été plongé dans une crise de la dette dont il n'est sorti qu'au bout d'une décennie.

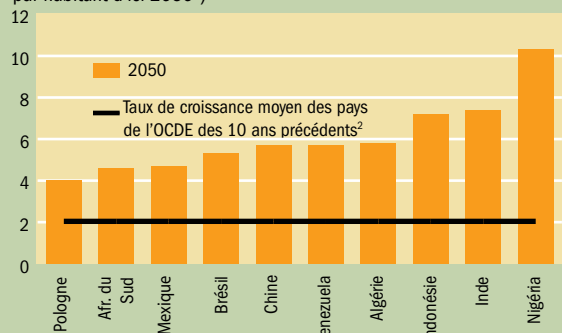
De nouveaux défis mondiaux

Les pays adoptant aujourd'hui une stratégie de forte croissance doivent faire face à de nouvelles tendances mondiales : réchauffement climatique; chute des prix relatifs des produits manufacturés et montée des prix relatifs des produits de base, y compris l'énergie; malaise grandissant à l'égard de la mondialisation dans les pays avancés et en développement; vieillissement de la population mondiale, alors même que des pays plus pauvres peinent à gérer le gonflement de la population jeune; décalage croissant entre les problèmes mondiaux (économie, santé, changement climatique, etc.) et une riposte internationale mal coordonnée.

Quoiqu'il en soit, la solidité de l'économie mondiale reste essentielle à une croissance rapide dans les pays en développement.

Les pays en développement ont besoin d'une croissance rapide pour rattraper les pays de l'OCDE.

(Croissance nécessaire pour atteindre le niveau OCDE du PIB par habitant d'ici 2050¹)



Source : Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde 2007*.

¹Le revenu par habitant dans les pays de l'OCDE était de 30.897 dollars EU en 2006.

En supposant qu'il continue à augmenter selon sa tendance historique de 2,04 % par an, il atteindrait 75.130 dollars EU dans 50 ans.

² OCDE = Organisation de coopération et de développement économiques.

Préparé par Natalie Ramirez-Djumena et Jair Rodriguez. Inspiré du Rapport sur la croissance : stratégie pour une croissance durable et un développement solidaire publié par la Banque mondiale en 2008, pour le compte de la Commission sur la croissance et le développement. Le rapport est disponible sur Internet : www.growthcommission.org.



Un commerçant dispose ses étiquettes sur un étal de légumes secs à Delhi.

La tourmente financière mondiale atteint l'Asie

Kenneth Kang et Jacques Miniane

Comment l'Asie fera-t-elle face à la propagation de la crise financière?

LA CRISE financière actuelle est la pire qui ait secoué la planète depuis la Crise des années 30. Grâce à ses réserves officielles substantielles, à l'amélioration du cadre d'action des pouvoirs publics et à la robustesse générale des bilans des entreprises et des banques, l'Asie a d'abord paru mieux placée que d'autres régions pour résister à la tourmente.

Or, après l'effondrement de Lehman Brothers à la mi-septembre et l'aversion au risque croissante qui a suivi, la crise s'est étendue à l'Asie et a ébranlé bon nombre de ses marchés. Tout espoir de voir la région y échapper s'est maintenant évanoui. Avec le repli prononcé de la croissance mondiale prévu l'an prochain et la poursuite du désendettement, l'Asie va probablement traverser une période difficile.

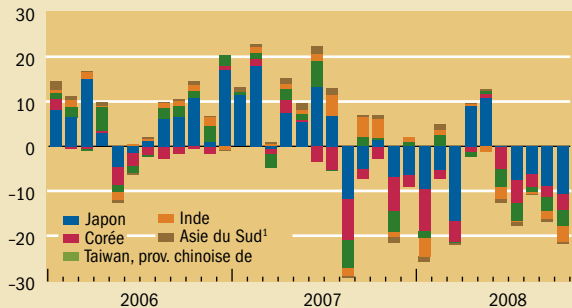
La façon dont elle supportera ce ralentissement et l'extension de la crise financière sera déterminante pour la région, mais aussi pour l'ensemble de la planète.

Graphique 1

Fuite des capitaux étrangers

Depuis le début de la crise mondiale du crédit, l'aversion au risque pousse les investisseurs à se retirer des marchés d'actions asiatiques.

(flux nets de capitaux, en milliards de dollars)



Source : Bloomberg LP.

¹Indonésie, Philippines, Thaïlande et Vietnam.



Les systèmes financiers asiatiques

Au début, c'est grâce à certaines de leurs spécificités que les systèmes financiers asiatiques ont évité le pire. Généralement dominés par les banques, ils ne se sont pas livrés à des activités hors-bilan et n'ont pas investi dans les actifs titrisés illiquides qui sont au cœur de la crise actuelle dans les pays avancés. Les institutions financières asiatiques sont dans l'ensemble peu exposées aux prêts hypothécaires à risque américains et aux produits de crédit structurés étrangers, ce qui tient en partie à une gestion plus prudente des risques et au renforcement du cadre réglementaire après la crise bancaire japonaise de la fin des années 90 et la crise financière des pays asiatiques émergents en 1997. En outre, les produits dérivés et structurés régionaux sont pour l'essentiel assez peu développés.

Or, étant donné la forte intégration commerciale et financière de l'Asie avec le reste du monde, l'intensification de la crise et la perspective croissante d'un ralentissement majeur de l'économie

mondiale ont entamé la confiance des investisseurs à son égard. Des sorties nettes massives de capitaux ont fait plonger les cours boursiers (graphique 1). Les fonds spéculatifs («hedge funds») spécialisés sur l'Asie ont enregistré certains des pires résultats mondiaux, leurs rendements étant invariablement inférieurs à ceux des autres fonds opérant sur les marchés émergents.

Les sorties de capitaux ont aussi sensiblement affaibli certaines monnaies, notamment en Corée, en Inde, en Nouvelle-Zélande et au Vietnam. Plusieurs pays sont intervenus pour soutenir leurs devises, situation radicalement opposée à celle de ces dernières années, où la plupart des pays asiatiques s'inquiétaient de l'appréciation rapide de leur monnaie.

Face à l'aversion au risque grandissante dans le monde, les États, les entreprises et les institutions financières asiatiques ont de plus en plus de mal à accéder aux marchés financiers mondiaux (graphique 2). Le coût des emprunts a davantage augmenté pour

les pays dont les systèmes bancaires reposent sur les financements de marché plutôt que les dépôts des particuliers (Australie, Corée, Inde, Nouvelle-Zélande), en partie parce qu'ils risquent d'avoir des difficultés à refinancer leur dette. Ce durcissement des conditions de crédit a entraîné un affaissement brutal des financements extérieurs privés.

Les marchés interbancaires et monétaires nationaux ont aussi été secoués par les turbulences mondiales. Sur les places financières (RAS de Hong Kong, Singapour et Tokyo), les écarts entre les taux interbancaires et les taux d'obligations publiques comparables (l'écart TED) ont augmenté, signe d'inquiétude quant au risque de contrepartie avec les banques étrangères et de fuite vers la qualité. Les marges des swaps sur défaut de crédit pour l'Asie (le coût de l'assurance contre le défaut de paiement sur les obligations de sociétés) se sont sensiblement accrues (graphique 3). Le marché au comptant des produits structurés nationaux est en pratique fermé, les investisseurs continuant de se détourner des instruments titrisés. Fait extrêmement inquiétant pour une région fortement tributaire du commerce extérieur, tout porte à croire que le financement des échanges soit en train de se tarir. Enfin, la pénurie mondiale de liquidités en dollars a des effets négatifs sur les marchés locaux des devises, comme ceux des swaps et des accords de prises en pension, qui entraînent des dysfonctionnements du marché et une hausse du coût du financement intérieur.

Un éventail de mesures correctives

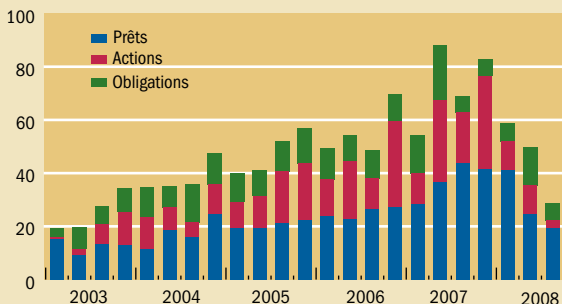
Les responsables publics ont pris diverses mesures pour stabiliser la situation financière. Ainsi, outre une injection exceptionnelle de liquidités à court terme, l'Autorité monétaire de Hong Kong a pris des dispositions pour élargir la gamme des garanties qu'elle acceptera et augmenter l'attrait et la durée de son soutien financier. En Inde, la Banque de réserve a considérablement réduit le ratio de réserves obligatoires qu'elle impose aux banques pour atténuer les pressions sur le marché interbancaire. Les banques centrales

Graphique 2

Ostracisme

Les emprunteurs asiatiques – publics et privés – ont de plus en plus de mal à accéder aux marchés financiers mondiaux.

(milliards de dollars)



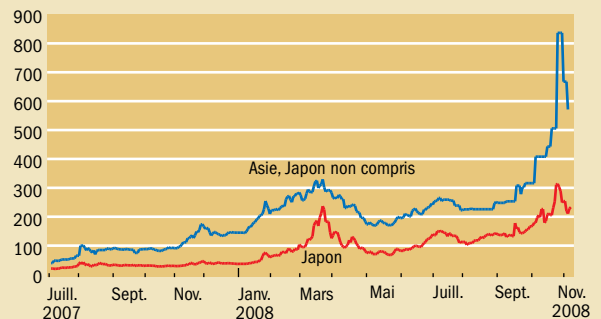
Source : base de données du FMI sur les obligations, les actions et les prêts (Dealogic).

Graphique 3

Le risque de crédit s'accroît

Les marges sur les swaps sur risque de défaut pour l'Asie, qui sont en fait le coût de l'assurance contre les risques de défaut, ont nettement augmenté depuis le milieu de 2008.

(points de base)



Sources : Bloomberg; calculs des services du FMI.

Notes : Mesurés par les indices iTraxx. Les marges sont les montants annuels qu'une entité doit payer pour se protéger, exprimées en pourcentage de la valeur de la dette à protéger. Un point de base est égal à 1/100^e de point de pourcentage.

australienne, coréenne et indienne ont également puisé dans leurs réserves officielles pour apporter des liquidités en dollars EU aux marchés locaux aux fins d'échanges de devises (instruments auxquels les institutions font appel pour s'assurer contre les risques de change quand elles utilisent des fonds dans une monnaie pour satisfaire aux demandes dans une autre monnaie). Plusieurs banques centrales de la région ont été soutenues dans leurs efforts par un accord de swap avec la Réserve fédérale américaine. Par ailleurs, de nombreux pays ont annoncé des garanties de dépôts et/ou des garanties sur la dette extérieure des banques.

Ce qui attend l'Asie

Avec l'aggravation de la situation financière mondiale, l'aptitude des secteurs bancaires nationaux à fournir rapidement des crédits suffisants alors que la croissance faiblit et que les risques de marché s'intensifient sera déterminante. À ce stade, malgré les perturbations financières, les crédits bancaires classiques ont fait preuve d'une assez bonne résistance. La croissance du crédit privé a ralenti dans la région, mais demeure soutenue, sauf au Vietnam, où elle a décéléré suite au durcissement de la politique de crédit. Bien que les banques asiatiques soient relativement bien capitalisées, le repli économique va probablement relever le coût du crédit et pourrait en freiner la croissance. Les taux de défaillance des entreprises ont augmenté dans les pays où la demande intérieure a faibli, ce qui laisse entrevoir une hausse des créances irrécouvrables. Le refroidissement du marché immobilier dans certains pays pourrait aussi altérer la qualité des actifs bancaires. Si on ne prévoit pas de dégradation majeure de la conjoncture bancaire régionale pour l'instant, cette possibilité ne peut être écartée à ce stade. Le risque existe notamment que la décélération mondiale soit plus profonde et plus longue que prévu, et qu'elle provoque de nombreux dépôts de bilan en Asie.

Se préparer au pire

Que peuvent faire les autorités de contrôle et de réglementation pour limiter les retombées du ralentissement de l'activité et de la crise du crédit? Dans le cas de l'Asie, une action sur plusieurs fronts pourrait être envisagée :

- **Gérer les engagements envers les grandes institutions endettées.** La défaillance de plusieurs grandes banques en difficulté dans les pays avancés a suscité des craintes quant aux engagements envers d'autres intervenants très endettés, y compris en Asie. Le fait d'annoncer sans attendre le montant des engagements peut calmer les marchés et permettre aux investisseurs de différencier les institutions et les pays. (L'Agence japonaise des services financiers publie par exemple le montant des avoirs en prêts hypothécaires à risque et en autres produits structurés des institutions de dépôts.) D'autres défaillances étant à prévoir, les responsables publics devraient revoir les dispositifs d'intervention, afin de pouvoir remédier le cas échéant aux retombées sur le marché interbancaire et de s'assurer qu'un système adéquat d'assurance (ou de garantie) des dépôts soit en place de même que des programmes de recapitalisation publique. Le resserrement de la collaboration internationale entre autorités de contrôle permettrait en outre de mieux suivre les difficultés financières à l'étranger et, en cas d'interdépendance des systèmes financiers, ouvrirait la voie à l'application de mesures coordonnées plus efficaces.

- **Améliorer la gestion des risques de liquidité.** Les autorités de contrôle doivent veiller à ce que les banques respectent les

normes réglementaires de gestion des risques de liquidité — en évitant, par exemple, les échéances asymétriques. Elles doivent aussi s'assurer que les banques procèdent à des tests de résistance et disposent de plans d'urgence prévoyant des événements extrêmes tels que l'arrêt des financements étrangers. Les banques centrales doivent aussi envisager de réexaminer l'éventail des instruments de liquidité disponibles, y compris en devises, et d'élargir l'injection de liquidités à d'autres institutions et contre des garanties plus variées.

- **Protéger l'accès aux financements internationaux, financement du commerce compris.** Les banques nationales sont lourdement tributaires des filiales des banques étrangères pour les liquidités en dollars, ainsi que des marchés d'échange de devises, lesquels, pendant les périodes de forte aversion au

«L'aptitude des secteurs bancaires nationaux à fournir rapidement des crédits suffisants alors que la croissance faiblit sera déterminante.»

risque, ont connu des difficultés qui se sont ensuite répercutées sur d'autres marchés de financement locaux. Pour assurer la fluidité des financements internationaux, les autorités de réglementation doivent examiner les risques de contrepartie sur ces marchés et veiller à ce que les banques locales aient d'autres solutions pour le cas où elles n'auraient temporairement plus accès à ces marchés. Il conviendrait aussi d'envisager alors une extension des garanties au financement du commerce.

- **Renforcement de la gestion des risques.** Le ralentissement de l'activité entraînera sans doute une augmentation des taux de défaillance des entreprises et des créances improductives. Les banques régionales qui ont des engagements dans des secteurs particulièrement vulnérables à une contraction nationale, comme l'immobilier et les PME, pourraient être les plus exposées. Les autorités de contrôle devront veiller à ce qu'elles classent correctement les crédits et prévoient des provisions suffisantes pour les prêts à problèmes.

- **Se tenir prêt à recapitaliser les systèmes bancaires le cas échéant.** À ce stade, on ne peut écarter la possibilité qu'un nombre plus élevé que prévu de défaillances d'entreprises n'entraîne des faillites bancaires. Les autorités doivent donc prévoir des plans d'urgence pour le cas où des fonds publics seraient nécessaires afin de consolider les fonds propres des institutions financières.

- **Procéder à des réformes financières à plus long terme.** Bien que la crise n'ait pas encore produit tous ses effets et qu'elle apporte tous les jours de nouveaux enseignements, les responsables publics peuvent en profiter pour engager des réformes à plus long terme en vue de consolider les systèmes financiers : améliorer le contrôle des risques, traiter les risques liés à la procyclicité de l'endettement, développer les marchés obligataires locaux, et renforcer la surveillance des institutions d'importance systémique, y compris celles qui sont en dehors du système bancaire. ■

Kenneth Kang est Chef de division adjoint et Jacques Miniane économiste au Département Asie et Pacifique du FMI.



Entrepôt de blé près d'Al Qamishli, en Syrie.

Assurer la sécurité alimentaire

Maros Ivanic et Will Martin

A PRÈS une hausse vertigineuse à la fin de 2007 et au début de 2008, les prix des principaux produits agricoles restent nettement supérieurs à leur niveau moyen des dernières décennies, malgré les baisses récentes. Pour de nombreux experts, des facteurs comme la nouvelle demande de produits alimentaires axée sur la production de biocarburants maintiendront les prix élevés. Ce serait une mauvaise nouvelle pour les pauvres et quasi pauvres, qui consacrent une grande part de leurs revenus à l'alimentation de base. Selon nos estimations, les hausses de prix enregistrées de 2005 au premier trimestre de 2008 ont accru de plus de 100 millions le nombre de pauvres, tout en améliorant la situation des vendeurs nets de denrées alimentaires (Ivanic and Martin, 2008).

D'après certains spécialistes et décideurs, la cherté de la nourriture et les pénuries dans certains pays pauvres résultent, au

moins partiellement, de la libéralisation des échanges agricoles mondiaux, qui a encouragé le remplacement de la production nationale d'aliments de base par des cultures d'exportation à plus haute valeur ajoutée. Pour renforcer la sécurité alimentaire en s'assurant que la population soit nourrie, les autorités devraient-elles adopter des mesures commerciales et autres pour stimuler la production intérieure et accroître l'autosuffisance?

Selon le lauréat du prix Nobel Amartya Sen, sécurité alimentaire n'est pas synonyme d'autosuffisance. Elle ne dépend pas du lieu de production des aliments, mais de leur accessibilité (Sen, 1981). L'analyse des grandes famines du XX^e siècle montre que l'insécurité alimentaire peut sévir malgré l'abondance de nourriture dans un pays. De plus, les autorités peuvent améliorer la sécurité en permettant des importations alimentaires pour éviter la hausse des prix.

Il faudrait compléter la politique commerciale par d'autres mesures pour rendre la nourriture accessible à tous

La politique commerciale, nationale et mondiale, influe sur la sécurité alimentaire, mais n'est que l'un des moyens de déterminer l'accès des pauvres à l'alimentation. Au moment où le monde tente de relancer les négociations pour réduire les obstacles aux échanges, nous examinons la sécurité alimentaire à court et à moyen terme dans les pays en développement ainsi que ses liens avec la politique commerciale.

Sécurité alimentaire à court terme

L'inaccessibilité, même temporaire, de l'alimentation constitue une grave menace pour les pauvres, qui ne peuvent guère réduire leurs autres dépenses quand l'alimentation s'enchérit, et qui n'ont souvent ni épargne, ni possibilité de s'endetter pour traverser une crise. À court terme, les gouvernements ont le choix entre trois options principales : établir un dispositif de protection sociale, intervenir pour réduire les prix alimentaires et assurer l'approvisionnement en stockant.

«L'amélioration durable de la sécurité alimentaire dépend largement de la progression soutenue du revenu réel des pauvres.»

Les mesures sociales — aide alimentaire d'urgence ou transferts aux pauvres — peuvent en principe cibler les plus nécessiteux. Elles ont donc moins d'effets secondaires que les mesures visant à baisser les prix pour tous et elles peuvent être efficaces, que les difficultés proviennent ou non des prix alimentaires. En revanche, les mesures de réduction de ces prix sont souvent inefficaces face à de nombreux problèmes de sécurité alimentaire, notamment ceux qui résultent du recul de la production agricole en cas de sécheresse.

Les actions visant à diminuer les prix alimentaires internes, comme les taxes à l'exportation ou la baisse des droits à l'importation, sont faciles à appliquer. Suite à l'envolée mondiale des prix des aliments de base, fin 2007 et début 2008 (graphique 1), quelque 45 % des pays en développement ont réduit les droits de douane et/ou les taxes à la consommation, tandis que près de 30 % ont imposé des restrictions, notamment fiscales, sur les exportations alimentaires (Wodon and Zaman, 2008). Mais ces actions peuvent avoir des effets inattendus. Ainsi, une restriction d'exportation qui abaisse le prix interne du riz fait aussi diminuer la production et augmenter la demande en période de pénurie, pénalise les riziculteurs pauvres et favorise les consommateurs aisés.

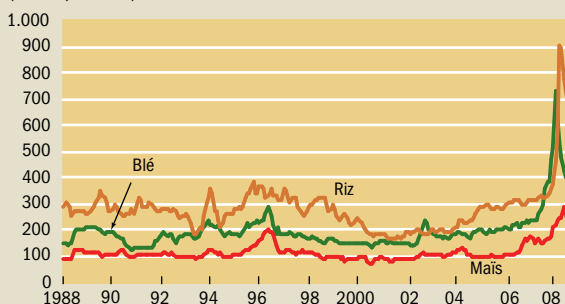
Les politiques visant à isoler le marché alimentaire national de l'évolution des prix mondiaux tendent aussi à favoriser la montée des prix qu'elles cherchent à enrayer. Les restrictions imposées aux exportateurs fin 2007 et début 2008 ont

Graphique 1

Un phénomène durable?

Les prix des principaux aliments de base ont fortement augmenté à la fin de 2007 et au début de 2008.

(dollars par tonne)



Source : Banque mondiale, base de données sur les cours des produits de base.

contribué à la flambée des cours mondiaux. On pourrait les supprimer ou les assouplir pour atténuer les tensions sur les prix. En avril 2008, quand l'Ukraine a annoncé l'allègement du contrôle des exportations, le prix du blé a immédiatement reculé de 18 % (Chauffour, 2008).

Les stocks publics permettent de pallier une insécurité alimentaire à court terme, mais ils sont coûteux et difficiles à gérer. L'incertitude est générale quant au niveau des stocks requis et aux prélèvements à faire à tout moment. De plus, la gestion des stocks peut être déstabilisante si, comme cela semble avoir été le cas en 2008, les autorités essaient d'en constituer ou de les accroître quand les prix sont élevés. Le plus important est que l'existence de stocks ne suffit pas à garantir la sécurité alimentaire, qui est conditionnée par l'accès des pauvres à la nourriture, que l'on utilise ou non les stocks publics.

Sécurité alimentaire à long terme

L'amélioration durable de la sécurité alimentaire dépend largement de la progression soutenue du revenu réel des pauvres. Pour y parvenir, il faudrait appliquer des politiques de développement relevant la productivité de leurs actifs. Une vaste libéralisation des échanges peut accroître la productivité et les revenus en assurant un bon ciblage des investissements et en favorisant le changement technologique. Mais elle doit s'accompagner d'une stratégie de développement — consistant à créer un cadre juridique adéquat et à investir dans des biens publics comme la recherche-développement, la santé, les infrastructures, l'éducation et une protection sociale de base pour aider les ménages défavorisés à surmonter les chocs. L'investissement dans la recherche et le développement en milieu rural est très rentable et peut accroître le revenu des agriculteurs tout en réduisant les prix à la consommation.

La libéralisation commerciale au niveau national peut souvent abaisser les prix intérieurs, sauf quand elle comporte une réduction des taxes à l'exportation ou des subventions à l'importation. Les effets d'une libéralisation mondiale sur un

pays donné sont plus complexes. Ils dépendent de l'incidence nette de facteurs qui se compensent : hausses des prix mondiaux et réduction des barrières commerciales nationales.

Dans le passé, les pays en développement taxaient leur agriculture au profit des zones urbaines, imposant d'ailleurs les exportations que les importations pour contenir les prix. Mais, cela a changé au cours des 50 dernières années, selon un rapport récent de la Banque mondiale. Alors que les importations en concurrence avec la production intérieure étaient très peu subventionnées dans les années 50, la protec-

«La réforme des échanges agricoles dans les pays en développement peut améliorer la sécurité alimentaire en réduisant le coût et en assurant l'accès des pauvres à la nourriture.»

tion moyenne avoisine désormais les 30 %. En revanche, les produits exportables, naguère lourdement taxés, se vendent maintenant à peu près aux cours mondiaux (Anderson, à paraître). On peut donc se demander si la libéralisation des aliments de base dans les pays en développement est à l'origine du problème actuel de sécurité alimentaire, puisque leur protection est en hausse et non l'inverse.

Impact de la réforme des échanges mondiaux

Sachant que la réforme du commerce mondial devrait renchérir les prix alimentaires, ce qui pourrait aggraver la pauvreté, elle risque de réduire la sécurité alimentaire des pauvres dans les pays en développement. Les baisses tarifaires dans le monde stimulent la demande, et donc les prix, des aliments de base sur les marchés internationaux. Selon la plupart des études, la réforme des échanges agricoles

mondiaux entraînerait des hausses de prix très limitées par rapport aux années récentes : de 2 à 7 % pour les aliments de base (Anderson, Martin et van der Mensbrugghe, 2006). La question cruciale est donc de savoir si l'effet de la baisse des prix due aux réductions tarifaires des pays en développement dépasse celui de la hausse attribuable au relèvement des cours mondiaux.

Selon le modèle d'analyse du commerce mondial utilisé par Hertel *et al.* (2008), le recul des prix à l'importation dû à une libéralisation intégrale dépasse l'effet de la hausse des cours mondiaux, entraînant une baisse globale de 1 % des prix alimentaires dans les pays en développement (graphique 2). C'est pourquoi Hertel et ses collègues concluent que la libéralisation mondiale des produits agricoles visés par l'OMC diminuerait la pauvreté dans 14 des 15 pays étudiés.

Les éléments du puzzle

La réforme des échanges agricoles dans les pays en développement peut améliorer la sécurité alimentaire en réduisant le coût et en assurant l'accès des pauvres à la nourriture. La libéralisation mondiale a des effets plus complexes, car elle accroît les prix internationaux en stimulant la demande d'importations et en supprimant les subventions à l'exportation. Notre analyse montre qu'en moyenne la réforme du commerce mondial réduirait légèrement le prix des aliments de base dans les pays pauvres et, partant, la pauvreté dans le monde.

Il faudrait instaurer et préserver un système commercial ouvert, mais cela ne suffit pas pour réaliser la sécurité alimentaire. À court terme, la libéralisation doit s'accompagner de mesures sociales protégeant les plus pauvres de chocs comme la hausse des cours internationaux des céréales. À plus long terme, la solution réside dans une amélioration de la productivité qui ferait augmenter le revenu des familles pauvres. ■

Maros Ivanic est consultant et Will Martin économiste principal au Groupe de recherche sur le développement de la Banque mondiale.

Bibliographie :

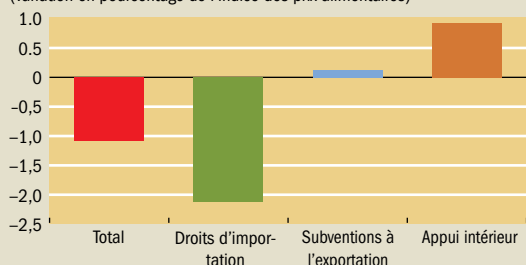
- Anderson, Kym, ed. (forthcoming), *Distortions to Agricultural Incentives: A Global Perspective, 1955 to 2007* (Palgrave Macmillan and World Bank).
- , Will Martin, and Dominique van der Mensbrugghe, 2006, "Distortions to World Trade: Impacts on Agricultural Markets and Incomes," *Review of Agricultural Economics*, Vol. 28(2), p. 168–94.
- Chauffour, Jean-Pierre, 2008, "Global Food Price Crisis: Trade Policy Origins and Options," *Trade Note 34* (Washington: World Bank).
- Hertel, Thomas, Roman Keeney, Maros Ivanic, and Alan Winters, 2008, "Why Isn't the Doha Development Agenda More Poverty Friendly?" *GTAP Working Paper 37* (West Lafayette, Indiana: Purdue University).
- Ivanic, Maros, and Will Martin, 2008, "Implications of Higher Global Food Prices for Poverty in Low-income Countries," *Agricultural Economics*, Vol. 39, p. 405–16.
- Sen, Amartya, 1981, "Poverty and Famines: An Essay on Entitlement and Deprivation" (Oxford: Clarendon Press).
- Wodon, Quentin, and Hassan Zaman, 2008, "Rising Food Prices in Sub-Saharan Africa: Poverty Impact and Policy Responses," *World Bank Policy Research Working Paper No. 4738* (Washington: World Bank).

Graphique 2

Réduire les prix

L'achèvement de la réforme des échanges agricoles réduirait de 1 % en moyenne les prix des aliments de base dans les pays en développement.

(variation en pourcentage de l'indice des prix alimentaires)



Source : calculs des auteurs.

Investir chez les voisins

Les producteurs de pétrole du Golfe persique investissent dans d'autres pays du Moyen-Orient et cette tendance devrait continuer même si les prix du pétrole baissent



Mahmoud Mohieldin

Réservoirs de stockage de pétrole près d'une raffinerie en Égypte.

ON S'EST beaucoup intéressé à l'incidence de la cherté du pétrole sur l'inflation et la croissance dans les pays développés et dans ceux où l'énergie est rare. Mais on a négligé l'effet largement bénéfique des excédents de pétrodollars sur les économies arabes. Si le prix du pétrole a beaucoup baissé depuis les sommets atteints au milieu de 2008, les pays producteurs disposent encore d'excédents considérables à investir.

Le flot des pétrodollars a amélioré les perspectives économiques des six pays producteurs du Golfe persique, mais aussi des nations arabes voisines, parce que beaucoup y sont investis. L'enrichissement et la recherche de rendements supérieurs ont conduit les membres du Conseil de coopération du Golfe (CCG) à diversifier leurs investissements géographiquement et sur le plan de la nature des actifs.

Les États du CCG — Arabie Saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, Koweït, Oman et Qatar — ont une vision plus stratégique du placement de recettes pétrolières accrues. Ils ont tiré les leçons des douloureuses expériences des cycles expansion-récession des années 70 et 80. En outre, les restrictions aux investissements que les États-Unis ont imposées après les attaques terroristes de septembre 2001 les ont incités à placer une partie de leurs excédents dans la région. Au lieu d'investir dans des bons du Trésor américain ou dans des comptes en eurodollars dans les banques multinationales, les producteurs de pétrole accumulent maintenant des réserves de change, réduisent la dette publique et constituent des fonds souverains ainsi que divers organismes d'investissement, contrôlés par l'État mais sophistiqués.

Les conséquences pour les voisins

Malgré la chute récente des cours, les recettes pétrolières du CCG devraient dépasser 600 milliards de dollars en 2008

et rester substantielles en 2009. Les États du Golfe et leurs voisins pourraient en ressentir les effets sous trois formes principales :

- **Échanges de biens.** C'est un aspect qui reste relativement peu important. Pendant l'exercice 2006-07, le commerce entre pays arabes s'est élevé à 11,2 % du total, mais, à ce niveau, il ne représente pas un avantage majeur. En Égypte, par exemple, le commerce interarabe n'a constitué que 9,6 % du total en 2006-07.

- **Échanges de services.** Ils ont entraîné des flux régionaux beaucoup plus importants, sous forme d'envois de fonds et de tourisme. Les égyptiens travaillant à l'étranger, notamment dans les pays du CCG, ont nettement accru leurs envois de fonds, ce qui a amélioré la balance des paiements et le niveau de vie des ménages en Égypte. Selon la Banque centrale, les envois en provenance du CCG ont progressé de 160 % de 2003-04 à 2006-07, passant de 1,21 à 3,13 milliards de dollars. Parallèlement, leur part du total des fonds rapatriés par les Égyptiens de l'étranger est passée de 40 à 50 %. Le tourisme a presque triplé depuis 2002, pour atteindre 10,8 milliards de dollars en 2007. Quelque 20 % des touristes sont Arabes. Selon les estimations du ministère égyptien du développement économique, chaque dollar dépensé par un touriste génère un revenu de 4 ou 5 dollars; l'incidence a donc sans doute été forte sur les revenus et le pouvoir d'achat des travailleurs du tourisme et des secteurs connexes.

- **Investissement.** Une partie des capitaux investis aux États-Unis et en Europe a été replacée dans les pays arabes, et c'est ce qui a eu le plus d'effet sur les rapports entre le CCG et ses voisins. L'Égypte, la Jordanie et le Maroc en ont bénéficié en devenant des lieux d'investissement attractifs pour les États du CCG (Institute of International Finance,

2008). Les excédents élevés de paiements courants ainsi que les investissements de sociétés et de personnes fortunées ont permis d'importantes opérations des pays du CCG dans le cadre des fonds souverains (voir tableau). Ces fonds se sont intéressés à des instruments financiers hybrides, qui se sont ajoutés aux traditionnels investissements boursiers à long terme au moyen des excédents de réserves.

Les États du CCG procèdent le plus souvent chez leurs voisins à des investissements directs étrangers (IDE), en général liés à des privatisations, à de grands projets d'infrastructures et à de nouveaux achats d'actions. Leur part dans l'IDE total en Égypte — principale destination de l'IDE des États du CCG — est passée de seulement 4,56 % en 2005 à 25,2 % en 2007.

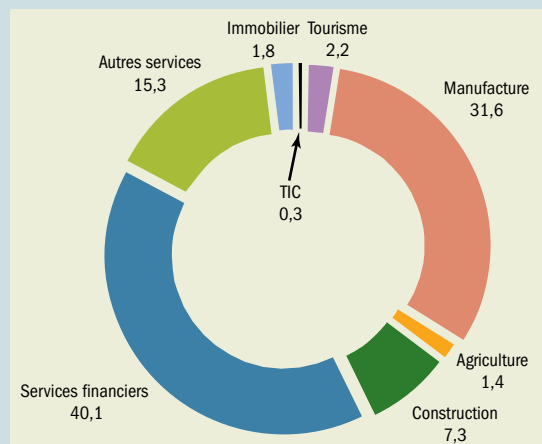
Mais ce n'est pas seulement la progression du montant de l'IDE qui a été notable pendant cette période. La composition des investissements des pays du Golfe dans les économies voisines a également évolué (voir graphique). Dans les années 70 et 80, ils étaient concentrés dans l'immobilier et les hydrocarbures. La hausse des recettes pétrolières a permis aux économies du CCG de se diversifier et de pratiquer une politique d'investissement plus ambitieuse, consistant à dépenser beaucoup en infrastructures internes et à prendre des participations dans des entreprises de pays développés et émergents. Malgré cette diversification, le secteur des hydrocarbures continue à générer plus de 80 % des recettes publiques totales et sa part du PIB des pays du CCG est passée de 36 % en 2002 à quelque 50 % en 2007. Actuellement, dans le cadre de partenariats avec des sociétés de pays industrialisés ayant une expérience de la coopération avec eux, les pays du CCG investissent en Égypte au-delà de leurs domaines traditionnels, dans l'industrie manufacturière, l'agriculture organique, les technologies de l'information et de la communication, les services financiers et la logistique.

Outre l'IDE, certains voisins bénéficient d'investissements de portefeuille dans des sociétés cotées. Les investisseurs étrangers contrôlent près du tiers de la capitalisation boursière en Égypte et au Maroc et près de la moitié en Jordanie. On estime que

Un horizon élargi

Outre l'immobilier et les hydrocarbures, les investissements des pays du Golfe en Égypte englobent la finance, les technologies de l'information et de la communication (TIC) et les services.

(Investissements directs étrangers hors pétrole en Égypte, 2007–08, en pourcentage du total)



Sources : Statistiques de balance des paiements, rapports trimestriels de la Banque centrale de l'Égypte (exercice 2007-08).

les investisseurs arabes détiennent la moitié des participations étrangères en Égypte et les trois quarts en Jordanie.

La région est vulnérable aux fluctuations des prix de l'énergie et à des risques géopolitiques. De plus, l'inflation et l'appréciation du change qui en résulte ajoutent aux difficultés des économies du CCG. Mais, les scénarios relatifs au prix du pétrole laissent penser que les avoirs des pays du Golfe augmenteront sensiblement dans les dix prochaines années. Même dans l'hypothèse d'un baril à 50 dollars, ce qui semble inférieur au prix probable à plus long terme, ils accumuleraient à peu près 5.000 milliards de dollars d'ici à 2020, soit l'équivalent de 2,5 fois leurs revenus des 15 dernières années (McKinsey & Co., 2008). Bien gérée, cette richesse leur permettra de continuer à appliquer leur stratégie de développement et bénéficiera à leurs voisins. ■

Principaux investisseurs

Les fonds souverains des États du Conseil de coopération du Golfe détiennent plus de 40 % des actifs de tous les fonds analogues.

Pays	Fonds	Actifs (en milliards de dollars)	Création	Rang
Émirats arabes unis (EAU)	Abu Dhabi Investment Authority	875	1976	1
Arabie Saoudite	SAMA Foreign Holdings	365,2	1990	3
Koweït	Kuwait Investment Authority	264,4	1953	6
Qatar	Qatar Investment Authority	60	2003	12
EAU – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	10	2002	29
Bahreïn	Mumtalakat Holding Company	10	2006	30
Arabie Saoudite	Public Investment Fund	5,3	2008	32
Oman	State General Reserve Fund	2,0	1980	39
EAU – Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	1,2	2005	40
Actifs des fonds souverains du CCG		1.593,1		
En pourcentage des actifs totaux des fonds souverains				41,6

Source : Sovereign Wealth Fund Institute, août 2008.

Note : Les Émirats arabes unis, le Koweït, le Qatar et Bahreïn sont membres du Groupe de travail international des fonds souverains, tandis que l'Arabie Saoudite et Oman ont le statut d'observateurs permanents.

Mahmoud Mohieldin est Ministre des investissements de la République arabe d'Égypte.

Bibliographie :

Institute of International Finance, 2008, Economic and Capital Flow Database (October).

International Group of Sovereign Wealth Funds, 2008, "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices" Santiago Principles Report, p. 2.

McKinsey & Company, 2008, "Investing the Gulf's Oil Profits Windfall," The McKinsey Quarterly (May), p. 6.

Le Nigéria veut se racheter

La manne pétrolière comme bénédiction

Ngozi Okonjo-Iweala

LE NIGÉRIA a gaspillé sa manne pétrolière pendant les années 70, ce qui a entraîné trois décennies de stagnation économique et la dégradation des institutions publiques, sur fond de mauvaises décisions budgétaires et macro-économiques, de corruption et d'une gouvernance qui laissait à désirer. De plus, rares étaient les pays (et même les économistes) qui, à l'époque, comprenaient vraiment à quel point il était difficile de gérer des recettes pétrolières exceptionnelles. Le dernier boom pétrolier en date donne au Nigéria l'occasion de transformer cette «malédiction des ressources pétrolières» en une bénédiction. Le pays doit tirer les leçons de ses erreurs passées et ne peut plus plaider l'inexpérience. Il a bien commencé en réagissant de façon fondamentalement différente au boom pétrolier actuel, mais il sera essentiel, à la fois pour les Nigériens eux-mêmes et pour tout le continent africain, de maintenir le cap des réformes.

En avril 2006, le Nigéria a fini de rembourser les 30 milliards de dollars qu'il devait aux créanciers officiels du Club de Paris et qui représentaient alors plus de 85 % de la dette extérieure. Aux termes de l'accord, le Nigéria a réglé immédiatement 6 milliards de dollars d'arriérés, les 24 milliards restants étant restructurés aux conditions de Naples (les conditions avantageuses consenties par le Club de Paris pour restructurer la dette extérieure des pays pauvres), ce qui s'est traduit par l'annulation de 18 milliards de dollars de dette. En dépit de ce triomphe remarquable, le fait même que le Nigéria, pays doté de réserves pétrolières considérables, ait eu à s'extirper d'une situation de surendettement est ironique.

Comment le Nigéria en est-il arrivé là? Et quelles leçons peut-il tirer de cette expérience, pour lui-même et les autres pays en développement exportateurs de pétrole? Le moment est particulièrement opportun de se poser ces questions. En effet, la flambée des cours du pétrole de ces dernières années a donné à ces pays, en particulier ceux qui ont gaspillé les recettes tirées des booms précédents de 1973-74 et 1979-80, une occasion rare de se racheter.

Surendettement

Les deux hausses de prix orchestrées par l'OPEP en 1973-74 et 1979-80 ont rapporté au Nigéria un montant considérable de recettes exceptionnelles, de l'ordre de 300 milliards de dollars entre 1970 et 2001. Mais cette manne a aussi engendré une appréciation

réelle très sensible de la monnaie, de 55 % entre 1974 à 1980. Puis il y eut le double choc de 1982 : la chute des cours du pétrole et la forte hausse des taux d'intérêt. Face à l'accélération de l'inflation et à la perspective de devoir rééchelonner sa dette, le pays a choisi de rationner les devises au moyen de licences d'importation.

C'est ainsi que la monnaie du Nigéria, qui était rattachée au dollar EU, a été dévaluée de 36 % entre 1980 et 1984. Mais l'inflation était beaucoup plus forte et le surcroît de demande de devises a donné lieu à un durcissement des restrictions à l'octroi de licences d'importation, ce qui a fait monter la prime de change sur le marché noir. Finalement, en septembre 1986, le Nigéria a laissé flotter la naira. Il était devenu urgent de rééchelonner la dette et de recourir aux financements extérieurs. Le flottement de la monnaie était au cœur du programme de réforme fondé sur les incitations du marché, la libéralisation des prix ainsi que la suppression des licences d'importation et des organisations de produits de base. Mais la dette extérieure continuait de s'accumuler, non tant en raison des nouveaux emprunts contractés après 1985 que sous l'effet cumulé des arriérés et des intérêts moratoires. Outre ce déséquilibre macroéconomique, force est de constater que, malgré la manne pétrolière, le pays n'avait guère progressé



Usine à gaz à côté de Finima, village de pêcheurs (Nigéria).

Encadré 1

Surendettement extérieur

Fin 1983, l'encours et le montant décaissé de la dette extérieure du Nigéria atteignaient 12 milliards de dollars. Selon les estimations prudentes des réserves de pétrole prouvées et compte tenu des coûts d'extraction et du partage approprié des recettes avec le secteur privé, la part de l'État dans la richesse pétrolière est estimée à 75 milliards de dollars, même aux prix faibles de 1985 (Pinto, 1987). Pourtant, en 1985-86, le Nigéria avait du mal à rééchelonner un montant relativement faible (2 milliards de dollars) de crédits commerciaux assurés, ses créanciers exigeant d'abord un programme de réformes appuyé par le FMI.

Pourquoi, compte tenu des énormes réserves de pétrole et de gaz du Nigéria, le rééchelonnement était-il si difficile? Premièrement, parce que, comme les emprunts extérieurs du pays étaient en fait garantis par le pétrole, les créanciers ont commencé à s'inquiéter quand les cours ont chuté. Deuxièmement, parce que, vu la prépondérance économique du pétrole au milieu des années 80, conjuguée à de graves errements sur le plan économique et institutionnel, les créanciers rechignaient à rééchelonner la dette du pays sans un programme du FMI. Le Nigéria avait perdu sa crédibilité et ne pouvait plus attirer de financements étrangers même pour des investissements très prometteurs : il était tout simplement devenu «surendetté».



sur le plan du développement économique et de la réduction de la pauvreté.

Que s'est-il passé? L'explication est que les autorités ont mal géré le boom pétrolier des années 70, ce qui montre que même une courte période de mauvaise gestion peut avoir des conséquences négatives pendant des décennies. À l'époque, les autorités ne pensaient qu'à éviter le «syndrome hollandais», c'est-à-dire une dégradation du secteur des biens échangés non pétroliers, notamment de

l'agriculture et du secteur manufacturier. Elles n'ont compris que bien plus tard les dégâts plus graves causés à l'économie — surendettement (voir encadré 1), stagnation prolongée de l'activité et dégradation des institutions publiques — causés par la corruption et une gouvernance défailante.

Une nouvelle chance

Après les élections de 1999, le premier gouvernement d'Olusegun Obasanjo s'est attaché à rétablir la stabilité politique et à combattre la corruption. Le deuxième gouvernement Obasanjo (2003–07) a lancé un vaste programme de réformes économiques et de lutte contre la corruption, qui mettait l'accent sur les aspects budgétaires et structurels ainsi que sur la réforme de la gouvernance et des institutions. Le but était aussi d'améliorer la transparence par l'adoption de l'initiative pour la transparence des industries extractives (ITIE, voir encadré 2) et de poursuivre les responsables corrompus. Cette volonté de changer le cours de l'économie nigériane a coïncidé avec la hausse des cours du pétrole, qui ont permis au pays de sortir du piège des ressources naturelles.

Sur le plan macroéconomique, il s'agissait avant tout de réduire l'instabilité en dissociant les dépenses publiques des recettes pétrolières courantes. Le Nigéria y est parvenu en 2004 en adoptant une règle budgétaire fondée sur le prix du pétrole. Cette règle a pour but de limiter les dépenses en transférant les recettes pétrolières au budget conformément à un prix de référence, le déficit hors pétrole étant en outre plafonné. La loi de responsabilité budgétaire, signée par le Président Umaru Yar'Adua en novembre 2007, a donné force de loi à cette règle budgétaire.

Pour améliorer la transparence et lutter contre la corruption, le gouvernement a adopté une approche en deux volets :

- il a intégré les mesures anticorruption dans un programme de réformes économiques globales, et
- il a réalisé des études diagnostiques pour déterminer les domaines dans lesquels la corruption portait atteinte à la croissance et aux résultats du secteur public.

Par exemple, pour combattre la corruption, le gouvernement a révisé le processus de passation des marchés publics et institué un mécanisme «régulier» pour l'établissement des contrats publics.

La nouvelle règle budgétaire et l'adoption de l'ITIE illustrent la volonté du Nigéria de rompre résolument avec le passé en luttant contre la corruption et en améliorant la gouvernance. Fait révolutionnaire, le Nigéria est allé au-delà du secteur du pétrole en rendant publiques les recettes de toutes sources et à tous les

échelons de l'État. En renforçant la crédibilité du pays, cela a facilité l'annulation de sa dette par le Club de Paris et rehaussé son image aux yeux des investisseurs. Standard & Poor's et Fitch Ratings ont attribué à sa dette souveraine une note de BB- pour 2007, confirmant les résultats antérieurs. Le Nigéria s'est ainsi retrouvé au même niveau de notation que l'Indonésie, la Turquie, l'Ukraine, le Venezuela et le Vietnam. Cette amélioration s'est traduite par une nette augmentation de l'investissement direct étranger dans le secteur pétrolier (environ 6 milliards de dollars par an) et dans le reste de l'économie (environ 3 milliards de dollars par an).

Le boom pétrolier actuel a été utile pour éliminer le surendettement du Nigéria, en apportant les liquidités nécessaires, mais il est loin d'avoir été suffisant. Si les leçons des années 70 n'avaient pas été retenues, le pays aurait certainement laissé passer les chances offertes par le nouveau boom. C'est la conjonction de prix élevés du pétrole, d'une meilleure gouvernance, d'une nouvelle volonté politique et d'une meilleure gestion des finances publiques qui a fait toute la différence. Il s'agit maintenant d'entretenir la dynamique des réformes. (voir le graphique pour l'action des pouvoirs publics par domaines).

Les enseignements du passé

La leçon la plus importante des années 70 est que la mauvaise gestion de la manne pétrolière, même pendant une période relativement courte, peut nuire non seulement à la génération du moment, mais aussi aux générations futures. Pour agir correctement, les pouvoirs publics doivent tenir compte des deux principales caractéristiques du pétrole, à savoir que c'est une ressource non renouvelable et que ses cours sont volatils. Dans la plupart des pays en développement, c'est l'État qui bénéficie en premier lieu des recettes pétrolières. La composition et le niveau des dépenses publiques ainsi que la nature de leurs liens avec les recettes pétrolières courantes jouent un rôle déterminant dans la diversification de l'économie, la solvabilité du pays et sa croissance à long terme. C'est donc la politique budgétaire qui est au cœur de l'action économique des pouvoirs publics. Depuis 2004, le Nigéria applique ainsi la règle budgétaire fondée sur le prix du pétrole, qui rompt le lien entre dépenses publiques et recettes pétrolières courantes. Cela a freiné la transmission de la volatilité des cours au reste de l'économie en limitant l'appréciation réelle et la volatilité de la monnaie.

Encadré 2

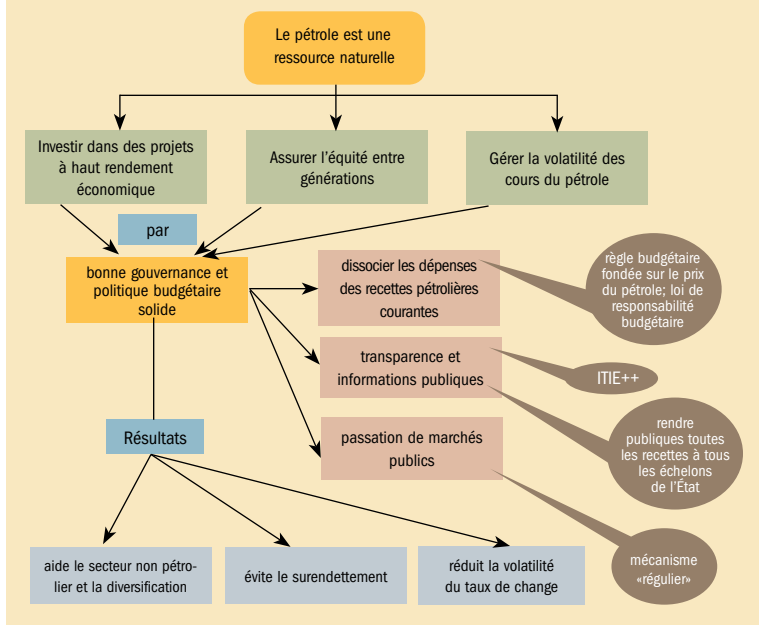
L'initiative pour la transparence des industries extractives

L'initiative pour la transparence des industries extractives (ITIE), lancée en 2002 au Sommet mondial de Johannesburg sur le développement durable, est une initiative volontaire reposant sur des normes qui visent à promouvoir la transparence des recettes et la responsabilité dans les pays riches en ressources naturelles. En vertu de cette initiative, les sociétés sont tenues de rendre publics les paiements qu'elles effectuent et les gouvernements, le montant des recettes issues du pétrole, du gaz et des ressources minières.

Le Nigéria a été l'un des premiers pays à adopter cette initiative, en l'inscrivant dans sa législation en mai 2007. Il est même allé au-delà des exigences de base en soumettant le secteur pétrolier à des audits financiers, matériels et fonctionnels pour la période 1999–2004. C'est ainsi que le Nigéria a obtenu le label ITIE++, et que l'initiative de l'ITIE est aujourd'hui étendue à d'autres pays sous l'égide de la Banque mondiale et d'autres participants à l'initiative.

La gestion des recettes pétrolières

Une bonne politique budgétaire et une bonne gouvernance sont les piliers sur lesquels repose la gestion de la manne pétrolière dont a bénéficié récemment le Nigéria.



Bien que la règle fondée sur le prix du pétrole aide à économiser une partie de la manne pétrolière, cela n'est pas suffisant car l'accumulation des recettes pétrolières se fait aux dépens d'un actif (les réserves de pétrole). Dès lors, le gouvernement doit aussi veiller à ce que le taux de rendement des dépenses publiques soit au moins aussi élevé que celui d'un portefeuille diversifié d'actifs financiers. Cela nécessite un choix minutieux des projets d'investissement public et une modification de la composition des dépenses.

Le Nigéria s'assure un rendement plus élevé des dépenses publiques notamment par le mécanisme régulier mentionné plus haut, qui encourage la transparence et la concurrence dans les appels d'offres pour les contrats publics. Mais il doit aussi pouvoir procéder à une analyse coûts-bénéfices efficace des investissements publics. Un exemple excellent d'investissement très rentable est le rachat par le Nigéria en 2005-06 de sa dette envers le Club de Paris. Non seulement cette opération a-t-elle permis de faire des économies sur le service futur de la dette, mais elle améliorait le climat d'investissement et les perspectives de croissance en éliminant le surendettement extérieur et en renforçant la solvabilité du Nigéria.

Étant donné que le pétrole est une ressource naturelle épuisable, il faut en répartir les bienfaits sur plusieurs générations. À cette fin, il convient de léguer à la génération suivante une économie solide, diversifiée et peu endettée. Le Nigéria a fait le premier pas dans cette direction. Une autre composante de l'équation consiste à économiser une partie de la manne et à l'investir dans les infrastructures et des projets de longue haleine dans les domaines de l'éducation et de la santé. Mais, en dépit des progrès réels accomplis ces dernières années, le Nigéria demeure fortement tributaire du pétrole. Le pétrole et le gaz ont représenté plus de 95 % des exportations en 2007 à la suite de la flambée des cours du pétrole; de plus, le pétrole et le gaz continuent d'être à l'origine de 85 % des recettes publiques et de représenter 52 % du PIB. Or, malgré le boom et l'abondance des ressources du Nigéria, près de 54 % de

la population vit avec moins d'un dollar par jour. Il est clair que le Nigéria a encore beaucoup à faire pour diversifier son économie, progresser sur la voie de développement et réduire la pauvreté.

Le boom pétrolier actuel a fourni les moyens d'éliminer le surendettement et même d'accumuler des réserves de sécurité, mais les décideurs doivent se garder de tout excès d'optimisme quant à la poursuite de la hausse des cours du pétrole. Cette prudence est de mise compte tenu de la chute récente des cours du pétrole liée à la propagation de la crise financière dans le monde et à la perspective de récession mondiale. On voit que le sort d'un pays peut évoluer rapidement et de façon radicale, comme cela a été le cas au début des années 80. La leçon amère de l'expérience est claire : les gouvernements des pays en développement riches en pétrole doivent adopter des prix de référence modérés et anticiper les risques de volatilité et de ralentissement de l'activité.

La deuxième grande leçon à tirer de l'expérience du Nigéria est que les mesures correctrices doivent aller au-delà de la politique économique et englober la gouvernance et la transparence. Une bonne politique de finances publiques est certes indispensable, mais il est tout aussi important de veiller à ce que le Nigéria obtienne sa juste part des recettes pétrolières et que le pétrole soit exploité en limitant les déchets

et dans la plus grande transparence possible. À cet égard, le Nigéria a fait figure de pionnier en obtenant le label ITIE++ et en rendant publiques les recettes de tous les échelons de l'État.

Le Nigéria a lancé un effort ambitieux pour stimuler la croissance et rehausser autant que possible le bien-être de ses citoyens. Le dernier boom pétrolier a apporté les ressources nécessaires pour remédier aux dégâts causés par le gaspillage des années 70. Il ne faut pas laisser passer cette chance. ■

Ngozi Okonjo-Iweala est Directrice générale à la Banque mondiale. Elle a été Ministre des finances du Nigéria de 2003 à 2006. Cet article s'inspire d'une conférence publique qu'elle a donnée à Jakarta le 30 janvier 2008. Brian Pinto et Mona Prasad, de la Banque mondiale, ont contribué à cet article.

Lectures conseillées :

Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta, Romain Ranciere, and Kenneth Rogoff, 2006, "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development," NBER Working Paper No. 12117 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Banque mondiale 2007, Country Brief on Nigeria (November).
Budina, Nina, Gaobo Pang, and Sweder van Wijnbergen, 2007, "Nigeria's Growth Record—Dutch Disease or Debt Overhang?" World Bank Policy Research Working Paper No. 4256 (Washington: World Bank).

Okonjo-Iweala, Ngozi, and Philip Osafo-Kwaako, 2007, "Nigeria's Economic Reforms: Progress and Challenges," Brookings Global Economy and Development Working Paper No. 6 (Washington: Brookings Institution).

Pinto, Brian, 1987, "Nigeria During and After the Oil Boom: A Policy Comparison with Indonesia," The World Bank Economic Review, Vol. 1, No. 3, p. 419-45.

Géographie économique de l'intégration régionale

Une intégration régionale bien conduite contribue à relier les pays en développement aux marchés mondiaux



Un porte-conteneurs au large des côtes du Brésil.

Uwe Deichmann et Indermit Gill

L'AVENIR du cycle de Doha étant incertain, les accords commerciaux bilatéraux et régionaux se multiplient. Cela relance le vieux débat d'économie internationale entre les partisans des accords commerciaux mondiaux et ceux des initiatives régionales. Mais c'est un faux débat, surtout pour les pays les plus petits, les plus pauvres et géographiquement défavorisés d'Asie et d'Afrique centrale.

En effet, on comprend souvent mal la différence entre accords commerciaux et mécanismes d'intégration plus généraux. L'intégration régionale inclut, outre un accès commercial préférentiel, beaucoup de mesures favorables à la compétitivité des pays participants. De plus, le débat oppose souvent à tort intégration régionale et mondiale. Les deux sont nécessaires, car elles ont des objectifs différents. L'intégration régionale aide les pays petits et éloignés à développer leur offre au sein de réseaux de production régionaux, ce qui leur donne ensuite accès aux marchés mondiaux.

Pour comprendre l'importance de ces distinctions, le dernier *Rapport sur le développement dans le monde* (RDM) de la Banque mondiale, intitulé «Repenser la géographie économique», analyse l'évolution des échanges sous cet angle (voir encadré). Le développement s'accompagne d'une mutation sectorielle, de l'agriculture vers l'industrie et les services. Selon le RDM, les pays en développement doivent aussi effectuer une transformation spatiale, c'est-à-dire permettre une répartition à base géographique des activités économiques, chez eux et entre eux. L'intégration régionale est un élément essentiel de cette transformation. Pour être efficace, elle doit être adaptée à la géographie économique de chaque partie du monde, c'est-à-dire surtout à la dimension, à la localisation et à l'ouverture aux principaux marchés.

Les conséquences inattendues de la chute des coûts de transport au XX^e siècle illustrent le rôle de la géographie économique dans l'évolution internationale. En 1910, les exportations britanniques se répartissaient à peu près également entre l'Europe,

l'Asie et les autres régions du monde. Mais, dans les années 90, 60 % étaient destinées à l'Europe et 11 % à l'Asie. La théorie économique classique aurait prévu une augmentation du commerce avec les pays lointains, sous l'effet de transports meilleurs et moins chers. En fait, ils ont augmenté entre voisins.

La nouvelle géographie économique et la théorie du commerce international, qui a valu à Paul Krugman le prix Nobel d'économie 2008, apportent une réponse à ce paradoxe. Pendant la première phase de mondialisation, au XIX^e siècle, le commerce se développa en fonction de l'avantage comparatif, les pays échangeant ce qu'ils ne pouvaient pas produire eux-mêmes. Ainsi, l'Europe vendait des machines contre des bananes d'Amérique centrale ou des épices d'Asie du Sud.

Transformations géographiques

Les nations ont intérêt à promouvoir des transformations conformes à la géographie économique : densité supérieure avec la croissance urbaine, raccourcissement des distances avec la migration des travailleurs et des entreprises vers les zones plus denses, moindres divisions avec l'ouverture des frontières économiques et l'entrée sur les marchés mondiaux pour réaliser des économies d'échelle et participer à la spécialisation des échanges. Le RDM conclut que les transformations sur ces trois plans — densité, distance et division — sont essentielles et doivent être encouragées.

Mais elles s'accompagnent d'une croissance déséquilibrée. Alors qu'un milliard de personnes vivent dans des bidonvilles, l'urbanisation continue. Un milliard vivent dans les régions retardataires des pays en développement, loin des nombreux avantages de la mondialisation. La pauvreté et une mortalité élevée persistent dans le «milliard inférieur», incapable d'accéder aux marchés mondiaux, tandis que les autres s'enrichissent et vivent sans cesse plus vieux. C'est à l'intention des ces trois milliards que l'on réclame une croissance équilibrée dans l'espace.

Mais si la croissance économique doit être déséquilibrée, le développement peut concourir à l'intégration sociale. Même ceux qui naissent loin des zones d'activité denses peuvent bénéficier de la concentration croissante de la richesse. Pour obtenir une croissance rapide et partagée, les gouvernements doivent favoriser l'intégration économique à tous les échelons géographiques par un dosage approprié d'instruments : institutions spatialement aveugles, infrastructures spatialement connectives et incitations spatialement ciblées.

Mais, au XX^e siècle, le coût du transport a tellement baissé que même l'échange de biens similaires ou de composants est devenu rentable. On a donc échangé différents types de bières ou des pièces détachées de voitures et d'ordinateurs. Cela a favorisé le commerce entre pays à ressources similaires, souvent voisins. L'interaction de transports moins chers et du changement de nature du commerce a conduit à une concentration économique dans les principaux marchés mondiaux. Les pays en développement peuvent s'inspirer de l'expérience de cette croissance réussie.

Modernisation des transports

Après la Seconde Guerre mondiale, le coût du transport a chuté, certains estimant la baisse à 50 % depuis 1970. Sa part dans la valeur totale des biens acheminés a encore plus diminué, car le ratio valeur/poids s'est élevé. Là où le coût a moins baissé, la qualité et la rapidité ont beaucoup progressé. Ainsi, l'usage des conteneurs a supprimé le rechargement, long et coûteux, tandis que de plus en plus de marchandises circulent par avion.

Mais le recul des coûts n'a pas été uniforme. Par exemple, les porte-conteneurs géants, qui suivent les itinéraires lucratifs entre le nord-est de l'Asie et l'Amérique du Nord, génèrent des économies d'échelle qui font augmenter les échanges, d'où une nouvelle baisse des coûts. La plus grande partie du monde en

développement est laissée à l'écart de ce processus cumulatif et bénéfique, faute de disposer d'une échelle de production et d'infrastructures attirant les services de transport les moins coûteux.

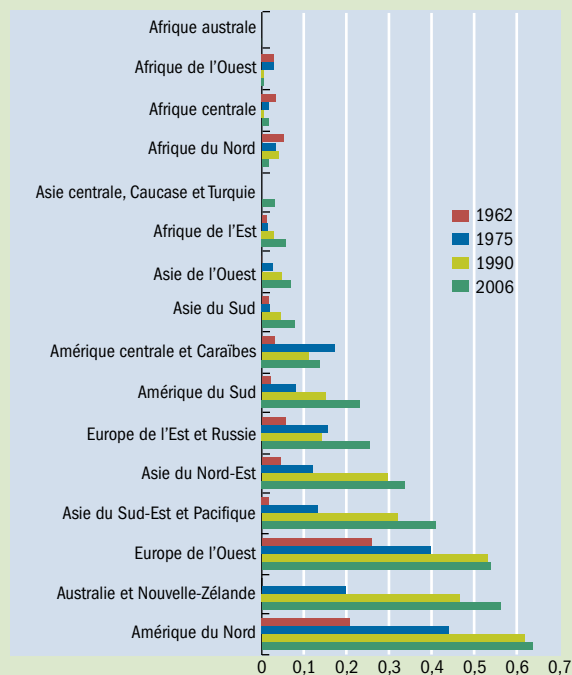
Là où le prix du transport chute, les entreprises grandissent et se spécialisent. Le commerce intra-sectoriel, surtout de pièces détachées et de composants, constitue l'élément moteur, et un facteur majeur de la croissance, dans les régions en développement. Il est plus sensible au coût du transport que le commerce de produits primaires et finaux. Sur les plus grands marchés du monde — Amérique du Nord, Europe de l'Ouest et Asie de l'Est — il représente une part élevée et croissante du commerce total (voir graphique). Dans ces régions, les réseaux acheteur-fournisseur, de plus en plus sophistiqués, sont un aspect essentiel de la mondialisation. Si les acheteurs de produits finaux sont partout, les fournisseurs d'intrants sont souvent proches. En stimulant les échanges, le développement de la spécialisation offre des possibilités même aux petites économies. Ainsi, le Cambodge, qui ne peut fabriquer des ordinateurs ou des voitures, produit des câbles ou des fils utilisés dans les chaînes d'assemblage en Chine. Grâce à cette «déconcentration verticale» de la production, rendue possible par le moindre coût du transport, la croissance et la prospérité ont gagné les régions en développement.

On peut expliquer l'expérience récente de l'Asie de l'Est par la spécialisation résultant de la baisse du coût du transport, mais elle ne s'est pas renouvelée dans d'autres parties du monde. En Afrique, notamment, les pays sont trop petits pour atteindre l'échelle de capacité permettant d'attirer des investissements productifs dans l'industrie à main-d'œuvre nombreuse, qui reste la voie principale vers un niveau de revenu moyen. Les pays restent très cloisonnés : les frontières sont beaucoup moins perméables en Afrique qu'en Europe de l'Ouest. Ces divisions empêchent une interaction positive et la mise en commun de ressources, ce qui permet l'apparition de pôles de croissance régionaux, par exemple dans les zones côtières propices. La transmission de la croissance, facteur déterminant du développement des régions les plus avancées, est donc pratiquement absente en Afrique. Si la Suisse avait eu les mêmes retombées négligeables de l'activité de ses voisins que la République Centrafricaine de 1970 à 2000, son PIB serait inférieur de 334 milliards de dollars EU. La croissance du Cambodge aurait été beaucoup plus faible s'il était situé en Afrique de l'Est, et non en Asie de l'Est.

Concentration des échanges

Les échanges intra-sectoriels sont très élevés dans le monde développé, mais presque nuls en Afrique, en Asie centrale, dans le Caucase et en Turquie.

(Indice Grubel-Lloyd des échanges intrarégionaux)



Source : Brühlhart (2008).

Note : L'indice Grubel-Lloyd est la proportion des échanges intra-sectoriels dans le total des échanges. Les données pour l'Afrique australe, l'Asie centrale, le Caucase, la Turquie, l'Australie et la Nouvelle-Zélande sont incomplètes ou indisponibles.

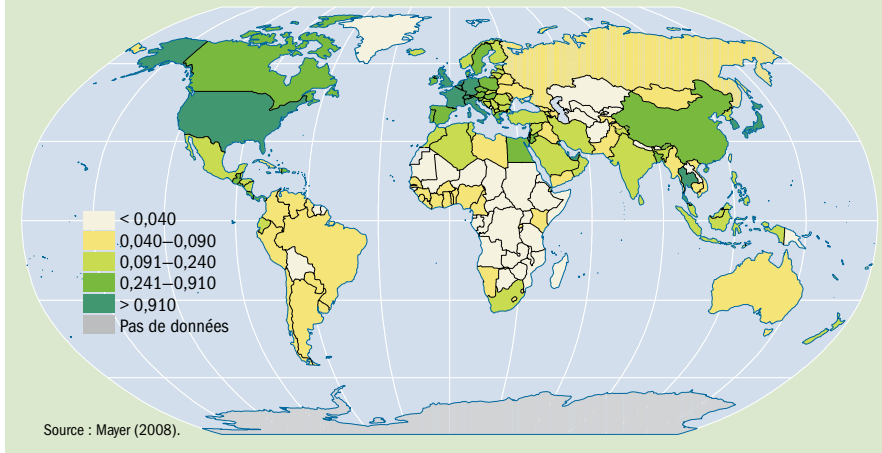
Création de liens étroits entre pays

Comment des pays petits et éloignés peuvent-ils bénéficier de ce qui a transformé l'Asie de l'Est? La plupart n'ont pas le nombre nécessaire de travailleurs qualifiés, les capacités financières locales ou l'aptitude à établir des réseaux de fournisseurs et de services complémentaires. L'intégration régionale est le moyen de surmonter ces obstacles. Elle vise à stimuler l'offre dans un groupe de pays en offrant des biens publics régionaux et en tirant parti de la stabilisation.

L'intégration régionale est beaucoup plus qu'un accès commercial préférentiel entre voisins. C'est une série de mesures pouvant viser l'intégration mondiale, qui vont d'investissements

Le club des pays

La proximité par rapport aux zones prospères détermine les perspectives de développement.
(Accès réel aux marchés relativement aux États-Unis, indice, 2003)



en infrastructures régionales jusqu'à la libéralisation du marché du travail. On peut dégager trois grands principes.

Commencer modestement. L'intégration régionale peut d'abord porter sur des domaines limités de coopération, les coûts et les avantages étant clairement définis. L'Union européenne a débuté par un accord sur le charbon et l'acier entre six pays.

Avoir une vision globale. L'intégration ne doit pas isoler les pays, mais les aider à obtenir un accès aux marchés mondiaux, inaccessibles par leurs propres moyens. Si les grands pays peuvent choisir entre intégration mondiale unilatérale et intégration régionale, les pays petits, pauvres ou enclavés ont besoin de la seconde pour avoir la première. Ainsi, le partage des plateformes d'infrastructures régionales, comme les corridors de transport, permet d'accéder aux marchés mondiaux auparavant hors d'atteinte.

Aider les moins favorisés. L'intégration régionale entraîne une spécialisation des entreprises et un essor de la production en quelques points; c'est un aspect inévitable et même désirable du développement. Mais cela signifie que certaines zones sont favorisées, au moins au départ. Les bénéfices se diffusent au fur et à mesure que les travailleurs migrant vers ces zones envoient des fonds dans leurs pays d'origine. Néanmoins, des systèmes d'aide peuvent aussi être nécessaires pour garantir l'accès aux services sociaux et aux infrastructures de base dans les zones retardataires. L'aide a un rôle important à jouer, les efforts locaux aussi. L'Union économique et monétaire ouest-africaine a adopté, en 2000, un tarif extérieur commun avec partage des recettes. Les deux pays les plus riches, la Côte d'Ivoire et le Sénégal, en recouvrent 60 % et n'en conservent que 12 %.

Tout le monde est gagnant

Les stratégies d'intégration régionale ne sont pas les mêmes partout. La géographie dicte les perspectives de développement et les types d'instruments nécessaires. Le problème commun est le cloisonnement économique. Les différences sont la densité économique et la distance par rapport aux grands marchés mondiaux (voir carte).

Régions proches des grands marchés mondiaux. Pour les pays de la région Amérique centrale-Caraïbes, de l'Afrique du Nord et de l'Europe de l'Est, l'intégration est relativement facile.

Des institutions communes peuvent les aider à se rattacher à de grands marchés plus sophistiqués.

Régions éloignées des marchés mondiaux et ayant des économies importantes. Les pays situés dans ces régions, mais disposant d'un grand marché national, comme la Chine, l'Inde, l'Afrique du Sud et le Brésil, attirent les investisseurs. De bonnes institutions et infrastructures régionales peuvent les aider à accéder au marché international, comme on le voit en Asie de l'Est et de plus en plus en Asie du Sud. Mais le sud de l'Afrique et l'Amérique latine peuvent

aussi y parvenir en développant et en spécialisant leurs marchés nationaux au moyen d'institutions et d'infrastructures régionales. Ces dernières sont particulièrement importantes pour les plus petites économies, en permettant de réduire la distance avec les grands voisins et d'accéder aux marchés mondiaux.

Régions composées de petits pays éloignés des marchés mondiaux. L'intégration internationale est la plus difficile pour les pays divisés, éloignés et privés de la densité d'une grande économie locale, situés dans les régions que Collier (2007) appelle le « milliard inférieur » : Afrique orientale, centrale et occidentale, Asie centrale et îles du Pacifique. Elles ont besoin des trois instruments — institutions régionales réduisant les frontières, infrastructures reliant les pays et incitations : accès préférentiel aux marchés mondiaux avec des règles d'origine assouplies, aide accrue pour des services sociaux créant des qualifications exportables ainsi que pour le financement d'infrastructures dans les pays côtiers, qui améliore l'accès au marché. Les incitations pourraient être conditionnées à un renforcement de la coopération régionale.

Une meilleure compréhension de la géographie économique du développement peut aider à définir des solutions adaptées aux défis de l'intégration internationale. ■

Uwe Deichmann dirige l'équipe d'analyse spatiale du Groupe de recherche sur le développement; Indermit Gill est économiste en chef de la Banque mondiale pour la région Europe et Asie centrale. Il a dirigé la préparation du Rapport 2009 sur le développement dans le monde.

Bibliographie :

Banque mondiale, 2008, World Development Report 2009: Reshaping Economic Geography (Washington).

Brühlhart, Marius, 2008, "An Account of Global Intra-Industry Trade, 1962-2006," background paper for WDR 2009; see <http://econ.worldbank.org/wdr>

Collier, Paul, 2007, The Bottom Billion: Why the Poorest Countries Are Failing and What Can Be Done About It (New York: Oxford University Press).

Krugman, Paul, 2007, "The 'New' Economic Geography: Where Are We?" in Regional Integration in East Asia, ed. by Masahisa Fujita (New York: Palgrave Macmillan).

Mayer, Thierry, 2008, "Market Potential and Development," background paper for WDR 2009; see <http://econ.worldbank.org/wdr>



Qu'est-ce que le produit intérieur brut?

Tim Callen

DANS de nombreuses professions, les sigles sont courants. Pour les médecins, les comptables et les joueurs de baseball, les sigles IRM (imagerie à résonance magnétique), PCGR (principes comptables généralement reconnus) et MPM (moyenne de points mérités) se passent d'explications. Mais pour un profane et en l'absence d'explication, ils font obstacle à une compréhension plus approfondie du sujet.

Il en va de même de l'économie. Les économistes utilisent beaucoup de sigles. L'un des plus courants est le PIB, qui signifie produit intérieur brut. Il est souvent cité dans la presse, les journaux télévisés, et dans les rapports des États, des banques centrales et des milieux d'affaires. Il sert communément de point de référence pour la santé de l'économie, à l'échelle nationale et mondiale. Quand le PIB augmente, surtout si l'inflation est modérée, les salariés et les entreprises se portent généralement mieux que dans le cas contraire.

Mesurer le PIB

Le PIB mesure la valeur monétaire des biens et services finaux (ceux qu'achète le consommateur final) produits dans un pays pendant une période donnée (un trimestre ou une année). Il comptabilise tout ce qui est produit à l'intérieur d'un pays. Il comprend les biens et les services produits pour la vente sur le marché et certains produits non marchands, tels les services de défense ou d'éducation fournis par l'État. Un autre concept, le produit national brut (PNB) comptabilise toute la production des résidents d'un pays. Ainsi, la production de l'usine d'une entreprise allemande située aux États-Unis serait comprise dans le PIB américain mais, en Allemagne, elle serait comprise dans le PNB.

Toute l'activité productive n'est pas prise en compte dans le PIB. Le travail non rémunéré (domestique ou bénévole) et le marché noir n'y sont pas compris car ils sont difficiles à mesurer et à évaluer précisément. Autrement dit, un boulanger contribue au PIB s'il confectionne une baguette pour un client, mais pas s'il fabrique la même pour sa famille.

Par ailleurs, le produit intérieur «brut» ne tient pas compte de l'usure des machines, des bâtiments, etc. (le stock de capital) utilisés pour la production. Si cet appauvrissement du stock de capital, dénommé dépréciation, est soustrait du PIB, nous obtenons le produit intérieur net.

En théorie, le PIB peut être considéré sous trois angles :

- **L'approche production** additionne la «valeur ajoutée» à chaque stade de la production, la valeur ajoutée étant définie comme les ventes totales moins la valeur des intrants intermédiaires dans le processus de production. Ainsi, la farine serait un intrant intermédiaire et le pain le produit final, ou les services d'un architecte un intrant intermédiaire et le bâtiment le produit final.

- **L'approche dépenses** additionne le montant des achats effectués par les usagers finaux (par exemple la consommation de produits alimentaires, de télévisions, et de services médicaux par ménage, l'investissement en équipements des entreprises, et les achats de biens et de services par l'État et les étrangers).

- **L'approche revenus** totalise les revenus générés par la production (par exemple la rémunération des employés et l'excédent d'exploitation des entreprises; en somme, les ventes moins les coûts).

Le PIB d'un pays est généralement calculé par l'institut statistique national, qui recueille les données auprès de nombreuses sources. La plupart des pays suivent cependant les normes internationales pour procéder aux calculs. La norme internationale de mesure du PIB figure dans le *Système de comptabilité nationale 1993* établi par le Fonds monétaire international, la Commission européenne, l'Organisation de coopération et de développement économiques, les Nations Unies et la Banque mondiale.

PIB réel

On veut généralement savoir si la production totale de biens et de services d'une économie augmente ou diminue. Or, le PIB étant recueilli aux prix courants, ou nominaux, il est impossible

de comparer deux périodes sans procéder à une correction pour tenir compte de l'inflation. Pour déterminer le PIB «réel», sa valeur nominale doit être ajustée de manière à intégrer les variations des prix : on saura ainsi si la valeur de la production a augmenté parce que la production s'est intensifiée ou simplement parce que les prix ont monté. Un outil statistique dénommé «déflateur» permet de convertir le PIB de prix nominaux en prix constants.

L'utilité du PIB tient à ce qu'il fournit des informations sur la taille de l'économie et sur sa performance. Le taux de croissance du PIB réel sert souvent d'indicateur de santé de l'économie. De manière générale, une hausse du PIB réel est jugée indiquer que l'économie va bien. Quand le PIB connaît une croissance vigoureuse, l'emploi fait généralement de même puisque les entreprises embauchent, et la population a plus d'argent. Actuellement, c'est l'inverse que l'on craint. Après quelques années de croissance exceptionnelle du PIB réel, de nombreux pays sont confrontés à un ralentissement; le PIB réel aurait reculé dans plusieurs pays industriels au cours des derniers trimestres. La croissance du PIB réel est toutefois cyclique. Les économies traversent des périodes d'expansion, suivies d'une croissance modérée voire d'une récession (cette dernière étant parfois définie comme deux trimestres consécutifs de recul de la production). Les États-Unis, par exemple, ont connu six récessions de longueur et de gravité diverses entre 1950 et 2007 (graphique). Le National Bureau of Economic Research décide des dates des cycles économiques aux États-Unis.

Comparer le PIB de deux pays

Le PIB est mesuré dans la monnaie du pays concerné. Un ajustement s'impose donc lorsque l'on souhaite comparer la valeur de la production de deux pays utilisant des monnaies différentes. La méthode habituelle consiste à convertir la valeur du PIB de chaque pays en dollars EU et de les comparer.

La conversion peut s'effectuer au moyen des taux de change observés sur les marchés des changes ou des taux de change réel de parité de pouvoir d'achat (PPP). Le taux de change réel de PPP est le taux auquel la monnaie d'un pays devrait être convertie dans celle d'un autre pays pour acheter la même quantité de biens et de services dans chacun) (voir *L'abc de l'économie*, F&D, mars 2007). L'écart est large entre les taux de change du marché et les taux de change fondés sur la PPP dans les pays émergents et en développement. Dans la plupart, le rapport de ces taux au dollar EU se situe entre 2 et 4. Cela tient au fait que les biens et services non soumis à la concurrence internationale sont généralement moins chers dans les pays à faible revenu que dans les pays à revenu élevé (une coupe de cheveux coûte plus cher à New York qu'à Bishkek) même quand le coût de fabrication des biens échangeables, comme les équipements, est le même dans deux pays. Dans les pays avancés, les taux de change du marché et de PPP sont nettement plus proches. Ces écarts signifient que le PIB estimé en dollars des pays émergents et en développement est plus élevé quand on utilise le taux de change de PPP.

Le FMI publie diverses données de PIB sur son site (www.imf.org). Des institutions internationales analogues calculent aussi des mesures mondiales et régionales de la croissance du PIB réel, qui donnent une idée de la rapidité ou de la lenteur de la croissance de l'économie mondiale ou des économies d'une région particulière. Les agrégats sont établis sous forme de moyennes pondérées du PIB de chaque pays, les coefficients représentant la part de PIB de chaque pays du groupe (les taux de change de PPP servant à déterminer les coefficients appropriés). Ainsi, selon la dernière édition des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, le PIB réel mondial progressera de 2,2 % en 2009, contre 3,7 % cette année (et 5 % en 2007). En chiffres annuels, les économies avancées devraient se contracter pour la première fois depuis la Seconde Guerre mondiale.

Ce que le PIB ne fait pas apparaître

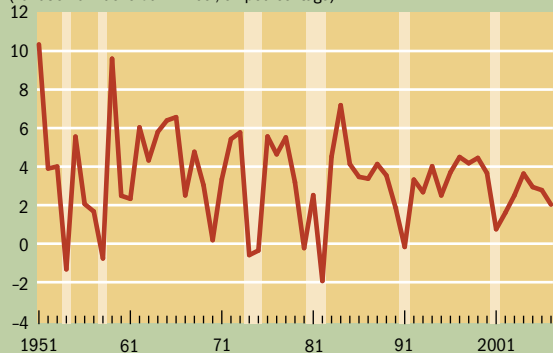
Il importe aussi de savoir ce que le PIB ne peut nous dire. Le PIB n'est pas une mesure standard du niveau de vie ou du bien-être d'un pays. Si l'évolution de la production de biens et de services par personne (PIB par habitant) sert souvent à évaluer si la situation du citoyen moyen s'améliore ou se détériore dans un pays, elle ne rend pas compte d'éléments jugés importants pour le bien-être général. L'essor de la production peut ainsi entraîner des dégâts écologiques ou d'autres coûts externes — bruit, réduction du temps de loisir, épuisement de ressources naturelles non renouvelables. La qualité de vie peut aussi dépendre de la répartition du PIB entre les habitants et pas seulement de son niveau global. Pour intégrer de tels facteurs, l'ONU calcule un indicateur du développement humain qui classe les pays selon le PIB par habitant et d'autres facteurs comme l'espérance de vie, l'alphabétisme et la scolarisation. D'autres mesures telles que l'indice de progrès réel et l'indice de bonheur national brut ont été conçues pour compenser certaines lacunes du PIB, mais elles ont aussi leurs détracteurs. ■

Tim Callen est Chef de division au Département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI.

Des hauts mais aussi des bas

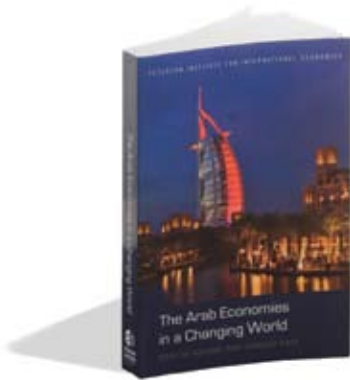
Depuis 1950 la production américaine, mesurée à partir du PIB corrigé de l'inflation, a principalement connu des phases de croissance, hormis durant six récessions dont la durée et l'intensité ont été variables.

(variation annuelle du PIB réel, en pourcentage)



Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.
 Note : Les colonnes claires correspondent à des récessions, c'est-à-dire des périodes de baisse de la production. La chronologie des récessions est établie par le National Bureau of Economic Research, un organisme privé.

Les contre-performances du monde arabe



Marcus Noland et Howard Pack

The Arab Economies in a Changing World

Peterson Institute for International Economics, Washington, 2007, 350 pages, 24, 95 dollars (broché).

Les auteurs examinent les performances économiques et les perspectives de dix pays arabes : l'Algérie, l'Arabie Saoudite, l'Égypte, la Jordanie, le Koweït, le Liban, le Maroc, la République arabe syrienne, la Tunisie et la République du Yémen, en partant de l'hypothèse que l'«arabisme» confère un degré significatif d'homogénéité qui permet cette comparaison. Ayant moi-même écrit un livre en 1976 sur la région qui s'étend du Maroc à la République islamique d'Iran, je peux dire que la région «arabe» n'est guère homogène. Je suis arrivé à la même conclusion en 1997 en ce qui concerne les six pays du Conseil de coopération du golfe (CCG) qui n'avaient pas atteint le degré d'homogénéité espérée (en effet, on peut difficilement comparer l'Arabie Saoudite et Bahreïn). Par la suite, en 2006, j'ai pensé que les pays exportateurs de pétrole du Golfe persique constituaient peut-être le groupe le plus homogène, mais même pour ces pays, l'homogénéité a ses limites. Noland et Pack arrivent sans le dire à la même conclusion : les pays qu'ils étudient sont trop divers pour se prêter à de belles généralisations.

Responsable de cette rubrique : Archana Kumar.

Éléments clés de l'analyse

Les principales conclusions des auteurs sont les suivantes : 1) bien que la plupart de ces pays obtiennent de bons résultats eu égard aux indicateurs sociaux, leurs performances économiques sont restées moyennes; 2) les raisons en sont diverses; 3) les facteurs qui y contribuent sont la médiocrité des institutions (forte corruption, absence d'intégration transfrontalière, recours limité à la technologie et à l'innovation, éducation et formation techniques inférieures à la moyenne, etc.), l'existence de régimes autoritaires, l'incertitude dans le domaine politique et le poids du secteur public; 4) dans le cas des pays exportateurs de pétrole, la présence de pétrole ouvre des possibilités mais comporte aussi des écueils. En résumé, les auteurs concluent que «sans remettre en question les réussites passées..., la question qui se pose est celle de savoir si face aux pressions démographiques, il est possible de relever le défi de l'emploi en s'appuyant sur les modèles politiques et économiques existants... La réponse est presque certainement négative.»

Malgré la qualité et la portée de leur analyse, je ne partage pas toujours le point de vue des auteurs. Par exemple, s'agissant des perspectives de chômage, ils négligent l'importance de l'activité des femmes. De même, l'étude de pays très divers leur fait oublier que les performances des pays exportateurs de pétrole du Golfe persique au cours de la période 1975–2004 n'ont pas été moyennes, mais inférieures à la moyenne.

Erreurs d'omission

Évaluant les raisons qui sous-tendent la médiocrité des performances économiques de ces pays, Noland et Pack négligent de souligner le rôle des conflits et des guerres. L'Iraq, le Liban, le Koweït, l'Algérie, l'Égypte, la République arabe syrienne et la Jordanie ont payé un lourd tribut et certains des pays du CCG ont en partie réglé la facture.

Les auteurs passent également sous silence l'influence négative des puissances extérieures, qu'elles aient soutenu des dictateurs, contraint les pays à l'isolement, leur aient appliqué des sanctions, aient cherché à leur «fourguer» un matériel militaire perfectionné, ou bien simplement pratiqué une politique consistant à diviser pour mieux régner. Selon Noland et Pack, «étant donné que les régimes politiques arabes restent stables par nature pendant des périodes exceptionnellement longues, cet héritage (l'autoritarisme) semble s'être perpétué beaucoup plus longtemps chez eux que dans les régions où des tendances comparables se sont manifestées». Mais ils n'en donnent cependant pas les raisons et déclarent que «les enjeux sont fondamentalement de nature «interne», ce qui fait que la communauté internationale ne peut pas y faire grand-chose». De fait, les puissances étrangères doivent reconnaître qu'elles sont en partie responsables de l'existence de ces régimes autoritaires et des problèmes dits «internes» qui se posent dans plusieurs de ces pays.

Enfin, bien que les auteurs déclarent à plusieurs reprises que l'Islam n'a pas d'influence sur les performances économiques de ces pays, ils semblent aussi vouloir nuancer leur position en déclarant que «les interprétations négatives du rôle de l'Islam dans l'histoire des pays examinés sont probablement justifiées, mais cette influence est peut-être atténuée dans le monde contemporain grâce à une convergence suffisante des institutions, des politiques et des comportements». Noland et Pack citent les observations d'un seul groupe de commentateurs. Ils auraient pu rétablir l'équilibre en indiquant que de l'avis d'un autre groupe, l'Islam insiste clairement sur l'importance de la prospérité et de la justice économique pour la communauté musulmane.

Hossein Askari

Professeur de commerce international et de relations internationales, George Washington University

Amis ou ennemis?

Bill Emmott

Rivals

How the Power Struggle Between China, India and Japan Will Shape Our Next Decade

Harcourt, 2008, 352 pages, 26 dollars (toilé).

Bill Emmott a été pendant 13 ans rédacteur en chef de la revue *The Economist*, après en avoir été le correspondant à Tokyo pendant les années 80. À l'époque, l'expansion économique japonaise faisait craindre, aux États-Unis et ailleurs, que ce pays ne cherche à refaire le monde à son image. Mais en 1989, Emmott contestait cette position dans son livre intitulé «*The Sun Also Sets: The Limits to Japan's Economic Power (Le soleil se couche aussi : les limites du pouvoir économique du Japon)*», prédisant que la croissance du pays ne se poursuivrait probablement pas dans les années 90.

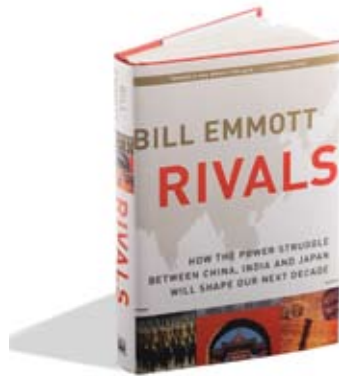
La justesse de cette prédiction confère à Emmott une réelle crédibilité dans les débats sur l'Asie. En 2006, après son départ de *The Economist*, il nous fait à nouveau bénéficier de ses analyses éclairantes dans «*Les Rivaux : Comment la lutte de pouvoir entre la Chine, l'Inde et le Japon va façonner la prochaine décennie*». Très nuancé et avare de clichés flatteurs, cet ouvrage apporte une contribution précieuse aux débats souvent interminables sur l'avenir politique et économique de l'Asie.

Qui a raison?

Emmott fait valoir d'emblée que la coexistence de trois grandes puissances sur le continent asiatique est un fait nouveau et que par conséquent la façon dont ces pays géreront à l'avenir leurs relations économiques et politiques sera cruciale pour l'avenir du continent. Il cite un haut responsable du ministère des affaires étrangères de l'Inde qui résume la situation comme s'il s'agissait d'un jeu à somme nulle : «*Il faut bien comprendre que nous sommes deux pays (l'Inde et la Chine) qui estimons tous deux que l'avenir nous appartient, or nous ne pouvons tous deux avoir raison.*»

Le contentieux entre la Chine et le Japon suite aux agissements de ce pays pendant la Seconde Guerre mondiale

est loin d'être réglé, de nombreux Chinois reprochant aux Japonais de ne pas s'être repentis de leurs crimes de guerre. Par ailleurs, la Chine continue à revendiquer l'État d'Arunachal Pradesh, ce qui a conduit à la guerre en 1962. De son côté, l'Inde estime que certaines terres himalayennes reculées appartenant actuellement à la Chine font partie de son territoire.



Dans ces conditions, on peut s'inquiéter de la décision prise par la Chine d'augmenter ses dépenses militaires de 18 % alors que l'Inde a décidé de les augmenter de 8 % (en signant en même temps un traité d'énergie nucléaire avec les États-Unis). Même le Japon, qui se heurte à certaines limitations dans le domaine militaire, a signé avec l'Australie une déclaration sur la sécurité l'année dernière — le premier accord de ce type signé par Tokyo depuis le traité de paix avec les États-Unis en 1952.

Vers l'union

La bonne nouvelle est que les trois pays sont de plus en plus intégrés sur le plan économique. En juillet 2008, par exemple, les exportations de la Chine vers le Japon ont pour la première fois été supérieures aux ventes aux États-Unis. Si la forte croissance se maintient (au moins en Chine et en Inde), l'intégration devrait se poursuivre et favoriser une union entre les pays d'Asie sans précédent depuis les exploits de Genghis Khan.

Mais l'intégration va-t-elle se poursuivre? Cela dépendra de la capacité des pays d'appliquer des réformes qui dynamiseront la croissance économique.

Ainsi, les marchés financiers chinois restent fort vulnérables. Au point que le Vice-Président du Congrès national du peuple a déclaré que 70 % des sociétés

cotées sur le marché ne valent rien et qu'il fallait les retirer de la cote.

L'économie de l'Inde souffre toujours d'une multiplicité de règles qui paralysent l'activité (elle n'occupe que la 134^e place dans le classement *Doing business* de la Banque mondiale). Par ailleurs l'état des infrastructures et l'inefficacité de l'administration sont autant d'obstacles à l'investissement et à la croissance économique.

L'économie japonaise reste handicapée par de nombreuses inefficiences, et le Nikkei est récemment tombé à son niveau le plus bas depuis 1982. Le titre de l'article publié par Emmott en 1998, «*Japan's Amazing Ability to Disappoint (la remarquable aptitude du Japon à décevoir)*», reste d'actualité.

Faire la paix

Emmott conclut par plusieurs recommandations pour gérer les rivalités entre les trois pays : initiatives en matière de sécurité (persuader l'Inde de signer le traité de non-prolifération), d'environnement (réduire les émissions et augmenter les investissements dans les énergies propres) et de diplomatie (encourager le soutien des États-Unis au Sommet de l'Asie de l'Est lancé en 2005, car il s'agit du seul organe réunissant la Chine, l'Inde et le Japon). Vu le succès des prédictions antérieures de l'auteur, on s'étonne qu'il ne nous dise pas si à l'avenir les rapports entre ces pays seront marqués par une rivalité destructrice ou une alliance dans la coopération.

Mais il observe à juste raison que les relations entre les trois pays seront déterminées par le comportement de la Chine. Le succès de l'organisation des Jeux olympiques de Beijing fera sans nul doute merveille pour l'image du pays. Toutefois, à long terme, il faut plutôt méditer les paroles de Deng Xiaoping, qui, interrogé sur la forme de gouvernement à appliquer en Chine, a déclaré : «*la stabilité prime sur tout*». Faut-il voir dans ces mots un engagement en faveur d'un partenariat régional et de la paix? Le Japon et l'Inde, comme les autres pays d'Asie, ne peuvent que l'espérer.

Matthew Rees
Président, *Geconomica*

Les yeux rivés sur les prix

Robert J. Samuelson

The Great Inflation and Its Aftermath

The Past and Present of American Affluence

Random House, New York, 2008, 336 pages, 26 dollars (toilé).

Au cours de ses 95 années d'existence, la Réserve fédérale des États-Unis — «la Fed» — a commis deux erreurs majeures. Elle a aggravé la «Grande crise» des années 30 en refusant d'injecter des liquidités dans une économie mondiale exsangue. Et dans les années 70, elle a laissé la «Grande inflation» s'installer en n'épongeant pas la liquidité dans laquelle l'économie mondiale se noyait. Mais si la grande crise reste gravée dans les mémoires, la grande inflation a sombré dans l'oubli.

Le livre de Robert Samuelson retrace avec brio «l'histoire oubliée» de la grande inflation, qu'il considère comme la plus grave erreur de politique *intérioritaire* (c'est l'auteur qui souligne) commise par Washington dans la période qui a suivi la Seconde Guerre mondiale. En plus de retracer l'histoire de la maîtrise de l'inflation, le livre brosse l'un des meilleurs tableaux de l'histoire économique des États-Unis et du monde depuis 1960.

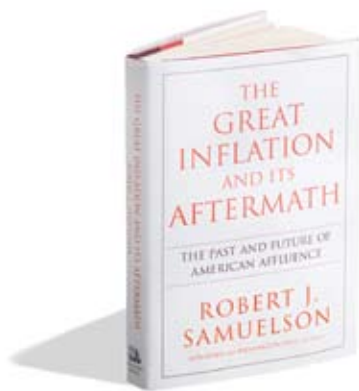
Une pluie interminable

De 1960 à 1979, le taux d'inflation annuel des États-Unis est passé de moins de 1,5 % à près de 13,5 %. L'auteur compare les hausses de prix à une pluie interminable. À l'époque, les Américains ont vivement protesté contre l'inflation galopante. Les sondages montrent que les citoyens étaient beaucoup plus préoccupés par l'inflation que par la guerre du Vietnam ou par le scandale du Watergate.

Samuelson fait valoir qu'en laissant l'inflation dépasser 10 %, on a jeté les bases d'une situation catastrophique pour l'économie américaine dans les années 70. Cette forte inflation a «incontestablement déstabilisé l'économie et entraîné quatre récessions de plus en plus graves». Cette inflation élevée — accompagnée de taux d'intérêt élevés et instables — a freiné l'amélioration du niveau de vie en abaissant le taux de

croissance de la productivité, en provoquant la stagnation des marchés boursiers et en entraînant une série de crises de la dette dont ont pâti les «agriculteurs américains, les caisses d'épargne aux États-Unis et les pays en développement».

Cette pluie incessante était-elle seulement due à la malchance? Non, affirme Samuelson, elle est «le résultat pervers de politiques bien intentionnées, encouragées par certains économistes universitaires parmi les plus éminents du pays». Dans les années 50 et au début des années 60, les économistes avaient acquis la conviction qu'il existait une relation inverse stable entre inflation et chômage : il était donc possible de réduire le chômage moyennant un peu plus d'inflation. La Fed a



été l'un des «principaux auteurs» de la grande inflation. Dans toute inflation, trop d'argent chasse trop peu de biens et cette inflation, la plus forte enregistrée par les États-Unis en temps de paix, s'explique «par le fait que l'administration, par l'intermédiaire de la Fed, a créé trop de monnaie».

Un nouveau commencement pour les États-Unis?

Comment a-t-on pu ramener l'inflation à deux chiffres de l'année 1980 à 4 % seulement en 1982? Selon Samuelson, cet exploit a été essentiellement accompli par deux hommes — Paul Volcker et Ronald Reagan — qui, pour cela, ont dû prendre des mesures drastiques. Pour l'essentiel, la contraction des liquidités opérée par la Fed sous la présidence de Volcker, a induit un ralentissement économique désastreux, le plus fort depuis la grande crise. Pour sa part, le Président Reagan a laissé la Fed appliquer cette politique «suffisamment longtemps pour modifier la psychologie

inflationniste». Aujourd'hui encore, les coûts sociaux de la lutte menée contre l'inflation aux États-Unis entre 1980 et 1982 «semblent épouvantables».

Pour Samuelson, la maîtrise de l'inflation a posé les jalons «de la prospérité des 25 dernières années du XX^e siècle» et a inversé en grande partie les effets négatifs d'une inflation à deux chiffres. Ces années ont été marquées par la croissance du revenu des États-Unis, qui a dépassé celle des autres pays avancés, par la vitalité des entreprises dont témoigne l'émergence de sociétés telles que Microsoft et enfin par le rétablissement de la confiance dans le dollar des États-Unis. Cette vitalité a contribué à transformer la finance internationale en encourageant une augmentation spectaculaire des flux de capitaux transnationaux.

Le ciel s'assombrit à nouveau

Le succès n'est jamais sans ombre et jamais éternel. Samuelson reconnaît que ces 25 années consécutives de bonnes performances économiques sont entachées de zones d'ombre et sont peut-être sur le point de prendre fin. Les années qui ont suivi la maîtrise de l'inflation ont été des années de croissance économique mais elles ont engendré une société plus ingrate, et un retour aux conditions d'existence plus rudes d'une économie davantage axée sur le marché. Cette prospérité prolongée, marquée par une croissance continue et seulement deux récessions mineures, a «fait naître une attitude de complaisance et d'indifférence» quant à la complexité croissante de la finance internationale, qui est responsable des turbulences actuelles.

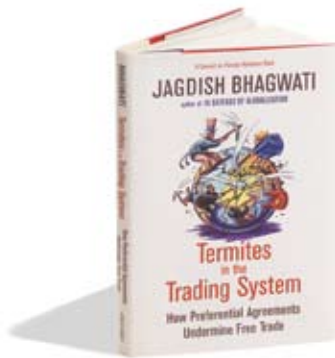
«Pour rétablir la prospérité des dernières décennies, il est nécessaire de mieux comprendre les interdépendances entre le système financier et le reste de l'économie, devenues à la fois «plus complexes et moins prévisibles». Si de nouveaux enseignements sont à tirer dans ce domaine, Samuelson souligne qu'il ne faut pas pour autant oublier les leçons de la maîtrise de la grande inflation : «il faut étouffer l'inflation dans l'œuf : plus on attend, plus elle est difficile à maîtriser.»

Prakash Loungani

Conseiller,

Département des études du FMI

Un fervent plaidoyer



Jagdish Bhagwati

Termites in the Trading System How Preferential Trade Agreements Undermine Free Trade

A Council on Foreign Relations book, Oxford University Press, 2008, 160 pages, 24,95 dollars (toilé).

Mis en demeure par le mathématicien Stanislas Ulam de citer une seule proposition des sciences sociales qui soit vraie sans être triviale, Paul Samuelson, titan incontesté de la science économique du XX^e siècle, a cité le principe de l'avantage comparatif dont «la rigueur logique n'a pas besoin d'être démontrée aux mathématiciens; d'ailleurs, le fait que des milliers de gens importants et intelligents n'ont jamais pu le comprendre, même quand on le leur a expliqué, atteste qu'il n'est pas trivial». Jagdish Bhagwati, titan de la science économique internationale et auteur de *Termites in the Trading System*, pourrait souligner que ces gens importants et intelligents n'ont guère mieux compris la distinction entre libre-échange et zones de libre-échange (accords commerciaux entre un groupe de pays), bien que cette distinction découle aussi d'un ensemble limité d'axiomes et que ce manque de compréhension menace le système commercial international.

Depuis longtemps, Bhagwati signale aux gens importants et intelligents la pertinence de cette distinction, dans ses ouvrages universitaires comme dans ses écrits de vulgarisation. Au début des années 90, alors que la dérive vers les accords

commerciaux préférentiels s'amorçait à peine, il était presque le seul à s'élever contre cette fragmentation du système commercial (voir son article de 1993 intitulé «Regionalism and Multilateralism: An Overview» dans *New Dimensions in Regionalism*, publié sous la direction de Jaime DeMelo and Arvind Panagariya, New York, Cambridge University Press). Aujourd'hui, alors que les accords préférentiels se comptent par centaines et que les règles gouvernant les flux de biens et services ont proliféré dans la même proportion, la prescience de la mise en garde de Bhagwati apparaît pleinement.

Bien que le principe de non-discrimination fût l'un des fondements de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT, 1948), ce dernier tolérait des exceptions (article XXIV), en permettant des accords préférentiels sous forme de zones de libre-échange ou d'unions douanières. Les membres d'une telle zone, comme celle de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) ou d'une union douanière, comme l'Union européenne, doivent éliminer leurs barrières commerciales; mais l'union douanière impose aussi un tarif extérieur commun sur les importations venant de pays non membres. Bien que les pays membres de ces accords et unions soient tenus de lever les barrières entre eux, cela n'équivaut pas à un régime multilatéral de libre-échange. Les tarifs discriminatoires imposés aux non-membres peuvent causer des inefficiences quant au choix de la source des importations, entraînant de graves conséquences normatives (potentiellement négatives) pour les membres et les non-membres. Plus précisément, comme Jacob Viner l'a démontré dans son analyse classique de 1950 (*The Customs Union Issue*, New York, Carnegie Endowment for International Peace), s'il est possible de stimuler ainsi entre les membres des échanges de biens qu'ils produisent avec efficacité par rapport au reste du monde, ces accords peuvent aussi avoir un «effet de distorsion», les préférences réciproques des pays

membres ayant pour effet de détourner les biens en provenance de pays non membres efficaces. Dans ce cas, la situation des pays membres pourrait être pire qu'avant.

Dans les 100 pages empreintes de son humour et de sa perspicacité habituels, l'auteur dissèque la question des accords préférentiels avec érudition et rigueur, la situant dans son contexte historique, et soulignant ses ramifications sur le plan des politiques publiques. Au chapitre 2, il analyse les origines de l'article XXIV du GATT et rappelle les impératifs politiques qui ont conduit les États-Unis à abandonner le principe de non-discrimination et à accepter les exceptions de l'article XXIV. Au chapitre 3, s'appuyant sur des exemples récents, il décrit concrètement les effets négatifs du détournement des échanges, en étayant par des données empiriques l'argumentation théorique contre les préférences. Il analyse à fond les conséquences des échanges préférentiels pour le système commercial multilatéral, en montrant à juste titre que la transformation actuelle du système en un réseau chaotique d'accords préférentiels (le fameux «bol de spaghetti») ne peut être efficace. Au chapitre 4, il appelle les pays à éviter les accords bilatéraux, à libéraliser plus largement leurs échanges pour diluer l'effet de distorsion des préférences commerciales au profit d'un libre-échange mondial.

Mais ces milliers de gens importants et intelligents l'écouteront-ils? Ces dernières décennies, Bhagwati, tel un virtuose classique, a joué toutes les variations de l'argument en faveur du libre-échange et des accords multilatéraux qui y mènent. Il présente ici certains de ses meilleurs arguments pour la distinction entre libre-échange et zones de libre-échange et la meilleure réfutation de ceux qui confondent les deux notions. Il décrit avec passion l'incidence de cette confusion sur le système commercial. Ses arguments méritent d'être étudiés très attentivement.

Pravin Krishna
Professeur émérite Chung Ju Yung
d'économie internationale
Université Johns Hopkins

Une autre conception de la pauvreté

La révision des statistiques de la pauvreté peut faciliter la compréhension du processus de développement



Justin Yifu Lin est Premier Vice-président et économiste en chef de la Banque mondiale.

IMAGINEZ que vous êtes le premier ministre d'un pays en développement. Depuis des années, vous consacrez de vigoureux efforts à la réforme de l'économie pour accélérer et soutenir la croissance et réduire la pauvreté. Alors que vous êtes convaincu que le pays est sur la bonne voie et qu'il progresse allègrement vers les objectifs du Millénaire pour le développement (OMD), des experts de la Banque mondiale produisent soudain de nouveaux calculs indiquant que le taux de pauvreté est beaucoup plus élevé qu'on ne le pensait. Étonné, vous demandez à vos experts de revoir leurs statistiques. Ils réexaminent les données empiriques et confirment le diagnostic de la Banque.

C'est à peu près la situation de nombreux dirigeants de pays en développement depuis la publication des estimations internationalement comparables de la Banque mondiale sur la pauvreté. Ces données incitent à la modestie. Une étude de mes collègues Martin Ravallion et Shaohua Chen, qui ajustent le critère de mesure de la pauvreté mondiale à 1,25 dollar par jour aux prix de 2005, révèle que les pauvres dans ces pays sont plus nombreux qu'on ne le pensait, à l'aune de l'ancien seuil de la Banque — 1,08 dollar par jour aux prix de 1993. Après une grande révision de la méthode de calcul utilisée, ils estiment que 1,4 milliard de personnes (25 % de la population du monde en développement) vivent sous le seuil de pauvreté. Des travaux publiés en 2007 estimaient que 950 millions de personnes (17 % de la population des pays en développement) vivaient avec 1,08 dollar

par jour ou moins. Selon la mesure révisée, il y en a 400 millions de plus.

La nouvelle étude constate aussi que la pauvreté a reculé, de 52 % de la population en 1981 à 42 % en 1990 et 25 % en 2005, avec une baisse constante d'environ 1 point de pourcentage par an sur la période 1981–2005 pour l'ensemble du monde en développement. Elle conclut que le monde peut encore atteindre le premier OMD, qui consiste à diminuer de moitié le niveau de pauvreté de 1990 d'ici 2015.

Un changement spectaculaire

La principale raison de ce changement spectaculaire est simple : la Banque mondiale a recalculé le nombre de personnes vivant dans l'extrême pauvreté à partir des résultats récents du Programme de comparaison internationale et de 675 enquêtes sur les ménages menées dans 116 pays entre 1981 et 2005. L'ancien seuil de 1 dollar par jour avait été choisi pour représenter l'extrême pauvreté. Il était fondé sur les données du coût de la vie de 1993 qui étaient alors les meilleures disponibles, mais on a constaté que ces chiffres sous-estimaient le coût de la vie dans bien des pays pauvres. Puisque ce coût s'avère aujourd'hui plus élevé, le nombre de personnes vivant dans la pauvreté est aussi plus élevé.

Bien que le niveau de pauvreté dans tous les pays en développement soit supérieur à ce qu'on croyait, il a diminué avec le temps. Les méthodes générales utilisées pour fixer le seuil international de pauvreté et mesurer les taux de pauvreté sont constantes depuis les premières estimations faites il y a près de trente ans. Ce qui a changé c'est la fiabilité, l'actualité et la portée des données.

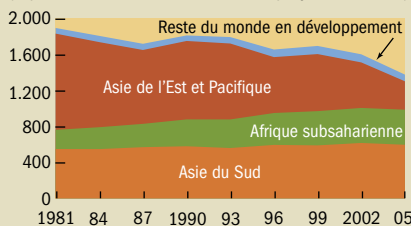
Les mises à jour révèlent de grandes avancées dans la réduction de la pauvreté, surtout en Asie de l'Est (graphique). Au début des années 80, l'incidence de la pauvreté y était la plus forte du monde, quelque 80 % de la population vivant avec moins de 1,25 dollar par jour en 1981. En 2005, cette proportion était tombée à 17 %. Selon ce critère, la Chine compte à elle seule 600 millions de pauvres de moins, encore que les progrès y sont inégaux au fil du temps.

Dans le reste du monde en développement, la proportion de personnes vivant avec 1,25 dollar

Des progrès inégaux

La pauvreté baisse en Asie de l'Est, mais double quasiment en Afrique subsaharienne.

(Population vivant avec moins de 1,25 \$ par jour, en millions)



Source : Banque mondiale.

par jour a chuté de 40 % à 29 % sur la période 1981–2005, mais pas assez pour réduire le nombre total de pauvres, qui se maintient à 1,2 milliard environ. L'Inde a fait des avancées remarquables, ramenant la pauvreté de 60 % en 1981 à 42 % en 2005, selon le critère de 1,25 dollar par jour. Le reste de l'Asie du Sud a fait des progrès comparables. En Amérique latine, après maintes années de stagnation, la pauvreté a commencé à diminuer, passant de 11 % en 2002 à 8 % en 2005.

Repenser et ajuster

Mais les progrès sont inégaux et le niveau de pauvreté reste trop élevé dans certaines régions du monde. En Afrique subsaharienne, la proportion de personnes vivant avec 1,25 dollar par jour était de 51 % en 2005, à peu près la même qu'en 1981. Compte tenu de l'ampleur de la pauvreté en Afrique, il faudra une croissance encore plus forte qu'ailleurs pour obtenir le même effet.

Même si ces données font réfléchir, les estimations actualisées peuvent aider la communauté internationale et les dirigeants des pays en développement à repenser et ajuster leurs stratégies et politiques de développement. D'après les travaux empiriques de la Banque mondiale depuis 20 ans, l'incidence de la pauvreté tend à diminuer avec une croissance soutenue. À partir de trois enquêtes sur les ménages menées dans près de 80 pays sur la période 1980–2000, et selon le critère de 1 dollar par jour, Ravallion (2007) estime que l'élasticité de la réduction de la pauvreté par rapport à la croissance est négative (les deux tendances coïncident) dans près de 80 % des cas, même si la pauvreté réagit moins à la croissance dans les pays à forte inégalité. Ce constat est corroboré par les nouveaux chiffres sur la pauvreté dans le monde. Les taux de croissance régionaux et l'évolution du pourcentage de personnes vivant sous le seuil international de pauvreté depuis un quart de siècle montrent le même phénomène. C'est l'Asie de l'Est qui a enregistré le plus fort taux moyen de croissance et la plus forte baisse de la pauvreté en 1981–2005. Par contre, l'Afrique subsaharienne et la région Europe–Asie centrale ont affiché la plus faible croissance et les plus mauvais résultats en matière de réduction de la pauvreté.

La question cruciale de politique économique est donc de savoir comment pérenniser la croissance pour réduire la pauvreté. Les faits montrent qu'une forte croissance est liée à l'ouverture au commerce. Celle-ci n'engendre pas toujours la croissance et peut avoir des effets de répartition atténuant son impact sur la pauvreté. Mais en général, l'ouverture s'accompagne d'un regain de croissance et les pauvres en bénéficient.

La clé de la compétitivité

Les corrélations entre croissance, amélioration des indicateurs du commerce et réduction de la pauvreté peuvent tenir au fait que l'ouverture favorise des stratégies économiques fondées sur l'avantage comparatif, clé de la compétitivité des pays. Michael Porter (1990) est célèbre pour avoir identifié quatre sources d'avantage comparatif :

- des secteurs ou des activités utilisant à bon escient les facteurs qui abondent dans le pays;
- de vastes marchés intérieurs permettant aux entreprises d'atteindre une échelle optimale;

- des groupements industriels;
- une concurrence dynamique qui encourage l'efficacité et la hausse de la productivité.

L'abondance de facteurs correspond à l'avantage comparatif que confèrent les atouts d'un pays. La présence de groupements industriels et la concurrence interne dépendent de l'adoption d'une stratégie de développement en rapport avec ses avantages comparatifs. Ainsi, un pays dont le développement industriel ignore son avantage comparatif deviendra à la longue une économie fermée et un marché peu concurrentiel, car les entreprises nationales ne seront pas viables sur des marchés ouverts et compétitifs et dépendront pour leur survie de subventions et de protections (Lin, 2007).

Par ailleurs, il serait en l'occurrence difficile de bâtir et de maintenir des groupements industriels, l'État ne pouvant pas subventionner et protéger simultanément un grand nombre d'entreprises dans un même secteur au risque de favoriser ainsi la formation d'un groupement industriel. Quand un pays exploite son avantage comparatif, la présence d'un vaste marché intérieur n'est plus nécessaire puisque les entreprises peuvent rivaliser sur les marchés mondiaux.

Exploiter l'avantage comparatif

Les quatre facteurs de Porter se résument donc à une seule prescription : permettre à chaque pays d'exploiter son avantage comparatif. Un pays à faible revenu et à court de capitaux qui veut développer des activités capitalistiques sans rapport avec son avantage comparatif deviendra une économie fermée et peu compétitive. Les pauvres pâtiront aussi bien de la faible croissance que du manque d'emplois. Inversement, les pays ouverts et maximisant leur avantage comparatif améliorent leurs perspectives de croissance et leur potentiel de revenu, clés de la création d'emplois et de la réduction de la pauvreté.

Les récents chiffres sur la pauvreté peuvent certes inciter les décideurs et les experts du développement à l'humilité, mais ils offrent aussi l'occasion de réévaluer ce que l'on a appris jusqu'ici. En tablant sur l'ouverture pour exploiter l'avantage comparatif, on améliore la croissance du pays et on contribue à réduire la pauvreté. Enfin, la vérité gênante — à savoir qu'il y a beaucoup plus de pauvres dans le monde qu'on ne le pensait — pourrait nous aider à mieux comprendre le processus de développement et à redoubler d'efforts pour diminuer la pauvreté. ■

Bibliographie :

Chen, Shaohua, and Martin Ravallion, 2008, "The Developing World Is Poorer than We Thought, but No Less Successful in the Fight Against Poverty," Policy Research Working Paper 4703 (Washington: World Bank).

Lin, Justin Yifu, 2007, "Economic Development and Transition: Thought, Strategy, and Viability," Marshall Lectures (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).

Porter, Michael, 1990, The Competitive Advantage of Nations (New York: The Free Press).

Ravallion, Martin, 2007, "Inequality Is Bad for the Poor," in Jenkins, Steven, and John Micklewright (eds.), Inequality and Poverty Re-examined (Oxford: Oxford University Press).

Ravallion, Martin, Shaohua Chen, and Prem Sangraula, 2008, "Dollar a Day Revisited," Policy Research Working Paper 4620 (Washington: World Bank).

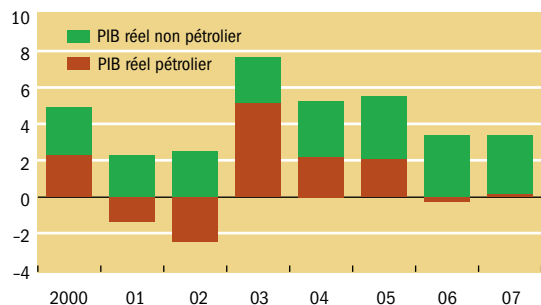


Arabie Saoudite

Depuis le début du boom pétrolier en 2003, l'Arabie Saoudite a enregistré une forte croissance soutenue par des recettes élevées et une expansion rapide du secteur privé non pétrolier. Les tensions inflationnistes s'apaisent, mais la crise financière mondiale présente de nouveaux risques.

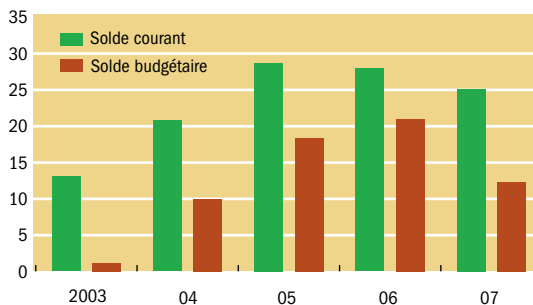
Depuis 2003, la croissance moyenne atteint 4,3 %, avec une contribution majeure du secteur non pétrolier.

(variation en pourcentage)



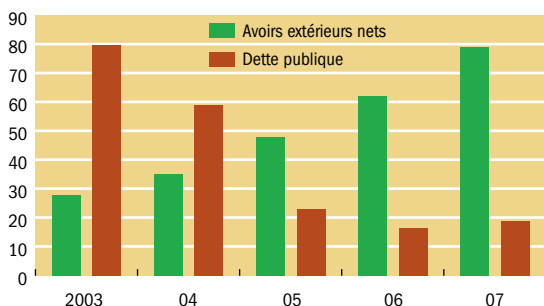
La hausse des recettes pétrolières jusqu'à la mi-2008 a renforcé les positions budgétaire et extérieure ...

(en pourcentage du PIB)



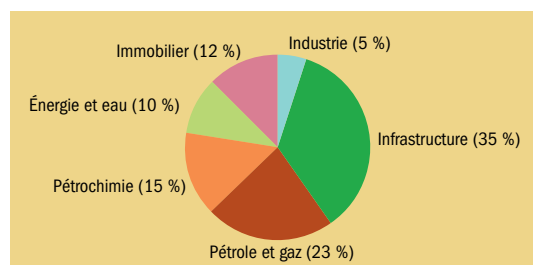
...notamment par l'accumulation des avoirs extérieurs nets et la diminution de la dette publique.

(en pourcentage du PIB)



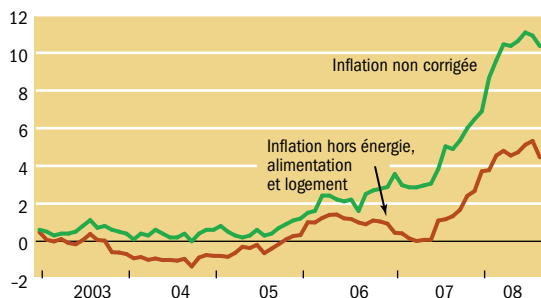
Les recettes pétrolières sont investies à moyen terme pour développer le secteur non pétrolier et accroître la capacité de production pétrolière afin de stabiliser le marché pétrolier mondial.

(pourcentage de l'investissement total, 2007-14)



Le ralentissement économique mondial commence à atténuer les tensions inflationnistes.

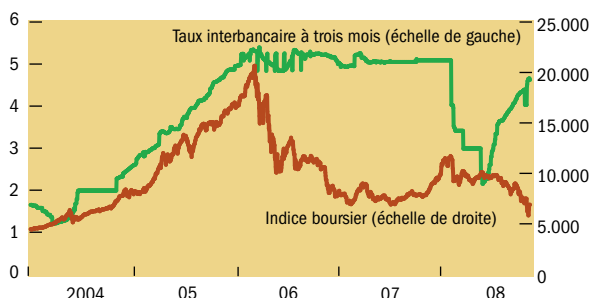
(variation en pourcentage d'une année sur l'autre)



Sources : autorités saoudiennes; estimations des services du FMI.

Le principal défi immédiat est de limiter les retombées de la crise économique mondiale, dont l'impact sur le système bancaire intérieur est pour l'instant limité.

(pourcentage)



A

Masood Ahmed, *Nouvelles frontières*, septembre

B

L'ABC de l'économie : Régimes de change : fixes ou flottants? mars; *Les marchés de gré à gré*, juin; *Qu'est-ce que la titrisation?* septembre; *Qu'est-ce que le produit intérieur brut?* décembre

Olivier Blanchard, *Fissures dans le système*, décembre

Andrew Burns, *Comblent l'écart technologique*, juin

C

Tim Callen, *Qu'est-ce que le produit intérieur brut?* décembre

Jaime Caruana et Aditya Narain, *Les exigences de fonds propres*, juin

Oya Celasun et Jan Walliser, *Gérer les surprises de l'aide*, septembre

Stijn Claessens, M. Ayhan Kose et

Marco E. Terrones, *Quand les crises s'entrechoquent*, décembre

William R. Cline, *Réchauffement climatique et agriculture*, mars

David T. Coe, *Les emplois exportables*, mars

Charles Collins, *La crise à la lumière de l'histoire*, décembre

Gros plan : Afrique du Sud, mars; *Algérie*, juin; *Vietnam*, septembre; *Arabie Saoudite*, décembre

D

Uwe Deichmann et Indermit Gill, *Géographie économique de l'intégration régionale*, décembre

Eckhard Deutscher et Sara Fyson, *Améliorer l'efficacité de l'aide*, septembre

Randall Dodd, *Les marchés de gré à gré*, juin

Randall Dodd et Paul Mills, *Crise hypothécaire : effet de contagion*, juin

Thomas Dorsey, *Une affaire de capitaux*, juin

E

Mohamed A. El-Erian, *Une crise mémorable*, décembre

Entre nous : Risques internes, mars; *Des «déstabilisateurs» automatiques*, juin; *L'émergence des marchés*, septembre; *Une autre conception de la pauvreté*, décembre

G

Atish Ghosh, *Jouer sur les taux de change*, juin

Sanjeev Gupta et Shamsuddin Tareq, *Mobilisation des recettes*, septembre

H

Thomas Helbling, Valerie Mercer-Blakman et Kevin Cheng, *Vague porteuse*, mars

I

Stefan Ingves et Göran Lind, *Les solutions de Stockholm*, décembre

Maros Ivanic et Will Martin, *Assurer la sécurité alimentaire*, décembre

J

Andreas Jobst, *Qu'est-ce que la titrisation?* septembre

Simon Johnson, *Risques internes*, mars; *Des «déstabilisateurs» automatiques*, juin; *L'émergence des marchés*, septembre

Benjamin Jones, Michael Keen, et Jon Strand, *Le prix du changement climatique*, mars

K

Kenneth Kang et Jacques Miniane, *La tourmente financière mondiale atteint l'Asie*, décembre

Kenneth Kang et Murtaza Syed, *La voie de la reprise vue du Japon*, décembre

Khor Hoe Ee et Kee Rui Xiong, *Crise du crédit à risque : une perspective asiatique*, juin

Laura Kodres, *Une crise de confiance ... et beaucoup plus*, juin

M. Ayhan Kose, Christopher Otrok et Eswar Prasad, *Cycles économiques : découplage ou convergence?* juin

Archana Kumar, *La course-poursuite*, décembre

L

Justin Yifu Lin, *Une autre conception de la pauvreté*, décembre

Prakash Loungani, *En quête de règles*, mars; *Prévisions économiques : peut-on s'y fier?* septembre

Lorcan Lyons, *Énergie : consommation de plus en plus insoutenable*, mars

M

Paul Mills, *L'écologisation des marchés*, mars

Mahmoud Mohieldin, *Investir chez les voisins*, décembre

Mohan Munasinghe, *Hausse des températures, hausse des risques*, mars

N

David C.L. Nellor, *L'émergence des marchés en Afrique*, septembre

O

Ngozi Okonjo-Iweala, *Le Nigéria veut se racheter*, décembre

P

Paroles d'économistes : John Taylor, mars; *Jacques Polak*, juin; *Beatrice Weder di Mauro*, septembre

Pleins feux : Énergie : consommation de plus en plus insoutenable, mars; *Comblent l'écart technologique*, juin; *Prévisions économiques : peut-on s'y fier?* septembre; *Comment obtenir une croissance forte et durable*, décembre

Eswar S. Prasad et Raghuram G. Rajan, *Prochaine génération des réformes financières en Inde*, septembre

Q

Zia Qureshi, *Des objectifs en vue, mais encore inaccessibles*, juin

R

Natalie Ramirez-Djumen et Jair Rodriguez, *Comment obtenir une croissance forte et durable*, décembre

Martin Ravallion et Dominique van de Walle, *Réforme agraire et pauvreté en Asie de l'Est*, septembre

James L. Rowe, *Un modèle élégant en héritage*, juin

S

Noel Sacasa, *Prévention des crises futures*, décembre

Jesús Saurina et Avinash D. Persaud, *Point de vue : Bâle II va-t-il prévenir ou aggraver les crises?* juin

Antoinette Sayeh, Domenico Lombardi, Kumi Naidoo, Andrew Kumbatira, Eveline Herfkens, Roy Cullen et Enrique V. Iglesias, *Libre débat : Quelle action a le plus de chances de doubler le niveau de vie des pays pauvres dans la prochaine décennie?* septembre

Mark Stone, Harald Anderson et Romain Veyrune, *Régimes de change : fixes ou flottants?* mars

T

Natalia Tamirisa, *Le changement climatique et l'économie*, mars

V

Elaine Venter, *Point de vue : La réforme en marche*, septembre

W

Jian-Ye Wang et Abdoulaye Bio-Tchané, *Afrique et Chine : des liens plus étroits*, mars

NOTES DE LECTURE

Anders Åslund, *Russia's Capitalist Revolution: Why Market Reform Succeeded and Democracy Failed*, mars

Jagdish Bhagwati, *Termites in the Trading System: How Preferential Trade Agreements Undermine Free Trade*, décembre

Richard M. Bird et Pierre-Pascal Gendron, *The VAT in Developing and Transitional Countries*, juin

Barry Eichengreen, *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, mars

Bill Emmott, *Rivals: How the Power Struggle Between China, India and Japan Will Shape Our Next Decade*, décembre

Tim Harford, *The Logic of Life: The Rational Economics of an Irrational World*, juin

Marcus Noland et Howard Pack, *The Arab Economies in a Changing World*, décembre

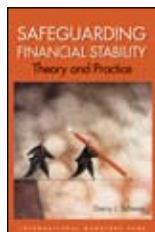
Robert J. Samuelson, *The Great Inflation and Its Aftermath: The Past and Present of American Affluence*, décembre

Vito Tanzi, *Argentina: An Economic Chronicle: How One of the Richest Countries in the World Lost Its Wealth*, septembre

Michael Tomz, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries*, septembre

Douglas Wass, *Decline to Fall: The Making of British Macro-Economic Policy and the 1976 IMF Crisis*, septembre

Publications du FMI sur la stabilité financière



Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice

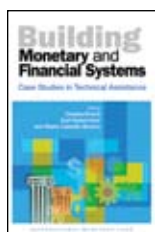
En quoi la finance se rapporte-t-elle aux processus économiques et pourquoi la voir comme un bien public appelant un encadrement? Cet ouvrage offre une réponse. Il dessine un dispositif pratique de sauvegarde de la stabilité financière à vocation à la fois préventive et corrective.

Il examine par ailleurs la problématique de la stabilité

financière issue de la mondialisation, du recours croissant aux instruments dérivés et des activités des assureurs et réassureurs sur les marchés de capitaux.

28 \$. Anglais. © 2005. xvi + 312 pages ISBN 1-58906-440-2. Code de référence : SFSTEA

Pour en savoir plus ou commander : <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=6354>



Building Monetary and Financial Systems: Case Studies in Technical Assistance

Cet ouvrage comprend 21 études de cas d'assistance technique fournie par le FMI entre 2003 et 2006. Ces études couvrent notamment la politique et les opérations monétaires, les marchés financiers, les systèmes de paiement et la réglementation et la supervision financières, en mettant en lumière à la fois le fond de la problématique

abordée et les modalités de l'assistance technique. Ce livre montre combien il est important de faire en sorte que la formulation de politiques monétaires et financières solides soit suivie d'une mise en œuvre correcte et efficace.

29 \$. Anglais. © 2007. xii + 346 pages ISBN 978-1-58906-615-1. Code de référence : BMFSEA

Pour en savoir plus ou commander : <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7775>



Promoting Fiscal Discipline

La discipline budgétaire est cruciale pour améliorer et entretenir les résultats économiques, préserver la stabilité macroéconomique et réduire les vulnérabilités. Elle l'est d'autant plus pour permettre aux pays de relever les défis de la mondialisation économique et financière et d'en recueillir les fruits. Le manque de discipline budgétaire résulte en général de l'utilisation

malavisée du pouvoir discrétionnaire. Les auteurs examinent d'abord le rôle de ce pouvoir en matière de politique budgétaire et l'ampleur, les conséquences et les causes de la procyclicalité, notamment en conjoncture favorable. Ils examinent enfin plusieurs formules institutionnelles qui pourraient améliorer la discipline budgétaire.

25 \$. Anglais. © 2007. viii + 134 pages ISBN 978-1-58906-609-0. Code de référence : PFDEA

Pour en savoir plus ou commander : <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7895>



Integrating Europe's Financial Markets

Cette étude retrace la genèse du marché financier unique de l'Union européenne et définit les priorités et les défis de demain. Il porte une attention toute particulière sur le travail d'intégration qui a suivi la mise en place de l'euro. Il examine enfin l'importance de l'intégration financière — notamment pour la croissance économique — l'interaction entre les

banques et les marchés et l'intégration des places boursières.

24,50 \$. Anglais. © 2007. xviii + 261 pages ISBN 978-1-58906-623-6. Code de référence : IEFMEA

Pour en savoir plus ou commander : <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7842>



Financial Sector Assessment: A Handbook

Ce manuel offre un cadre analytique pour l'évaluation de la stabilité des systèmes financiers et des besoins de développement et trace des orientations générales sur les démarches, les méthodologies et les techniques qui interviennent dans l'évaluation des systèmes financiers. Il s'inspire fortement de l'expérience acquise par la Banque mondiale et le FMI dans leur Programme d'évaluation du

secteur financier et, de manière plus générale, du travail réalisé par les deux institutions sur le plan opérationnel et stratégique, mais il se prête à une utilisation plus générale des évaluations de secteur financier, qu'elles soient entreprises par les autorités nationales ou par les équipes de la Banque mondiale ou du FMI.

45 \$. Anglais. © 2005. 460 pages ISBN 0-8213-6432-4. Code de référence : FSAPEA

Pour en savoir plus ou commander : <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=6840>



IMF Support and Crisis Prevention

Cette étude du FMI examine les divers rôles des financements du FMI dans la prévention des crises.

Les pays émergents qui ont connu des crises financières par le passé en ont subi des séquelles socioéconomiques considérables, d'où l'importance de la prévention. Celle-ci dépend surtout du dispositif

institutionnel des pays et des politiques qu'ils mettent en œuvre, mais le FMI peut contribuer à ce travail par le biais de la surveillance, de l'assistance technique et de la promotion de normes et codes.

30 \$. Anglais. © 2008. v + 28 pages ISBN 978-1-58906-709-7. Code de référence : S262EA

Pour en savoir plus ou commander : <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=9904>

Bénéficiez d'une réduction de 10 % sur l'achat de ces livres en incluant le code promotionnel FD0812 lors de votre achat en ligne ou en le signalant si vous effectuez votre commande par courriel, télécopie ou téléphone. Voir imfbookstore.org pour plus de précisions sur la commande de publications du FMI.