

# FD &

**FINANCES & DÉVELOPPEMENT**

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

Juin 2009

**Revers  
de fortune  
pour la Russie**

# La crise secoue l'Europe

## Des choix difficiles

**Le milliard le plus pauvre  
Le monde après la crise  
Des dérivés exotiques**

Finances & Développement, Juin 2009 8 \$



MFIFA2009002

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

Édition française ISSN 0430-473x

**RÉDACTEUR EN CHEF**

Jeremy Clift

**RÉDACTEURS PRINCIPAUX**

Camilla Andersen  
Archana Kumar  
James Rowe  
Simon Willson

**RÉDACTEURS**

Maureen Burke  
Glenn Gottselig  
Natalie Ramirez-Djumena

**DIRECTRICE ARTISTIQUE**

Luisa Menjivar

**GRAPHISTE**

Lai Oy Louie

**ASSISTANTES DE RÉDACTION**

Lijun Li  
Kelley McCollum  
Niccole Braynen-Kimani

**CONSEILLERS DE LA RÉDACTION**

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

**ÉDITION FRANÇAISE**

Publiée sous la direction de Marc Servais,  
Section française des services linguistiques  
Mise sous presse par United Lithographers  
Inc., Ashburn, Virginia (U.S.A.)

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

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

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

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

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



**FINANCES & DÉVELOPPEMENT** PUBLICATION TRIMESTRIELLE  
DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL  
Juin 2009 • Volume 46 • Numéro 2

## DOSSIER

### LA CRISE SECOUE L'EUROPE

#### 8 L'Europe sous pression

La crise mondiale met à l'épreuve la cohésion de l'Union européenne

*Marek Belka*

#### 12 L'effet de halo s'estompe

Nombre de pays d'Europe centrale et orientale ont du mal à s'adapter à la nouvelle réalité économique

*Martin Čihák et Srobona Mitra*

#### 15 Un conte de deux crises

L'économie russe reste tributaire des ressources naturelles et doit se diversifier en harmonie avec le marché

*Erik Berglöf, Alexander Plekhanov et Alan Rousso*

#### 19 Point de vue — Test de résistance pour l'euro

Les pays tentés d'abandonner la monnaie européenne font face à des obstacles considérables

*Barry Eichengreen*

#### 22 Point de vue — L'heure de gloire de l'euro?

La zone euro s'est révélée un lieu sûr pour les pays qui ont eu la chance d'entrer à temps dans ce club très fermé

*Charles Wyplosz*



12



29

### AUSSI DANS CE NUMÉRO

#### 25 Une récession extraordinaire

Mesurée d'une manière ou d'une autre, la récession mondiale actuelle est la plus profonde et la plus synchronisée de l'après-guerre

*M. Ayhan Kose, Prakash Loungani et Marco E. Terrones*

#### 29 Se préparer à l'après-crise

Évaluer le rôle du FMI dans la future architecture financière internationale

*John Lipsky*

#### 34 Comment gérer au mieux les booms des prix d'actifs?

Toutes les vagues de spéculation ne sont pas identiques — le choix des mesures appropriées dépend du mode de détention des actifs et de la nature des agents exposés à leur effondrement éventuel

*Giovanni Dell'Ariccia*

#### 37 Un mélange détonant

Les causes profondes de la crise selon Olivier Blanchard

#### 40 Qui joue avec le feu...

Dans de nombreux pays émergents, des entreprises ayant acquis des produits dérivés exotiques ont subi de lourdes pertes

*Randall Dodd*



40

## Des temps difficiles pour l'Europe

**L**E RALENTISSEMENT économique résultant de la crise financière qui a débuté à la mi-2007 est devenu une récession mondiale et synchronisée. Le resserrement du crédit, la diminution de la richesse et la hausse de l'incertitude ont causé une forte baisse de tous les types de demande. Comme le reste du monde, l'Europe connaît une récession profonde, qui risque encore de s'aggraver.

Le présent numéro examine les dégâts causés par la crise dans les pays avancés ou émergents d'Europe en raison de la nature mondiale des chocs qui ont frappé le secteur financier et l'économie réelle, et des étroites relations commerciales de l'Europe au niveau régional et mondial.

Selon Marek Belka, Directeur du Département Europe du FMI, l'Europe doit, au-delà de la nécessité immédiate de gérer la crise, réviser les structures sur lesquelles repose l'Union européenne, car nombre d'entre elles se sont avérées défaillantes ou inexistantes. Le plus urgent est de réformer le cadre de stabilité financière de l'UE.

La crise met aussi à l'épreuve les nouveaux membres de l'UE en Europe centrale et orientale. Mais à de nombreux égards, une institution européenne a démontré sa qualité : il s'agit de l'euro. Charles Wyplosz et Barry Eichengreen examinent l'avenir de la monnaie commune.

Des économistes du FMI jugent que la récession actuelle est la plus grave de l'après-guerre. John Lipsky, Premier Directeur général adjoint du FMI, examine le rôle du FMI après la crise. Giovanni Dell'Ariccia évalue ce que nous avons appris sur la gestion des envolées des prix des actifs pour éviter la crise qui a provoqué de tels dégâts. Paul Collier, économiste à Oxford, indique comment aider les pays à faible revenu pendant la crise. Donald Kaberuka, Président de la Banque africaine de développement, explique comment les dirigeants africains peuvent se préparer à tirer parti d'un redressement de l'économie mondiale.

**Jeremy Clift**  
Rédacteur en chef

### 43 Se financer autrement

Lorsqu'ils ont du mal à se financer, les pays en développement emploient de nouveaux moyens de mobiliser des capitaux  
*Suhas Ketkar et Dilip Ratha*

### 46 Une couverture, pas un pari

Des entreprises latino-américaines ont utilisé de nouvelles techniques pour se protéger des fluctuations de change. Mais certaines l'ont fait pour spéculer et ont beaucoup perdu  
*Herman Kamil, Bennett W. Sutton et Chris Walker*

### 48 Amérique latine : quand une relance budgétaire est-elle souhaitable?

Une relance budgétaire convient à certains pays pendant la crise économique mondiale, mais peut-être pas à d'autres  
*Nicolás Eyzaguirre, Benedict Clements et Jorge Canales-Kriljenko*

### 50 Point de vue — La réglementation : question de philosophie

Le contrôle basé sur les risques cherchait à stimuler l'innovation et à récompenser les bons comportements, mais il a contribué à la crise financière mondiale  
*S. Raihan Zamil*

### 4 Paroles d'économistes

#### Le milliard le plus pauvre

*Glenn Gottselig s'entretient avec Paul Collier*

### 32 Pleins feux

#### Un terrain nouveau

Une politique monétaire énergique pour combattre la crise  
*Koshy Mathai et Simon Willson*

### 52 L'ABC de l'économie

#### Qu'est-ce que la politique budgétaire?

*Mark Horton et Asmaa El-Ganainy*

### 54 Entre nous

#### L'impératif de relance

Les décideurs africains doivent anticiper la reprise mondiale en dynamisant leur secteur privé  
*Donald Kaberuka*

### 56 Gros plan

#### Évolution en dents de scie

Ce n'est pas la première fois, ni la dernière fois, que les prix des produits de base s'envolent, puis s'effondrent  
*Thomas Helbling, Nese Erbil et Marina Rousset*

## RUBRIQUES

### 2 En bref

**Éducation et secteur privé; Le FMI protège les plus vulnérables; Statistiques; Le FMI réforme sa politique de prêt; Ressources côtières et marines; Des infrastructures pour la croissance**

**Photographies :** couverture, Alik Keplicz/Associated Press; p. 2, Stephen Jaffe/FMI; p. 2, Aftab Ahmed/PPI Photo/Newscom; p. 3, Newscom; p. 3, Hoang Dinh Nam/AFP/Newscom; p. 4, Michael Spilotro/FMI; p. 8-9, Ints Kalnins/Reuters/Newscom; p. 12-13, Daniel Mihailescu/AFP/Getty Images; p. 15, Denis Sinyakov/AFP/Getty Images; p. 19, Image Source/Corbis; p. 23, Piotr Malecki/Panos; p. 25, George Hammerstein/Solus-Veer/Corbis; p. 29, Peter Macdiarmid/Getty Images; p. 32, Bettmann/Corbis; p. 32, Newscom; p. 33, Lance Nelson/Corbis; p. 33, Alex Wong/Getty Images; p. 33, Paul J. Richards/AFP/Getty Images; p. 34, Kristoffer Tripplaar/Sipa Press/Newscom; p. 37, Jim Reed/Corbis; p. 40, John Gress/Corbis; p. 43, David H. Wells/Corbis; p. 48-49, Enzo & Paolo Ragazzini/Corbis; p. 50, Reed Saxon/Associated Press; p. 54, Yuri Gripas/Reuters/Newscom.

## Éducation et secteur privé

On dispose de données de plus en plus nombreuses montrant que le recours au secteur privé pour la fourniture des services d'éducation présente des avantages, parmi lesquels une efficacité renforcée, un choix accru et un accès plus large, selon un nouveau rapport de la Banque mondiale (*The Role and Impact of Public-Private Partnerships in Education*). C'est vrai en particulier pour les ménages mal desservis par les mécanismes traditionnels de prestation de ces services.

Ce rapport décrit comment les pays en développement recourent de plus en plus au secteur privé (organisations confessionnelles, communautés locales, organisations de la société civile, organismes à but lucratif et écoles sans but lucratif) pour la fourniture des services d'éducation. Ces partenariats améliorent l'accès à l'éducation et à l'apprentissage, selon le rapport.



Depuis le début de la crise, le système d'éducation est menacé dans les pays pauvres et la Banque mondiale a doublé, à 4 milliards de dollars, son financement de l'éducation dans les pays à revenu faible et intermédiaire.

## Le FMI protège les plus vulnérables

Le FMI veille à ce que les ajustements opérés pour combattre les effets de la crise financière mondiale tiennent compte aussi des besoins des plus vulnérables en établissant ou en renforçant les dispositifs de protection sociale.

Les dépenses sociales sont maintenues ou accrues dans la mesure du possible. Au Pakistan, les dépenses seront accrues pour protéger les pauvres grâce à des transferts monétaires et à des subventions à l'électricité. Environ un tiers des programmes dans les pays à faible revenu prévoient des plannings pour les dépenses sociales et autres dépenses prioritaires.

Les réformes structurelles sont censées protéger les plus vulnérables. En Hongrie, les retraités à faible revenu ont été exclus de la réduction des prestations. Avec la Banque mondiale et les donateurs, le FMI localise des financements extérieurs pour la protection sociale et encourage la réforme des dispositifs de protection sociale.



## Événements en 2009

25–26 juin, Bâle, Suisse

Huitième conférence annuelle de la Banque des règlements internationaux

22–24 juin, Séoul, Corée

Conférence bancaire annuelle sur l'économie du développement

8–10 juillet, L'Aquila, Italie

Sommet du Groupe des Huit

19–21 août, Jackson Hole, Wyoming, États-Unis

Symposium économique annuel de la Banque fédérale de réserve de Kansas City

10–12 septembre, Dalian, Chine

Assemblée annuelle des nouveaux champions du Forum économique mondial

6–7 octobre, Istanbul, Turquie

Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale

8–10 novembre, New Delhi, Inde

Sommet économique du Forum économique mondial

13–14 novembre, Washington, États-Unis

Dixième conférence annuelle Jacques Polak, FMI

14–15 novembre, Singapour

Réunion Asie-Pacifique sur la coopération économique

## Statistiques

La Banque des règlements internationaux, la Banque centrale européenne et le FMI ont publié conjointement la première partie du Manuel des statistiques des titres (*Handbook on Securities Statistics*), qui porte sur les émissions de titres de créance.

Ce manuel est la première publication du genre à traiter exclusivement de l'établissement et de la présentation des statistiques des titres. L'objectif de sa première partie est

d'aider les organismes nationaux et internationaux à produire des statistiques pertinentes, cohérentes et comparables aux fins de l'analyse de la stabilité financière et de la formulation de la politique monétaire.

Le manuel pourrait s'étendre progressivement aux portefeuilles de titres de créance, ainsi qu'aux émissions et aux portefeuilles d'autres types de titres. Il peut être téléchargé à [www.imf.org/external/np/sta/wgsd/index.htm](http://www.imf.org/external/np/sta/wgsd/index.htm).

## Le FMI réforme sa politique de prêt

Le FMI vient de réformer en profondeur sa politique de prêt pour être mieux à même de prévenir et de résoudre les crises. Cette réforme redéfinit les relations du FMI avec ses pays membres.

Le FMI a mis en place une nouvelle ligne de crédit modulable pour les pays émergents bien gérés. Les décaissements ne sont pas échelonnés et aucune condition n'est à satisfaire une fois le pays jugé admissible. Jusqu'à présent, la Colombie, le Mexique et la Pologne ont reçu des crédits totalisant 78 milliards de dollars.

Le FMI a aussi éliminé des procédures qui, par le passé, ont entravé son dialogue avec certains pays et empêché d'autres de solliciter une aide financière en raison du discrédit qui semble lié aux relations avec l'institution

dans certaines régions du monde. Cette nouvelle politique de prêt met l'accent sur les objectifs fondamentaux du programme de réformes structurelles d'un pays et non sur des mesures spécifiques à adopter selon un calendrier particulier. Les nouvelles règles s'appliquent à tous les programmes de prêt du FMI, y compris ceux en faveur des pays à faible revenu.

Le Groupe des Vingt pays avancés et émergents (G20) a convenu en avril de tripler les ressources du FMI, à 750 milliards de dollars, et de doubler sa capacité d'accorder des prêts concessionnels aux pays à faible revenu. Cette augmentation des fonds prêtables, conjuguée à la réforme de la politique de prêt, permettra au FMI de jouer un plus grand rôle face à la crise mondiale.

## Ressources côtières et marines

À la mi-mai, des experts en environnement de 120 pays ont participé en Indonésie à une grande conférence sur la gestion des ressources côtières et marines, qui fut suivie du premier sommet des dirigeants de l'Initiative du Triangle de corail.



La première Conférence mondiale sur les océans visait à attirer l'attention sur les mesures à prendre pour protéger les écosystèmes marins et les rôles importants qu'ils jouent dans la régulation du réchauffement planétaire.

Les dirigeants de six pays de la région Asie-Pacifique (Indonésie, Malaisie, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Philippines, Îles Salomon et Timor Oriental) ont souscrit à un plan d'action pour garantir la viabilité des ressources côtières et marines qu'ils partagent.

«La Conférence mondiale sur les océans et l'Initiative du Triangle de corail aident la région à faire face collectivement aux risques que représentent le changement climatique, la surpêche et la pollution tellurique pour les ressources marines et côtières», a déclaré le Vice-Président de la Banque asiatique de développement (BAD), Lawrence Greenwood. «La BAD soutient vigoureusement ces efforts.»

La BAD est l'organisation qui coordonne la mobilisation des concours financiers intérieurs et extérieurs pour ce programme de coopération régionale, ainsi que la fourniture d'une aide technique et financière.

## Des infrastructures pour la croissance

La Banque mondiale a engagé deux initiatives d'investissement dans les infrastructures de plusieurs milliards de dollars pour aider les pays en développement à surmonter la crise.

Le Programme d'appui aux infrastructures existantes et nouvelles, de la Banque mondiale, et le Mécanisme d'appui à l'infrastructure en situation de crise, de la Société financière internationale (IFC), mobiliseront plus de 55 milliards de dollars au cours des trois prochaines années pour des projets d'infrastructure dans les pays en développement.

La crise a pesé sur les investissements dans les projets d'infrastructure, surtout dans les pays en développement. Beaucoup jugent ces projets essentiels pour créer des emplois et jeter les bases de la croissance de la productivité. Leur rôle catalyseur dans la réduction de la pauvreté est reconnu dans les objectifs du Millénaire pour le développement, qui citent



l'accès à l'eau et aux services d'assainissement parmi les objectifs à atteindre d'ici 2015.



# Le milliard le plus pauvre

**Paul Collier**, économiste d'Oxford,  
répond aux questions de Glenn Gottselig

**F&D :** Lors d'une présentation récente devant des économistes du FMI, vous avez parlé de la macroéconomie des pays du milliard d'humains les plus pauvres. Quels sont, selon vous, les problèmes macroéconomiques que ces pays partagent?

**COLLIER :** Je pense que les pays du «milliard le plus pauvre», c'est-à-dire les pays à faible revenu, se distinguent non seulement parce qu'ils ont, dans l'ensemble, moins de bonnes politiques que les pays à revenu intermédiaire, mais aussi parce qu'ils doivent faire face à des problèmes différents. De bonnes politiques mises en œuvre dans ces contextes seraient donc différentes des bonnes politiques appliquées dans le contexte des pays à revenu intermédiaire, et cela n'est pas suffisamment pris en considération. Commençons par nous demander quelles sont les principales différences entre un pays à faible revenu et un pays à revenu

intermédiaire. De ces différences émergeront des stratégies et des ripostes différentes.

La différence essentielle est que ces pays manquent désespérément de capitaux. Cela implique qu'ils doivent passer par une phase prolongée d'investissements intensifs. En Afrique, aujourd'hui, le ratio moyen investissement/PIB est inférieur à 20 %, alors qu'il devrait dépasser 30 % pour que le continent rattrape les autres économies. Il faut donc passer de moins de 20 % à plus de 30 %. C'est énorme.

**F&D :** Comment peut-on y arriver?

**COLLIER :** Il faut accroître la capacité d'investir de façon productive. C'est ce que j'appelle la phase d'investissement dans l'investissement. C'est un programme d'action à la fois macroéconomique et microéconomique. Si nous nous contentons de dire que la situation est désespérée, ces pays

n'ayant pas la capacité d'investir, on les accule à appliquer ce que j'appelle le principe économique de Polonius : «Ne sois ni emprunteur, ni prêteur». Ce principe a toujours été raillé. Dans *Hamlet*, Shakespeare fait essentiellement de Polonius un homme idiot et suffisant. Il serait ruineux pour les pays à faible revenu de renoncer à emprunter et à prêter, car ils ne pourraient jamais faire passer leur taux d'investissement à plus de 30 %.

En faisant progresser le taux d'investissement et l'emprunt, nous ne souhaitons certes pas que la crise de la dette se répète : il faut donc investir beaucoup mieux que ce n'est le cas actuellement. D'où la stratégie d'investissement dans l'investissement, visant à renforcer l'aptitude à bien investir. Le FMI ne peut le faire tout seul. C'est un objectif essentiellement microéconomique, de sorte que le macroéconomique est tributaire du microéconomique. Le FMI doit collaborer avec l'institution responsable de ce programme d'action microéconomique, qui est, dans une large mesure, la Banque mondiale. C'est certes ce que fait, en principe, le FMI, mais insuffisamment, en pratique. Les deux institutions doivent œuvrer de concert à la réalisation de l'objectif fondamental d'investir dans l'investissement, qui pourra prendre environ trois ans, en collaborant avec les gouvernements pour améliorer nettement la capacité à bien investir.

Le manque de capital est donc la principale caractéristique des pays à faible revenu, mais ce n'est pas la seule. Ils sont généralement riches en ressources naturelles, ce qui pose aussi des problèmes d'épargne et d'investissement. Ces pays amenuisent leurs atouts naturels en extrayant des ressources, et les prix des produits de base étant très instables, leurs flux de recettes sont très difficiles à prévoir. Ces particularités appellent des stratégies d'épargne et d'investissement propres à ces pays.

L'objectif de réduction de la pauvreté absolue — le seul objectif pour le milliard le plus pauvre — est un objectif dont nous nous écartons depuis 40 ans, l'écart avec le reste de l'humanité s'étant creusé. La convergence doit être l'objectif prioritaire. Ces pays doivent combler leur retard, c'est-à-dire qu'ils doivent croître plus vite que les autres pays en développement. Et pour cela, leur taux d'investissement doit être au moins équivalent à celui des pays en développement performants.

Une troisième particularité des pays à faible revenu est qu'ils doivent faire oublier leur passé. Celui-ci a généralement été rude, de sorte que ces pays n'ont pas bonne réputation, surtout auprès des investisseurs. Ils ont de ce fait besoin d'un mécanisme leur permettant de s'engager à prendre ultérieurement certaines mesures, et ainsi de devenir plus crédibles. L'une des tâches principales du FMI consiste à fournir ce type de mécanisme par le biais des conditions inhérentes à ses programmes de prêt.

Enfin, la capacité à exécuter les dépenses publiques en respectant des normes satisfaisantes d'honnêteté et d'efficacité est en général faible. Aussi la mise en place de systèmes permettant d'atteindre cet objectif fait-elle partie du programme de travail du FMI et de la Banque mondiale dans les pays à faible revenu.

## «La crise offre l'occasion de réorienter les priorités vers le renforcement de la capacité d'investissement à long terme.»

**F&D :** Alors que les gouvernements des pays avancés du monde entier revoient leurs priorités en matière de dépenses face au ralentissement de leur activité économique, dans quelle mesure est-il important que l'aide continue de parvenir aux pays en développement?

**COLLIER :** C'est le moment d'effectuer des transferts de ressources publiques vers les sociétés les plus pauvres, parce que les flux de capitaux privés fléchissent. Ces derniers revêtent deux formes (envois de fonds et investissement privé), et toutes deux diminuent rapidement. Les pays à faible revenu ne sont pour rien dans la crise actuelle, mais ils en pâtissent. C'est le genre de situation pour lequel les organismes publics pour le développement ont été créés. Avec le recul, on constate en effet certaines analogies avec la fin des années 40 quand la reconstruction de l'Europe n'ayant aucune chance d'être financée par le secteur privé, il a été décidé de créer des institutions publiques pour canaliser les fonds publics vers cet objectif. Aujourd'hui, c'est un ensemble différent de pays qui a besoin d'aide et de contributions publiques internationales. C'est la solution qui s'impose à l'heure actuelle.

**F&D :** Depuis quelques mois, le G-20 joue un rôle plus important en tant que lieu de dialogue pour les gouvernements des grands pays. Estimez-vous cette évolution positive pour le milliard le plus pauvre?

**COLLIER :** Oui, certainement. Le groupe de pays pouvant contribuer de façon crédible à résoudre les problèmes internationaux s'est considérablement étoffé au fil des ans. Il y a 60 ans, on ne pouvait compter que sur les États-Unis. Puis, l'Europe a cessé d'être un problème pour faire partie de la solution. Et maintenant, toute une nouvelle catégorie de pays comme le Brésil, la Chine et l'Afrique du Sud fait aussi partie de la solution. Je viens de travailler en Haïti, où 9.000 soldats brésiliens de maintien de la paix font régner l'ordre et la paix depuis cinq ans. C'est une énorme contribution que le Brésil offre au pays le plus pauvre de l'hémisphère occidental.

Le G-20 prend acte, plutôt tardivement, du fait que nous sommes heureusement passés du G-1 d'il y a 60 ans au G-8 et maintenant à lui. C'est une évolution dont il faut se réjouir et que l'architecture institutionnelle a aussi mis du temps à reconnaître.

**F&D :** Quel rôle, selon vous, le FMI doit-il jouer pour venir en aide aux pays à faible revenu?

**COLLIER :** Une politique appropriée pour les pays à faible revenu ne le sera pas pour les pays développés : il n'existe pas là-haut dans le ciel un modèle «idéal» auquel nous aspirons tous, les nuages stratosphériques étant constitués par le G-8 et les nuages très bas par les pays à faible revenu. Ce n'est pas le monde dans lequel nous vivons.

Je pense que le FMI a trois rôles différents à jouer. Il est tout d'abord une source de financement pour les pays à faible revenu. Ensuite, il fournit une structure d'engagement aux donateurs par le biais de ses programmes. Enfin, ce qui est le plus important à mes

yeux, il constitue un cadre conceptuel et une structure de coordination destinés à aider tous ceux qui interviennent dans le développement des pays à faible revenu, y compris les divers organismes et gouvernements.

Mais surtout, les réponses macroéconomiques appropriées supposent que les problèmes microéconomiques et institutionnels soient résolus. Des réponses macroéconomiques considérant comme acquis les aspects microéconomiques et institutionnels — comme celles apportées par le FMI — ne sont pas appropriées pour le développement.

En conséquence, le FMI ne peut ignorer les problèmes microéconomiques et institutionnels. Il ne peut évidemment pas tout faire, mais il doit apprendre à combiner ses activités en faveur des pays à faible revenu avec celles des autres institutions qui couvrent les angles microéconomiques et institutionnels. Il faut des équipes mixtes, dirigées conjointement à partir de directives communes, surtout avec la Banque mondiale.

#### **F&D : Quels sont les obstacles à de hauts niveaux d'investissements productifs dans le secteur public?**

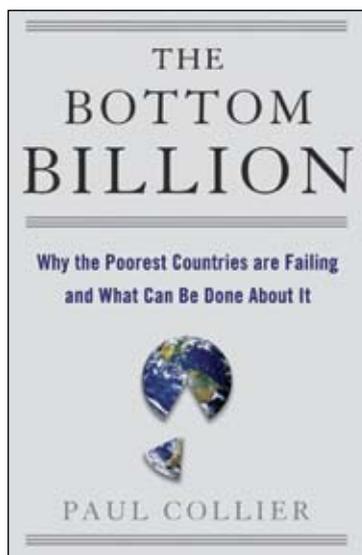
COLLIER : Il y a tout d'abord le choix des projets et ensuite leur mise en œuvre. Nous savons que le choix des projets est très mal fait. Il existe bien sûr une technique économique, l'analyse coût-avantages, mais je me demande souvent si c'est une approche réaliste et si il n'y aurait pas une méthode plus efficace.

Ce n'est même pas toujours une approche souhaitable car l'analyse coût-avantages des projets s'effectue sur une base ponctuelle et fragmentaire. Or ce que nous devons faire avec ces pays à faible revenu, c'est essayer de les hisser au rang de pays à revenu intermédiaire et ce, assez rapidement. Et le fait de ne considérer qu'un projet à la fois ne permet pas vraiment de saisir tous les effets extérieurs à chaque projet.

Prenons l'exemple des grandes artères de transport qui permettraient de mieux relier aux côtes les pays enclavés d'Afrique. Elles n'ont pas vu le jour en 40 ans. Les investissements nécessaires ne sont pas effectués. Pourquoi? Parce que même quand on procède à une analyse coût-avantages, et on ne le fait généralement pas, on obtient un résultat négatif, car l'analyse est menée pays par pays et considère comme des données de départ tous les autres aspects économiques. Il me semble plus judicieux d'aller plus loin dans la réflexion et de nous demander ce qui caractérise les infrastructures publiques des pays à revenu intermédiaire, pays que nous devons chercher à rattraper. Et étant donné que nous sommes actuellement encore si loin d'une planification rationnelle de l'investissement public, nous avons peut-être besoin de ce type de raccourci.

#### **F&D : Qu'est-ce qui détermine le succès ou l'échec?**

COLLIER : Je viens d'analyser les données de tous les projets de la Banque mondiale, qui se comptent par milliers, pour voir ce qui



Publié en 2007, *The Bottom Billion* bouscule les conceptions traditionnelles du développement et de l'aide.

détermine le succès ou l'échec. Je me suis intéressé, en particulier, aux situations au sortir d'un conflit, et j'en ai conclu que la supervision joue un rôle tout à fait déterminant.

Certes, les situations postconflit sont les plus défavorables qui soient pour les pays à faible revenu. Au cours d'un conflit, le secteur privé s'éloigne de tout ce qui est «formel». L'État ayant alors un comportement prédateur, le secteur privé apprend à s'éclipser : il devient informel. L'un des enjeux de la reconstruction après un conflit est d'encourager le secteur privé à réintégrer les structures formelles, et si on taxe fortement le secteur formel en essayant d'accumuler trop rapidement des recettes, on retarde le processus plus fondamental de reconstruction de l'économie.

Après un conflit, le secteur public et le secteur privé partagent un certain nombre de problèmes, dont l'un des plus importants est le coût élevé des biens d'équipement dans les pays à faible revenu. Parmi ces biens

figurent les structures produites par le secteur de la construction. Dans les pays à faible revenu et faibles taux d'investissement, ce secteur est de taille restreinte et, comme on l'a déjà dit, les situations postconflit sont des situations extrêmes. Pendant un conflit, le secteur de la construction s'amenuise du fait que personne ne construit. La société est axée sur la destruction. Une fois le conflit terminé, le secteur de la construction est donc minuscule. Or, ce dont on a absolument besoin après un conflit, c'est de reconstruire. La demande intense de reconstruction se heurte à un secteur donc minuscule et on observe une courbe de l'offre très abrupte dans le secteur de la construction.

C'est un problème microéconomique qui a des implications macroéconomiques, car cela signifie que même si l'investissement public ou privé est élevé, il ne permet pas d'acquérir grand-chose. La dépense est absorbée par cette courbe abrupte de l'offre. Il est donc prioritaire dans les pays à faible revenu d'aplatir la courbe de l'offre de construction.

#### **F&D : Comment y parvient-on?**

COLLIER : Là encore, il faut passer du macro au microéconomique et considérer la chaîne de production dans le secteur de la construction. Souvent, dans ces contextes, des blocages juridiques gênent l'accès aux terrains à bâtir. Il y a aussi des blocages au niveau des importations de matériaux, le ciment par exemple, ainsi que des pénuries de qualifications — un niveau minimum de compétences dans la construction est nécessaire et il faut donc investir dans les capacités éducatives permettant d'acquérir ces compétences. Enfin, il faut des organisations, c'est-à-dire des entreprises spécialisées dans la construction.

Le plus souvent, on contourne le secteur local de la construction en faisant appel à des entreprises étrangères mais c'est jeter le bébé avec l'eau du bain, car le secteur de la construction peut générer de nombreux emplois dans ces pays, ce qui est extrêmement précieux au sortir d'un conflit. En termes techniques, le salaire virtuel des

jeunes après un conflit est négatif. Il serait utile de les payer même à ne rien faire. Mais, en fait, ils peuvent être employés à des fins productives dans le secteur de la construction.

### **F&D : Qu'en est-il des pays en développement riches en ressources?**

COLLIER : C'est le domaine qui a probablement retenu le plus mon attention ces derniers mois. Ces pays se distinguent par le fait que les avoirs naturels posent des problèmes d'épuisement et de volatilité des prix ayant chacun leurs implications. L'épuisement des avoirs naturels a des implications pour l'épargne. Quand vous épuisez des avoirs, il faut en accumuler d'autres pour compenser. Peut-être pas à 100 %, mais certainement en partie : le taux d'épargne des pays riches en ressources doit donc être encore plus élevé que celui des autres pays à faible revenu.

J'ai estimé que le pays à faible revenu type devrait investir environ 30 % de son PIB, et les pays à faible revenu dont les avoirs naturels s'amenuisent encore davantage. Sous quelle forme ces pays épargnent-ils? Les pays à faible revenu ne sont pas la Norvège. Ils ne sont pas riches en capital et ne disposent pas de beaucoup de capital par travailleur. Ils ont, au contraire, le plus faible niveau de capital par travailleur du monde et ils doivent évidemment consacrer l'épargne à la constitution de leur stock de capital. Il faut passer par une phase d'investissement dans l'investissement, ce qui nous ramène au point que j'ai soulevé plus tôt. C'est encore plus important dans les pays à faible revenu riches en ressources.

Maintenant, comment gérer la volatilité? La solution passe généralement par l'épargne liquide, mais j'ai fini par conclure, avec un certain regret, que les pays à faible revenu riches en ressources n'ont pas d'autre choix que de faire face à la volatilité dans l'économie réelle plutôt que d'essayer de la réduire à l'aide de fonds de liquidité souverains. Je ne veux pas aller jusqu'à enlever tout rôle aux fonds de liquidité, mais à mon avis l'objectif visé devrait être beaucoup moins ambitieux qu'une stabilisation effective des dépenses publiques.

Si nous nous résignons à ce que les dépenses publiques soient volatiles, vers laquelle de leur composante — investissement ou consommation — la volatilité devrait-elle être dirigée? Les manuels d'économie modernes nous disent que ce n'est pas une bonne idée d'avoir de la volatilité dans la consommation publique; des habitudes se prennent et une fois prises, il est socialement coûteux de réduire la consommation publique.

La volatilité de l'investissement pose moins de problèmes, car celui-ci peut fluctuer assez fortement et n'entraîner que de très faibles fluctuations du stock de capital. Les fluctuations de l'investissement stabilisent la consommation publique et, ce faisant, elles stabilisent assez bien le stock de capital, mais l'investissement peut continuer de varier.

Ce faisant, les pays à faible revenu doivent se garder de compromettre le taux de rendement de l'investissement, ce qui complique la stratégie d'investissement dans l'investissement, car cela signifie que les pays riches en ressources doivent être en mesure de modifier leur taux d'investissement. Mais n'oublions pas que ce taux fluctuera autour d'un chiffre élevé, disons, de 35 %. Peut-être la variation se situera-t-elle entre 45 et 25 %. Cette fluctuation de 20 points est moins catastrophique qu'entre 19 % et -1.

### **F&D : Dans quelle mesure la crise économique mondiale a-t-elle touché les pays à faible revenu?**

COLLIER : C'est le secteur public qui est principalement touché à travers la chute des cours des produits de base et la diminution correspondante des recettes publiques. J'ai en outre constaté dans mes derniers travaux que l'ampleur des effets de la baisse du cours d'un produit de base dépendait, par le biais de ses répercussions sur le PIB, des politiques structurelles menées antérieurement. Tout ne dépend donc pas de la façon dont un pays réagit après coup : s'il est vulnérable, il peut concevoir des politiques permettant de réduire les conséquences macroéconomiques des baisses de cours. La stratégie microéconomique qui semble opérante dans ce cas consiste à permettre aux entreprises d'entrer rapidement sur le marché et d'en sortir rapidement aussi. C'est ce que nous avons constaté en utilisant la base de données des enquêtes *Doing Business* de la Banque mondiale. Les conséquences de la chute du cours d'un produit de base sur le PIB sont nettement moindres dans les pays qui permettent aux entreprises d'entrer et de sortir rapidement.

L'argent que le G-20 a débloqué, et qui doit transiter par le FMI, est censé, je suppose, soutenir la balance des paiements. À mon avis, ce soutien devrait viser à aider le secteur public à accroître son déficit budgétaire. Qu'est-ce que cela implique pour les différentes composantes des dépenses publiques?

Si l'investissement était optimal, comme je l'ai laissé entendre plus tôt, ces pays supporteraient le choc en laissant fléchir l'investissement. Malheureusement, l'investissement est loin d'être optimal dans les pays à faible revenu. Il est beaucoup trop faible, et ces pays sont donc confrontés à un dilemme. Supporter le choc en réduisant l'investissement public va dans le mauvais sens à plus long terme. Il semble donc évident qu'il faille diminuer les dépenses publiques récurrentes là où elles ont récemment augmenté, et ce, avant que les habitudes s'installent. La consommation publique doit être réduite avant que les pays s'habituent à ce qu'elle soit plus élevée. Il faut protéger l'investissement public.

Plus fondamentalement, il convient à mon avis, parallèlement à l'accroissement du déficit budgétaire, de réorienter assez nettement la composition des dépenses publiques de la consommation vers l'investissement. Cela nous ramène à la question de l'engagement. Lorsque la crédibilité est faible, ce qui est le cas ici, un accroissement du déficit budgétaire accompagné d'une réduction de l'investissement est facilement interprété comme un signe de populisme. Il faut contrer ce message potentiellement nuisible d'un accroissement du déficit budgétaire en faisant clairement savoir que les pouvoirs publics cherchent à protéger l'avenir en augmentant l'investissement et en réduisant la consommation publique.

Enfin, un choc donne souvent aux pouvoirs publics l'occasion d'opérer des réformes majeures. Les crises ouvrent des possibilités. À mon sens, il s'agit principalement d'adopter ce concept d'investissement dans l'investissement et de s'efforcer vraiment de renforcer la capacité d'investir. La crise offre l'occasion de réorienter les priorités vers ce renforcement de la capacité d'investissement à long terme. ■

*Paul Collier est professeur d'économie à l'université d'Oxford et directeur du Centre d'étude des économies africaines. Glenn Gottselig fait partie de l'équipe de F&D.*

# L'Europe sous pression

**La crise mondiale met à l'épreuve  
la cohésion de l'Union européenne**

*Marek Belka*

**L**A CRISE financière mondiale perturbe le processus historique engagé pour passer à une «union encore plus étroite» en Europe. Pendant longtemps, ce grand projet a régulièrement avancé : le nombre des adhérents augmentait, les barrières entre les peuples tombaient et la prospérité générale s'accroissait. Cette crise, première grande épreuve que doit affronter l'Europe, révèle les défaillances structurelles que les bonnes années ont masquées. Bien qu'elles soient de mieux en mieux coordonnées, les ripostes nationales et régionales sont encore trop faibles et tardives. Les institutions et les dirigeants européens pourront-ils réagir et s'adapter de façon à réaliser «plus d'Europe», ou aboutira-t-on à «moins d'Europe», voire à «plusieurs Europes»? Les choix faits durant la crise forgeront le destin de l'Europe pour l'avenir prévisible. Les problèmes des pays de l'Ouest et de l'Est sont différents, mais nombre de défis, en fait, les plus importants, doivent être relevés ensemble.

## Mesures financières

Les pays avancés d'Europe enregistrent actuellement la plus grave récession depuis la Seconde Guerre mondiale. Une action résolue et sans précédent a empêché le secteur financier de s'effondrer purement et simplement, limitant même les retombées de cette récession sur la production, mais les perspectives sont toujours sombres et la reprise sera sans doute molle et fragile.

Au delà de la nécessité immédiate de gérer la crise, l'Europe doit réexaminer ses structures, car beaucoup se sont révélées défaillantes, voire inexistantes.

Il faut de toute urgence *revoir le cadre de stabilité financière de l'UE*. C'est essentiel pour réduire le coût de toute crise financière ultérieure, voire la prévenir. Si les dirigeants ont réagi rapidement aux crises, les pays ont souvent appliqué des solutions différentes à des problèmes analogues, causant des difficultés à leurs pairs.

Prenons le cas de la garantie des dépôts. Du fait de la crise, nombre de pays l'ont renforcée, certains prudemment et d'autres en accordant une couverture illimitée. Cette distorsion de concurrence a modifié la distribution des dépôts et créé des tensions internationales; plus grave encore, elle a compromis la confiance du public dans la réponse à la crise européenne. Malgré les efforts déjà déployés, il faut aller plus loin. Par exemple, l'accord sur l'assurance-dépôts fixe un minimum, mais non un maximum.

La réglementation et le contrôle n'ont pas suivi le rythme de l'intégration des marchés financiers en Europe. Tout en évoluant lentement vers une solution plus européenne, la structure actuelle ne permet pas de bien anticiper les risques systémiques. Pour éviter un repli des marchés financiers européens sur les frontières nationales, il faut «plus d'Europe», surtout sur le plan de la réglementation, du contrôle et des accords sur le partage du financement des institutions internationales.





Une devanture de magasin à Riga.

Une autre leçon à tirer de la crise est *l'urgence d'établir une surveillance macroprudentielle européenne* pour éviter le type d'alternance expansion-récession qui accable aujourd'hui l'économie mondiale. La proposition faite récemment par la Commission européenne sur la base d'un rapport rédigé par Jacques de Larosière, ancien Directeur général du FMI, serait un pas important dans la bonne direction, encore que beaucoup restera à faire.

Dans l'immédiat, *il est essentiel pour le système financier européen de faire des progrès plus rapides et mieux coordonnés en ce qui concerne la constatation des pertes, les tests de résistance et la recapitalisation des établissements viables* (tout en réglant le sort des autres). Si la santé du système financier n'est pas rétablie avec de telles mesures, l'aide accordée par les pays et les banques centrales de la région n'aura aucun impact macroéconomique.

### Menaces sur la zone euro

La crise a intensifié les tensions au sein de la zone euro. Plusieurs de ses 16 membres accusent d'importants déficits courants et budgétaires, parallèlement à une croissance faible et à une dette élevée. Les conditions de financement sont maintenant plus difficiles et les perspectives de croissance encore plus mauvaises dans ces pays. Certains analystes se demandent même si la zone euro ne va pas se désintégrer et d'autres plaident en faveur d'une plus grande «solidarité», par exemple en émettant

dans la zone des obligations pour le financement des pays ou en prévoyant une compétence budgétaire fédérale plus vaste. Ce dossier est complexe et sensible mais s'il n'est pas abordé, il risque d'avoir de graves effets perturbateurs.

On pourrait atténuer ces difficultés et aider l'Europe à affronter les tensions sociales croissantes qu'engendre la crise *en relançant les réformes structurelles*. Dans le contexte de l'amélioration de la compétitivité prévue par la stratégie de Lisbonne, l'Europe a sensiblement libéralisé et ouvert ses marchés, ce qui a eu un effet bénéfique sur la productivité et l'emploi. Il est très regrettable que les progrès aient ralenti ces dernières années, car la crise risque de compromettre la croissance à venir en évinçant des travailleurs du marché de l'emploi et en limitant l'investissement privé. Il faut passer à une deuxième génération de réformes structurelles en relançant les économies européennes.

Si elles affaiblissent parfois la détermination des politiciens, les crises peuvent aussi les interpeller et donner l'occasion de surmonter des obstacles anciens. Citons par exemple les vastes réformes opérées en Italie après la crise du mécanisme de change de 1992-93, la remise en ordre à laquelle a procédé le Royaume-Uni après «l'hiver du mécontentement» à la fin des années 70 et la campagne de réformes qui, en Irlande et aux Pays-Bas, a suivi la dégradation de la situation macroéconomique et les chocs mondiaux sur l'offre au début des années 80.

Il faut maintenant en priorité intensifier la concurrence dans les secteurs encore protégés, ainsi qu'assouplir les marchés de l'emploi et réduire la fracture entre les travailleurs intégrés, qui bénéficient de contrats à durée indéterminée et de bonnes garanties, et les exclus, dont les contrats sont temporaires et qui sont vulnérables. La théorie et la pratique montrent que ces réformes donnent de bons résultats lorsqu'elles sont appliquées simultanément, la main d'œuvre bénéficiant de prix plus bas, les entreprises de coûts plus faibles et les comptes publics d'une croissance plus forte et de recettes plus élevées.

### Équilibrer le budget

Le coût de la récession, la relance budgétaire engagée et l'appui au système financier font ressortir *la nécessité de renforcer le cadre budgétaire de l'Europe*. Le pacte de stabilité et de croissance (qui plafonne les déficits budgétaires et la dette publique) et les règles budgétaires nationales n'ont pas permis d'améliorer suffisamment les positions budgétaires. L'équilibre budgétaire et un endettement modéré sont deux objectifs que, 10 ans après l'adoption de l'euro, trop de pays étaient encore trop loin d'atteindre et, à la sortie de la crise, les deux ratios concernés atteindront des niveaux alarmants. Comme on s'attend que les marchés financiers examinent de nouveau les résultats budgétaires avec minutie, que la croissance potentielle diminue et que la population âgée augmente, l'Europe doit renforcer rapidement et durablement ses finances publiques pour surmonter les futures crises. Seule une volonté politique permettra d'y arriver mais une modification du cadre budgétaire pourrait être utile. À cet égard, il serait important de rendre les objectifs à moyen terme en matière de déficit et de dette plus contraignants et les projections macroéconomiques plus réalistes.

### De l'expansion à la récession

Les pays émergents d'Europe connaissent également une grave crise. La région a évolué rapidement depuis l'effondrement de l'URSS, des relations financières et commerciales sans cesse plus étroites avec les pays avancés d'Europe facilitant sa croissance et permettant une convergence des revenus. Toutefois, cette intégration, et plus particulièrement la forte dépendance de la région à l'égard des entrées de capitaux, l'a aussi rendue plus vulnérable (voir graphique).

La capacité apparente des nouveaux membres de l'UE d'attirer un financement peu coûteux, ce que l'on appelle «l'effet de halo» (voir «L'effet de halo s'estompe» dans ce numéro) a disparu, de même que la notion que le financement extérieur bancaire garantit la stabilité des apports de capitaux. Les pays à forte inflation ou à déficit courant élevé ou ceux qui ont financé un vif essor du crédit par des emprunts à l'étranger souffrent le plus. La reprise dépendra du choix de bonnes politiques dans les pays, mais aussi de l'évolution dans le reste de l'Europe et des choix qui y seront faits.

À court terme, *les politiques macroéconomiques devraient tenir compte du fait que l'Europe toute entière se comporte de plus en plus comme une seule économie*. Le partage des bienfaits de l'intégration des marchés va de pair avec celui des chocs qui touchent les autres pays et se répercutent maintenant sur les échanges, les marchés financiers et les banques transfrontières. Ainsi, les corrections qu'enregistrent les marchés du crédit dans les pays émergents d'Europe affectent désormais les pays avancés en raison des engagements des banques mères et de l'impact commercial d'une éventuelle instabilité des taux de change. Il faut coordonner les politiques macroéconomiques, mais aussi prendre des mesures plus spécifiques, comme le soutien par la BCE des monnaies des pays émergents (par des accords de swap de devises, entre autres) et aborder la gestion de la dette dans une optique plus régionale afin d'éviter toute concentration sur le marché de la dette souveraine.

### Des aides à la carte

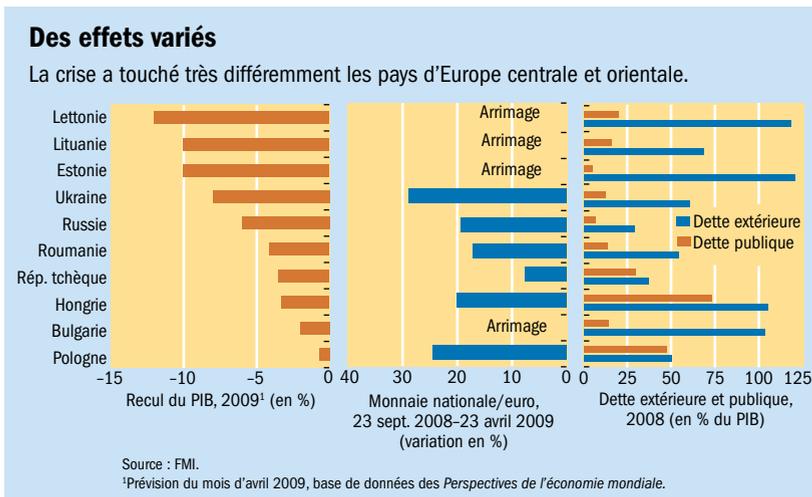
La croissance mettra peut-être plus de temps à revenir dans certains pays, alors que d'autres, surtout ceux qui appliquaient au départ des politiques saines, sont mieux à même de s'adapter, mais courent toujours le risque de subir les retombées de la récession mondiale. Le FMI est très présent dans la région, apportant son aide financière et ses conseils en collaboration avec l'UE et d'autres partenaires multilatéraux ou régionaux. Il a adapté son soutien de façon à répondre aux différents besoins de la région :

- Il accorde un appui financier à ceux que la crise a le plus touchés, les aidant à limiter l'ajustement budgétaire et à remettre en ordre leur système bancaire. Des programmes qu'il soutient sont actuellement en place dans divers pays : Belarus, Hongrie (voir encadré), Lettonie, Roumanie, Serbie et Ukraine.

- Il donne des assurances aux «simples spectateurs» dont les paramètres fondamentaux sont sains, mais qui risquent encore de subir les répercussions de la crise (Pologne, par exemple).

- Il prodigue ses conseils aux pays qui n'ont pas besoin d'appui financier.

Du fait de la crise, les pays émergents d'Europe sont aux prises avec des problèmes épineux. Certains sont internes, mais beaucoup d'autres sont européens. Avec des taux de change fixes et/ou une dette en devises élevée, la plupart des pays doivent agir avec prudence, en maîtrisant leur déficit et en limitant leur riposte monétaire. Comme dans les autres pays européens, les mesures à prendre dans le secteur financier sont nombreuses et comprennent



souvent une recapitalisation du système bancaire. Étant donné le rôle prépondérant des banques transfrontières dont la banque mère a son siège dans un pays avancé d'Europe, ce problème se pose à l'évidence au niveau de l'Europe toute entière et sa résolution exige de mettre à jour la réglementation et le contrôle financiers à l'échelle européenne.

### L'ajustement à l'après-crise

À long terme, le modèle que doivent adopter les pays émergents d'Europe est la question la plus fondamentale. La riposte à la crise, aussi cruciale soit-elle à court terme, crée des «problèmes de sortie» dans de nombreux domaines (des opérations de liquidité de la banque centrale aux garanties de l'État dans les secteurs financier et réel).

La question la plus urgente est peut-être de savoir comment, après avoir bénéficié pendant autant d'années d'entrées abondantes de capitaux, les pays émergents d'Europe vont s'ajuster aux réalités de l'après-crise. Ces flux massifs ont permis d'accumuler des déficits courants élevés et atténué les contraintes budgétaires pour la politique budgétaire et le secteur privé, engendrant souvent une croissance insoutenable du crédit. Il va de soi que tôt ou tard, les capitaux étrangers reviendront dans ce qui reste une région à forte croissance, mais les flux seront sans doute plus faibles que par le passé.

Il ne sera pas facile de s'adapter aux nouvelles réalités. Il faudra trouver le bon dosage de politiques macroéconomiques et structurelles pour gagner et conserver la confiance des marchés internationaux et préserver le potentiel de croissance des pays émergents d'Europe. Les pays devront adopter des réformes structurelles souvent pénibles et en faciliter l'application, y compris *en améliorant le climat des affaires et la mobilité des travailleurs afin de diversifier leur économie au profit de biens échangeables*. Pour les membres actuels et futurs, cela cadre avec la mission de l'UE d'intégrer les marchés du travail et des biens et

#### La Hongrie face à la crise

La Hongrie a été l'un des premiers pays émergents d'Europe à se tourner vers le FMI lorsque la crise financière mondiale s'est aggravée à la fin de 2008. Pendant presque toute la dernière décennie, des déficits courants et budgétaires considérables ont conduit à une dette extérieure et publique élevée. Les apports de capitaux qui finançaient le déficit courant se sont traduits par une croissance rapide du crédit, dont la majeure partie en monnaies étrangères. En octobre 2008, l'État a subitement éprouvé des difficultés à emprunter, les banques ont peiné à obtenir des financements en monnaies étrangères et la monnaie s'est fortement dépréciée.

Le programme économique de la Hongrie, qu'appuient le FMI, l'UE et la Banque mondiale, vise à renforcer les finances publiques et à maintenir la stabilité financière, de façon à améliorer fortement et durablement le niveau de vie. Grâce à l'application de politiques macroéconomique et financière cadrant avec le programme, le financement public et extérieur est maintenant stabilisé et on a évité une forte contraction du crédit à l'économie. La meilleure chance pour la Hongrie de surmonter ses difficultés actuelles est de mettre en œuvre systématiquement une politique économique bien conçue.

services et avec la modernisation de la stratégie de Lisbonne. Les pays émergents d'Europe doivent aussi renforcer leurs comptes budgétaires et adhérer à la gouvernance financière.

### Repenser les règles d'adhésion à la zone euro

L'une des solutions est de *rétablir le processus d'accession à la zone euro, qui semble avoir été victime de la crise*. Comme le taux de change fixe, l'euro ne convient peut-être pas à tous les pays. Cependant, une clarification de la feuille de route vers l'euro peut aider les pays dotés de bonnes politiques à traverser la période postérieure à la crise. Il va sans dire que cela ne sera pas facile. Un effort mutuel s'impose, de même qu'une coopération étroite entre les pays candidats, les membres actuels de la zone et la Banque centrale européenne.

Plus fondamentalement, il faut concilier les aspirations des pays d'Europe de l'Est et les règles de l'UE.

Sans les obligations et objectifs de l'UE, ces pays auraient peut-être choisi d'autres politiques face à la crise. Certains auraient pu davantage réglementer les filiales financières et les succursales bancaires, et d'autres, disposant d'une marge de manœuvre, adopter plus de mesures de relance budgétaire, comme la plupart des pays de la zone euro.

À plus long terme, il pourrait y avoir de bonnes raisons non seulement de clarifier la feuille de route, mais aussi de revoir les critères d'accession eux-mêmes, qui ont été conçus pour un groupe beaucoup plus homogène de pays. Par exemple, d'aucuns soutiennent que, en ce qui concerne le critère de stabilité des prix, une distinction devrait être établie entre l'inflation structurelle inévitable, et souhaitable, créée par le rattrapage de la croissance et celle, non souhaitable, qui découle de politiques macroéconomiques laxistes. D'autres se sont interrogés sur la nécessité de l'adhésion au MCE II, surtout dans le cas des pays qui ont déjà arrimé fermement leur taux de change (les pays qui veulent adopter l'euro doivent participer au mécanisme de change pendant deux ans sans subir de graves tensions).

Il est naturellement difficile de déceler les conséquences que ces différences de formulation de la politique économique pourraient avoir pour beaucoup de petites économies émergentes ouvertes d'Europe. Les règles et obligations dont est assortie l'adhésion à l'UE ont été conçues pour de bonnes raisons et toute révision, même temporaire, aura souvent un coût. Cependant, cela vaut la peine de lancer le débat, et ce rapidement.

### Vers une Europe plus forte

L'Europe peut se renforcer si les bons choix sont faits maintenant. L'intégration des économies européennes est une réussite spectaculaire, qui est actuellement menacée. Il s'agit de gérer la crise, de préserver les acquis et de réaménager les structures et le programme de réforme. À cet effet, il faudra une coordination bien plus poussée et «plus d'Europe». En cas de succès, la région disposera d'institutions plus fortes et d'une économie plus dynamique et plus robuste, mieux à même d'affronter les problèmes actuels, mais aussi futurs. ■

*Marek Belka est Directeur du Département Europe du FMI, après avoir été Premier ministre (2004–05) et Ministre des finances de la Pologne (2001–02).*

# L'effet de halo s'estompe

**Nombre de pays d'Europe centrale et orientale ont du mal à s'adapter à la nouvelle réalité économique**



*Martin Čihák et Srobona Mitra*

**L**ES PAYS d'Europe centrale et orientale qui ont adhéré à l'UE ont d'abord connu une période faste. Cette adhésion a stimulé leur intégration économique et financière, générant une croissance rapide et de vastes apports de capitaux. Elle a aussi créé un «effet de halo», qui a permis à plusieurs d'entre eux d'emprunter à un moindre coût malgré une vulnérabilité accrue.

Mais les temps ont changé. Si, dans un premier temps, les nouveaux membres ont résisté aux turbulences financières mondiales, quelques-uns ont ensuite plongé dans une crise profonde. Au début de la crise, en 2007, les pays émergents d'Europe ont d'abord semblé épargnés, n'ayant aucun lien direct avec les actifs toxiques américains. Cependant, à mesure que la crise s'aggravait en 2008, les exportations ont ralenti et les apports de capitaux ont presque cessé dans certains pays. Malheureusement, l'intégration économique et financière, qui avait aidé ces pays à rattraper les pays avancés d'Europe pendant les bonnes années, les a rendus plus vulnérables alors que la conjoncture mondiale se dégradait.

Les nouveaux membres doivent maintenant non seulement surmonter la crise actuelle, mais aussi poursuivre sur la lancée de ces dernières années. Ils doivent mettre en place, dans un climat économique bien plus difficile, des politiques plus prudentes et des cadres d'action plus robustes, surtout en matière de politique budgétaire et de contrôle financier. La bonne nouvelle est que la flexibilité de leur économie peut les aider à s'adapter plus rapidement que les pays européens plus avancés.

## Un rattrapage rapide

L'adhésion de huit nouveaux membres (Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Slovaquie et Slovénie) à l'UE en 2004 a représenté l'élargissement le plus important jamais réalisé en termes de population (19 %) et de superficie (22 %), mais non de production (9 %). Deux autres pays de l'ancien bloc soviétique (Roumanie et Bulgarie) ont rejoint l'UE en 2007. Pour tous ces pays, l'adhésion a constitué une étape majeure dans le passage à l'économie de marché.

Une intégration économique plus poussée et des réformes ont stimulé plus fortement que prévu la croissance dans les

nouveaux États membres (de 1 % en moyenne), étant donné leurs paramètres fondamentaux (voir graphique 1), et ils ont ainsi accru leur part dans la production mondiale. Une meilleure pénétration des marchés occidentaux a entraîné une augmentation rapide des exportations et un accès plus facile au financement extérieur a dopé la consommation.

L'adhésion à l'UE a eu un effet particulièrement favorable en Slovénie et en Slovaquie, qui sont parvenues à respecter tous les critères de Maastricht et à entrer dans la zone euro. La Slovénie a été la première à adopter l'euro (janvier 2007). Son revenu par habitant, le plus élevé parmi les nouveaux membres, a atteint environ 80 % de la moyenne de l'UE en 2006, soit un taux égal à celui de la Grèce et supérieur à celui du Portugal. La Slovaquie, le dernier pays à rejoindre la zone euro (janvier 2009), est l'un des nouveaux membres les plus performants sur le plan économique, avec une croissance alimentée par ses gains de productivité et ses exportations. La Slovénie, la Slovaquie et la République tchèque sont maintenant considérées comme des pays avancés (et non plus émergents).

## Un tigre dans le moteur

Le succès relatif avec lequel les nouveaux membres ont stabilisé et réformé leur économie, conjugué à leur entrée dans l'UE, semble avoir contribué à une convergence rapide des taux d'intérêt, même si une conjoncture mondiale favorable (niveau faible des taux d'intérêt, liquidité abondante et élargissement de la base des investisseurs dans les pays émergents) a aussi joué un rôle. Les capitaux sont entrés en masse dans les nouveaux pays membres, sous la forme de prêts bancaires et d'investissement directs ou de portefeuille.

Aujourd'hui, la part des systèmes bancaires sous contrôle étranger est plus élevée dans les pays émergents d'Europe que dans ceux du reste du monde et que dans les pays européens avancés. En Europe, quelques banques ayant leur siège dans les pays avancés ont pénétré les nouveaux marchés des pays émergents, principalement en acquérant des banques récemment privatisées. Elles contrôlent actuellement une fraction importante des actifs bancaires des nouveaux membres (voir graphique 2). Le fait que les banques sous



contrôle étranger puissent éventuellement puiser dans le capital de leurs sociétés mères rassurant les autres investisseurs étrangers de la région, ce qui ne va pas nécessairement durer.

Les apports de capitaux dans les banques se sont accompagnés d'une forte croissance du crédit, encore que son taux ait varié selon les nouveaux membres. S'il a été beaucoup plus élevé dans les trois États baltes que dans les pays comparables, le taux de croissance du crédit dans la plupart des autres nouveaux membres a dans l'ensemble suivi leur développement financier. En outre, du fait de cette forte croissance du crédit, l'intermédiation financière s'est nettement intensifiée dans les nouveaux pays membres.

### Surchauffe

Toutefois, l'intégration accrue et les entrées massives de capitaux qui ont suivi ont aussi créé de nouvelles sources de vulnérabilité. À cause en partie de ces apports, plusieurs nouveaux membres de l'UE ont accusé une dette extérieure élevée et des déficits courants excessifs (voir graphique 3). La forte croissance du crédit a fait craindre une surchauffe, car l'inflation s'accélérait, les déficits courants se creusaient et les bulles immobilières enflaient. Les risques de bilan étaient surtout inquiétants dans les pays où les ménages et les entreprises souscrivaient des emprunts en euros ou dans d'autres devises (franc suisse ou yen surtout), d'où une accumulation des asymétries entre les monnaies de libellé des actifs et des passifs. En fait, la part des emprunts en devises était plus élevée dans la plupart des nouveaux membres que dans les pays émergents d'Europe de l'Ouest, d'Amérique latine et d'Asie de l'Est. Les déséquilibres entre les monnaies de libellé des actifs et des passifs ont rendu le secteur privé plus vulnérable à la dépréciation des monnaies, et accru le risque de crédit des banques.

L'intégration financière plus poussée a aussi accentué l'exposition des pays émergents d'Europe aux risques externes. Les liens plus étroits qui avaient stimulé la croissance pouvaient aussi amplifier un ralentissement. Enfin, s'ils ont aidé à développer

l'intermédiation financière, les engagements transfrontaliers des banques internationales (des pays avancés d'Europe surtout) ont créé de nouveaux circuits de contagion.

### Retour à la normale

Malgré la hausse des déficits courants et un endettement public élevé, les marchés ont, semble-t-il, sous-estimé les risques et maintenu leurs engagements en Europe centrale et orientale. Ils pensaient qu'en vertu de leur appartenance à l'UE, ces pays seraient renfloués en cas de crise. Les marges obligataires, qui reflètent le risque pays, se situaient ainsi au-dessous de ce qu'elles auraient dû être («effet de halo»). En fait, les prix des actifs souverains des nouveaux membres étaient 50–100 points de base en deçà des niveaux attendus sur la base de paramètres fondamentaux standard.

La crise financière mondiale a tout changé, surtout parce qu'elle a éliminé l'effet de halo et intensifié les différences entre les nouveaux États de l'UE (voir graphique 4). Fin 2008, avec la réduction des exportations vers les pays avancés et un net ralentissement des entrées de capitaux, la crise s'est brusquement répandue dans tous les pays émergents d'Europe. L'accès au financement, dont le coût s'est envolé pour tous les emprunteurs souverains, s'est fortement contracté. Si les pays plus proches des critères de Maastricht ont généralement enregistré une plus faible hausse de leurs marges, ils n'ont pas été totalement à l'abri.

La crise a porté l'attention sur les déséquilibres extérieurs et la surchauffe dans les pays de l'UE. Dans ses perspectives économiques pour l'Europe de mai 2009, le FMI note que les pays ayant enregistré une hausse de l'inflation, des déficits courants et des apports de capitaux bancaires ont été les plus touchés. En d'autres termes, le risque d'un arrêt brutal des entrées de capitaux a joué un rôle au moins aussi important que le respect des critères de Maastricht dans l'effet initial de la crise sur les pays.

### Vif ralentissement

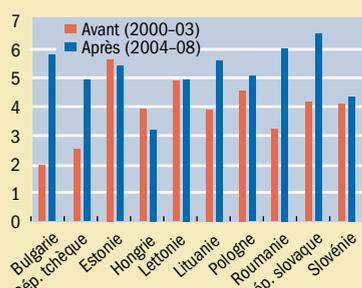
Du fait de la crise financière, l'activité a fortement ralenti dans tous les pays émergents, y compris en Europe, le FMI prévoyant dans ses dernières *Perspectives de l'économie mondiale* une contraction de près de 3 % dans ces pays en 2009. Les liens macrofinanciers ont accentué la vulnérabilité des nouveaux membres : la croissance

Graphique 1

#### Un stimulant pour la croissance

L'adhésion à l'UE a déclenché un rattrapage rapide de la croissance en Europe centrale et orientale.

(PIB, variation annuelle moyenne, en %)



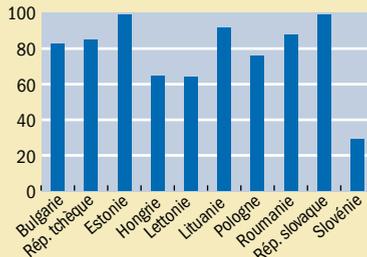
Source : Čihák and Fonteyne, 2009.

Graphique 2

#### Bloc de contrôle

En Europe centrale et orientale, une bonne partie du système bancaire est entre les mains de banques de l'Europe de l'Ouest.

(part des actifs des banques sous contrôle étranger, en %, 2007)



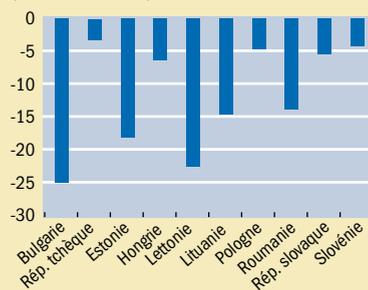
Source : Banque européenne pour la reconstruction et le développement.

Graphique 3

#### De larges déséquilibres

Nombre de nouveaux membres accusent des déficits courants considérables.

(en % du PIB, 2007)



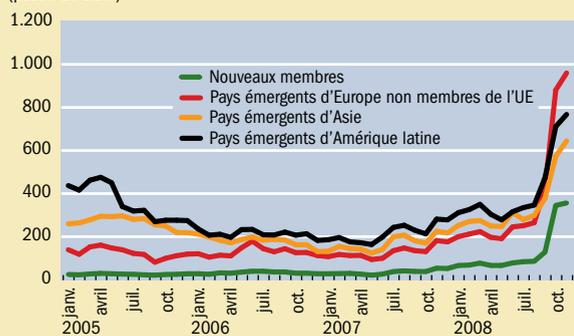
Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Graphique 4

### L'effet de halo s'estompe

Les marges sur les obligations souveraines ont commencé à augmenter en Europe centrale et orientale, comme dans les autres pays émergents.

(points de base)



Sources : Bloomberg L.P.; calculs des services du FMI.

Note : marges en euros pour les nouveaux membres et les pays émergents d'Europe non membres de l'UE et en dollars pour tous les autres pays.

moins forte des revenus, l'instabilité des taux d'intérêt et de change et les corrections des prix des actifs se répercutent sur le secteur financier. Ces pays ont alors réorienté leurs politiques monétaire, budgétaire, de change et du secteur financier.

Les monnaies locales paraissent de plus en plus vulnérables et il est impossible ou coûteux pour les pays d'emprunter sur les marchés pour financer leurs déficits. Grâce à leur appartenance à l'UE, les pays émergents d'Europe ont toutefois pu utiliser certains mécanismes qui se sont révélés utiles pendant la crise, par exemple la facilité «balance des paiements» de l'UE, qui leur a donné une marge de sécurité, et des accords de pension avec la BCE. La Hongrie, la Lettonie et la Roumanie ont sollicité l'aide financière de l'UE et du FMI, et la Pologne a demandé à accéder à la ligne de crédit modulable du FMI, nouveau mécanisme conçu à l'intention des pays affichant de bons antécédents.

### Des structures plus simples et plus robustes

Les nouveaux membres de l'UE sortiront-ils renforcés de la crise? À certains égards, leur économie est plus flexible que celle des pays avancés d'Europe, ce qui leur permet peut-être de s'adapter plus facilement.

La crise a rendu éminemment souhaitable l'adoption de bonnes politiques et la mise en place de cadres de référence au niveau de l'UE a, semble-t-il, contribué à de saines politiques macroéconomiques et structurelles. Cela est encore plus vrai pour la politique macroéconomique où les critères de Maastricht et le pacte de stabilité et de croissance ont servi de point d'ancrage pour les politiques monétaires et budgétaires.

La stratégie de Lisbonne (conçue pour favoriser la croissance et l'emploi) semble aussi avoir eu un certain effet sur les nouveaux membres. Les petits pays membres et ceux affichant de bons résultats budgétaires ont davantage avancé dans la réforme structurelle. En Europe, l'emploi est moins protégé, le salaire minimum plus faible, les négociations collectives moins centralisées et les allocations de chômage moins généreuses dans les pays émergents que dans les pays avancés.

Cependant, les disparités de revenu entre les nouveaux membres montre que les résultats économiques s'expliquent essentiellement par les politiques nationales. La crise a amplifié la façon dont le marché perçoit les différences entre les pays et a conduit à réévaluer les risques dans chaque pays, comme l'indique la plus forte dispersion des marges des obligations souveraines.

La santé financière des nouveaux membres est inégale. Jusqu'à présent, leur système bancaire a assez bien résisté à la crise mondiale (aucune faillite systémique, ni de perte généralisée de confiance des déposants). Toutefois, les perspectives sont difficiles. Les non-remboursements de prêts ne peuvent qu'augmenter à mesure que les monnaies locales perdent de leur valeur et que les économies se contractent. N'ayant pas constitué de réserves pour les mauvais jours, les banques devront réduire le crédit. Les ménages ne pourront emprunter aux banques alors que les revenus diminuent fortement du fait de la baisse du prix des logements et de la dégradation de la situation économique. Leur consommation (en moyenne 60 % du PIB) va, à n'en point douter, en subir les répercussions.

Que doivent faire les nouveaux membres pour sortir de la crise? Le secteur bancaire qui a été au cœur de cette crise jouera un rôle déterminant dans la reprise.

Il faut soutenir le crédit (par exemple, à l'aide d'une recapitalisation préventive des banques viables). La plupart des systèmes bancaires étant sous contrôle étranger, la recapitalisation serait sans lendemain faute d'une coopération étroite avec les autorités de surveillance des banques mères.

Il est fort possible de renforcer le contrôle financier dans le cadre des règles en vigueur, notamment en assujettissant les banques fragiles à des normes de fonds propres plus strictes (Bâle II) et en adoptant des dispositions novatrices pour le provisionnement des pertes sur prêts.

Les nouveaux membres doivent préserver les avancées en matière de politique financière et les renforcer par une meilleure coopération transfrontalière entre banques centrales, autorités de contrôle et ministères des finances.

Il convient d'intensifier les réformes structurelles pour empêcher toute baisse de productivité et de croissance à long terme. Des institutions plus fortes finiront par réduire la vulnérabilité qui va de pair avec une intégration plus poussée.

Sur tous ces points, une coopération étroite entre pays émergents et avancés d'Europe est essentielle. La crise offre la chance de consolider les liens politiques, économiques et financiers dans la région. Cependant, même si les cadres d'action robustes de l'UE peuvent être très utiles, ce sont les politiques suivies par les pays qui détermineront en fin de compte le rythme auquel les pays émergents d'Europe se relèveront de ce qui s'avère la crise la plus grave depuis 1929. ■

*Martin Čihák et Srobona Mitra sont respectivement économiste principal et économiste au Département Europe du FMI.*

#### Bibliographie :

Čihák, Martin, and Wim Fonteyne, 2009, « Five Years After: European Union Membership and Macro-Financial Stability in the New Member States », *IMF Working Paper 09/68* (Washington : International Monetary Fund).



La Tour Spasskaya du Kremlin, à Moscou.

# Un conte de deux crises

*Erik Berglöf, Alexander Plekhanov et Alan Rousso*

**L**E REVERS de fortune de la Russie est saisissant. Juste avant que la crise financière mondiale le frappe violemment fin 2008, ce pays paraissait invincible. Parmi ses succès figuraient, entre autres, des résultats économiques impressionnants pendant près de dix ans, une gestion macroéconomique prudente, des excédents budgétaires et courants, les troisièmes réserves de change du monde et une classe moyenne en constante progression.

La situation a radicalement changé sous l'effet conjugué d'une forte réduction de la production au quatrième trimestre de 2008 et au premier trimestre de 2009, de la quasi-faillite de quelques banques importantes, des difficultés de grands groupes industriels et d'une hausse alarmante du chômage. En outre, près d'un tiers des réserves du pays (utilisées

surtout pour soutenir le rouble pendant sa dépréciation progressive) a disparu.

## **L'histoire se répète**

Où avez-vous déjà entendu cette histoire? Le changement d'attitude des marchés et le retournement des résultats économiques, ainsi que d'autres caractéristiques de la crise actuelle rappellent étrangement l'effondrement financier de 1998. De 1995 au début de 1998, de nombreux analystes occidentaux ont présenté les résultats de la Russie comme un succès mondial majeur. À leurs yeux, ce pays était devenu en moins de cinq ans une démocratie s'inspirant de la philosophie du marché grâce aux efforts déployés au départ par les premiers réformateurs sous la conduite du Président Eltsine et du Vice-Premier ministre Gaïdar.

**L'économie russe reste tributaire des ressources naturelles et doit se diversifier en harmonie avec le marché**

Comme en 2008, Moscou donnait l'impression d'être une ville en plein essor vers laquelle les jeunes cadres affluaient pour faire fortune. La bourse était l'une des plus performantes du monde malgré sa petite taille et son illiquidité, et une classe moyenne se constituait. On pensait que, du fait de sa dimension et de son importance, ainsi que de sa puissance nucléaire, la Russie ne pouvait sombrer; aussi jugeait-on infondée la crainte qu'elle soit touchée par la crise asiatique qui se propageait dans tous les pays émergents au second semestre de 1997 et au début de 1998. On sait la suite : en août 1998, le pays a connu la défaillance, la dévaluation et le désespoir.

Quels enseignements tirer de ces deux crises survenues à près de 10 ans de différence? À maints égards, la Russie a avancé depuis la dernière crise. Une comparaison avec les événements de 1998 est dans une certaine mesure réconfortante, sachant que la Russie d'aujourd'hui est plus robuste. Mais une certaine appréhension est aussi justifiée, le rebond de l'économie risquant d'être plus lent et moins profond.

Nous sommes sûrs que la Russie ne s'est pas assez protégée contre les crises récurrentes imputables dans une large mesure à une chute du cours du pétrole. L'économie reste tributaire des ressources naturelles et doit se diversifier en harmonie avec le marché.

### Le pétrole demeure important

Les deux crises ont été surtout causées par une chute du cours du pétrole, la principale variable extérieure de l'économie russe, dont la diversification en dehors des produits de base (pétrole et gaz, entre autres) reste une tâche cruciale à long terme.

Avant 1998, le pétrole et le gaz représentaient près de la moitié des recettes d'exportation de la Russie et un cinquième des recettes fédérales. En 2008, la part du pétrole et du gaz dans les recettes d'exportation atteignait 68 % et les ressources naturelles comptaient pour la moitié des recettes fédérales. Les industries extractives représentaient plus de 10 % de la valeur ajoutée totale, mais leur véritable contribution au PIB était beaucoup plus élevée, car 60 % de la production industrielle était concentrée dans des secteurs apparentés comme le raffinage et la production d'engrais et de métaux. Selon des estimations approximatives, la part directe globale des ressources naturelles et des secteurs apparentés dans la valeur ajoutée totale de l'éco-

nomie est passée en fait de 15 à 20 % environ entre 1997 et 2007. En outre, une part significative de la valeur ajoutée dans les services découle du commerce des ressources naturelles et du transbordement du pétrole, du gaz et de minéraux.

La Russie étant encore plus dépendante des ressources naturelles aujourd'hui qu'en 1998, quel a été l'effet du choc pétrolier sur son économie? Après la crise asiatique, le cours du pétrole «Oural» est tombé de 23 dollars le baril au début de 1997 à moins de 9 dollars au milieu de juin 1998, soit une chute de plus de 60 %. Le cours

## «La Russie ne s'est pas assez protégée contre les crises récurrentes imputables dans une large mesure à une chute du cours du pétrole.»

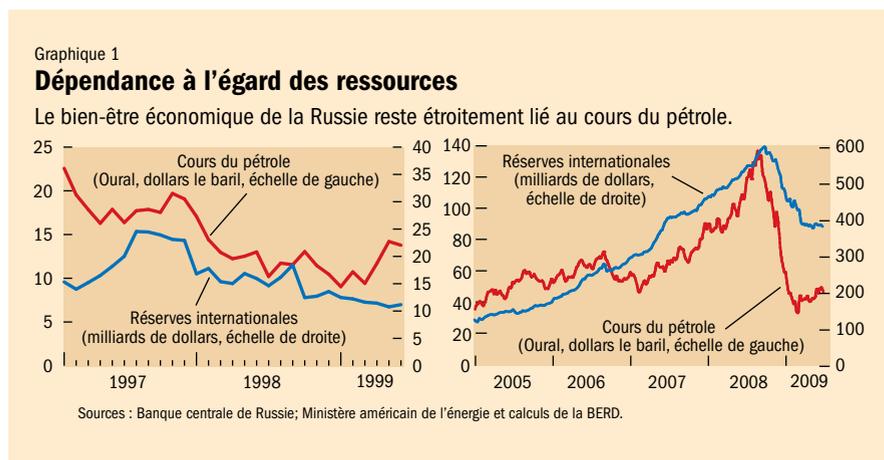
actuel est loin de son plus bas : il est presque trois fois plus élevé en termes réels qu'au milieu de 1998 et est comparable avec son niveau du début de 2005, époque où le taux annuel de croissance de la Russie était de 7 % et où ce pays accumulait des réserves de change (voir graphique 1). Cependant, l'ajustement des cours en termes relatifs a été encore plus rapide et plus prononcé cette fois-ci : le cours de l'Oural est tombé de 138 dollars le baril en août 2008 à 44 dollars en moyenne pour les quatre premiers mois de 2009, soit une baisse de près de 70 %.

### Un thème commun

L'importance du pétrole pour l'économie est un thème commun aux deux crises. Une autre analogie est qu'elles ont eu de graves répercussions sur le secteur réel, le secteur financier et les finances publiques. Cependant, la situation initiale de ces trois secteurs, leurs relations et le déroulement des événements qui ont précédé les crises ont été nettement différents.

**Économie réelle.** Même avant la crise de 1998, la Russie était en récession et, malgré le retour à une forte croissance, on estime qu'au milieu de 1997, la production s'était contractée dans 43 des 79 régions. En revanche, la croissance a été rapide, robuste et géographiquement bien répartie au cours de la dernière décennie. Pendant le premier semestre de 2008, la production a progressé à un taux annuel de 8,2 %, augmentant de 82 % entre 1999 et 2008. À maints égards, l'économie était en état de surchauffe.

En 1998, les problèmes du secteur réel avaient commencé bien avant que la défaillance d'août frappe le système financier et déclenche une grave dépréciation du rouble. On ne dispose pas de données officielles corrigées des variations saisonnières, mais des



calculs approximatifs semblent indiquer que la production s'est vivement contractée pendant les trois premiers trimestres de 1998 et qu'une reprise robuste s'est amorcée presque aussitôt après la crise financière (voir graphique 2). En bref, une chute des cours du pétrole a aggravé les difficultés que connaissait déjà l'économie réelle. Les autorités ont temporairement comblé le manque à gagner alors créé dans les finances publiques en émettant, à des taux d'intérêts très élevés, des emprunts à court terme (GKO) très largement souscrits par des établissements financiers résidents et non résidents. L'effondrement du marché des GKO a déclenché la crise financière et une forte dépréciation du rouble.

Si en 1998, la crise s'est graduellement propagée du secteur réel aux finances publiques, puis au système bancaire, les trois secteurs ont été touchés simultanément en 2008. Le secteur réel, en forte croissance, a été frappé à la fois par une baisse sensible des cours des produits de base et un recul prononcé de la demande mondiale de biens manufacturés. Les marchés des prêts consortiaux se sont grippés, rendant le refinancement des engagements extérieurs très difficile pour certains emprunteurs privés et impossible pour d'autres. De nombreux investisseurs de portefeuille ont quitté la Russie et, de façon plus générale, les pays émergents, et le financement du commerce a commencé à se tarir. En janvier-février, les recettes des administrations publiques avaient diminué, en glissement annuel, de 9 % en termes nominaux (près de 20 % en termes réels).

**Finances publiques.** En 1998, les difficultés du secteur réel ont précédé la crise financière et, une fois celle-ci passée, il n'y a guère eu de rétroaction du secteur bancaire et des finances publiques vers l'économie réelle. Les recettes des administrations publiques (y compris les fonds extrabudgétaires), dont moins de la moitié étaient des recettes fédérales, ne représentaient que 27 % du PIB en 1997. Les possibilités de relance budgétaire étaient donc limitées.

En 2008, le rôle de l'État dans l'économie s'était développé de façon spectaculaire. Les recettes des administrations publiques (dont 58 % étaient des recettes fédérales) atteignaient 39 % du PIB. In 2004, la Russie a créé, pour sauvegarder une partie des recettes pétrolières, le Fonds de stabilisation du pétrole (par la suite scindé en deux : Fonds de réserve et Fonds de prospérité nationale). Au début de 2009, ce fonds avait accumulé 225 milliards de dollars (17 % du PIB), et la dette extérieure avait été largement remboursée. Malgré le net recul des recettes budgétaires, la marge disponible pour engager une relance budgétaire est bien plus large qu'en 1998.

**Secteur financier.** Si en 1998, le secteur financier avait investi massivement dans les GKO, le crédit au secteur privé ne représentait que 9 % du PIB, avec un ratio prêts/dépôts de 76 %. Le crédit à la consommation était pour ainsi dire inexistant et le financement de projets de plus d'un an restait en deçà de 2,5 % du PIB. Cela étant, l'effondrement du système bancaire n'a eu qu'un effet limité sur le secteur réel. La crise a plutôt aidé à réorienter les banques vers le crédit aux entreprises et aux ménages.

Au milieu de 2008 toutefois, le crédit intérieur au secteur privé, dont un quart avait été consenti aux ménages, atteignait 42 % du PIB. Le ratio prêts/dépôts étant de l'ordre de 150 %,

les banques avaient en fait financé une part élevée de leurs prêts par l'emprunt extérieur (200 milliards de dollars fin septembre 2008), sous la forme surtout de prêts consortiaux ou de lignes de crédit ouvertes par les banques mères. Des grandes entreprises ont eu largement recours aux marchés financiers internationaux, et accumulé une dette extérieure d'environ 300 milliards de dollars.

Entre la fin de 2000 et le troisième trimestre de 2008, le portefeuille de prêts des banques a progressé à un taux annualisé moyen de plus de 50 %, soit presque aussi rapidement qu'en Ukraine, où le ratio crédit au secteur privé/PIB a atteint 63 % et où le système bancaire fait déjà face à de graves difficultés. Néanmoins, le ratio crédit/PIB encore relativement modeste de la Russie est quelque peu trompeur en ce sens qu'il reflète la croissance sans précédent du PIB nominal qui, en dollars, a été multiplié par huit entre 1999 et 2008, du fait de la hausse rapide des cours des produits de base.

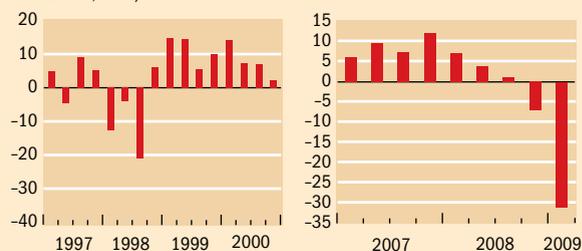
Devant une telle progression du crédit, il est difficile pour les banques et les autorités de contrôle de veiller à ce que les modèles et les règles de gestion des risques adéquats soient en

Graphique 2

### Anatomie d'une crise

Il reste à voir si l'économie russe rebondira aussi rapidement en 2009 qu'en 1999.

(en glissement trimestriel, données corrigées des variations saisonnières et annualisées, en %)



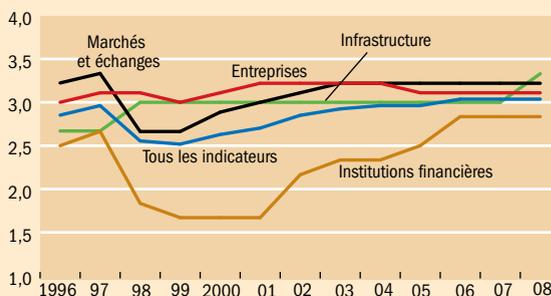
Sources : Rosstat; autorités nationales et estimations de la BERD.

Graphique 3

### Transformer l'économie

Certaines réformes ont marqué le pas après la crise de 1998.

(indicateurs de transition, 1996-2008, min = 1; max = 4,33)



Source : indicateurs de transition de la BERD.

Note : La BERD suit les réformes des pays en transition dans plusieurs domaines – restructuration des entreprises, marchés et échanges, infrastructure, institutions financières – et établit les indices de réforme respectifs de 1 à 4+ (les réformes sont d'autant plus profondes que la valeur est élevée).

place. Le soutien financier de la banque centrale peut temporairement aider les banques à refinancer les prêts à problème, mais à terme, la qualité fondamentale des actifs dépend de l'état de l'économie réelle. Il est donc important de mettre au point des plans de restructuration et de recapitalisation du système bancaire.

Jusqu'à présent, les efforts déployés pour consolider le système bancaire aujourd'hui bien plus développé ont surtout porté sur l'apport de liquidités dont les banques, pour ainsi dire écartées des marchés internationaux, ont grand besoin. En outre, les clients, particuliers ou entreprises, de beaucoup de banques (régionales ou de taille moyenne, notamment) ont retiré rapidement leurs

## «Contrairement à 1998, l'État a suffisamment de ressources pour stimuler fortement la demande et cibler les transferts sociaux vers ceux que la crise touche très durement.»

dépôts en septembre 2008. Les autorités ont alors élargi la couverture de l'assurance-dépôts et injecté massivement des liquidités en accordant des prêts garantis ou non aux banques.

Par contre, la dette en monnaies étrangères n'a guère posé de problème en Russie. Seulement 25 % des prêts intérieurs aux entreprises et un neuvième environ des crédits à la consommation étaient libellés en monnaies étrangères, soit beaucoup moins que dans la plupart des autres marchés pays d'Europe, alors qu'en juillet 1998, le ratio de dollarisation atteignait 42 %.

En conséquence, la récente dépréciation du rouble n'a pas eu d'effet immédiat très négatif sur la qualité des bilans des entreprises moyennes et des portefeuilles de prêts des banques. Cependant, du fait du vif retournement de l'activité et de la croissance très forte du système bancaire, le nombre des prêts improductifs pourrait augmenter rapidement à l'avenir.

### À situations dissemblables, réactions différentes

Le contraste entre les situations explique peut-être en partie une autre différence importante entre 1998 et 2008 : la réaction des autorités. En 1998, il manquait à la Russie les ressources, et probablement la volonté politique, pour réagir à la crise. Le plus important à vrai dire a été ce que les autorités n'ont pas fait : chercher à sortir de la crise de manière quantitative. Le gouvernement et, ce qui est quelque peu surprenant, le gouverneur de la banque centrale, Victor Gerashchenko, ont résisté aux nombreuses pressions en faveur de la création de monnaie, et l'économie réelle a rebondi rapidement.

Cette fois, la nature de la crise est fondamentalement différente : son origine est externe et les autorités disposent de bien plus de ressources. Leur réaction a aussi été beaucoup plus énergique sur le plan monétaire et budgétaire.

Le collectif budgétaire de 2009 prévoit une relance substantielle, le déficit fédéral, qui devrait atteindre jusqu'à 8 % du PIB

en 2009, puis sans doute 5-6 % en 2010, étant surtout financé par les réserves budgétaires accumulées. Les nouvelles dépenses discrétionnaires (4,1 % du PIB) conjuguent des mesures axées sur la demande (surtout des dépenses sociales) de l'ordre de 2 % du PIB et sur l'offre (aides ciblées à des entreprises et des industries) allant jusqu'à 1,3 % du PIB, ainsi que des mesures pour les banques d'environ 0,8 % du PIB.

La crise de 1998 a amené à revenir sur plusieurs réformes structurelles, surtout dans le secteur financier, mais aussi dans la libre concurrence, l'intégration commerciale et la privatisation et la restructuration des entreprises (voir graphique 3). Cependant, la crise a peut-être aussi conduit à une série de réformes structurelles à moyen terme importantes (restructuration du secteur de l'électricité, réforme fiscale, mise en place d'une assurance-dépôts et réforme des retraites, par exemple).

Il est trop tôt pour évaluer l'effet de la crise actuelle sur le programme de réformes. La montée du chômage (estimé à 9,5 % en février 2009), la chute des revenus, la forte inflation (13 % en glissement annuel), la faiblesse de la demande de biens manufacturés et le recul à court terme des besoins en infrastructure peuvent rendre politiquement attrayantes des mesures administratives comme le contrôle des prix ou des tarifs douaniers, les obstacles aux échanges et les subventions ciblées aux entreprises en difficulté. Certaines de ces mesures ont déjà été expérimentées à petite échelle. Par exemple, les droits sur les voitures d'occasion importées ont récemment été relevés.

### Que va-t-il se passer?

Comme en 1998, le retour de l'activité dépendra de facteurs externes, surtout le rythme de la reprise mondiale, la trajectoire des cours du pétrole et le coût du capital sur les marchés internationaux, étant donné les besoins immenses de la Russie en investissement dans le secteur industriel et en infrastructure.

Toutefois, le rythme de la reprise dépendra beaucoup plus qu'en 1998 de la réaction des autorités, étant donné le rôle prépondérant de l'État et les liens beaucoup plus étroits entre le système financier et l'économie réelle.

Contrairement à 1998, l'État a suffisamment de ressources pour stimuler fortement la demande et cibler les transferts sociaux vers ceux que la crise touche très durement. Cependant, employer des crédits publics d'une façon productive qui stimule la demande globale sans créer de goulets d'étranglement reste un objectif ambitieux en Russie. En particulier, la capacité de l'État de gérer de vastes programmes d'infrastructure est toujours limitée. Étant donné que le secteur financier joue maintenant dans l'économie russe un rôle beaucoup plus influent que dans les années 90, le coût potentiel pour l'économie réelle d'un effondrement du système bancaire pourrait être très élevé, de même que le coût de politiques budgétaires peu judicieuses. Le gouvernement russe devra avancer prudemment au cours des mois à venir. ■

*Erik Berglöf, Alan Rousso et Alexander Plekhanov sont respectivement économiste en chef, directeur de la Stratégie et analyse et économiste à la Banque européenne pour la reconstruction et le développement.*

# Test de résistance pour l'euro

## Les pays tentés d'abandonner la monnaie européenne font face à des obstacles considérables

Barry Eichengreen

SI LA CRISE actuelle du crédit est le choc le plus grave subi par l'économie mondiale depuis 80 ans, elle est sans doute aussi le pire problème qu'ait connu la zone euro dans sa première décennie d'existence. Cette crise est précisément le type de « choc asymétrique » annoncé par les eurosceptiques de la première heure et mis en lumière par la théorie des zones monétaires optimales.

La chute des prix de l'immobilier a été générale au sein de la zone euro mais plus marquée dans certains pays (graphique 1). Si la crise s'est traduite pour l'ensemble des banques par des pertes élevées, souvent justement liées aux investissements immobiliers, tous les pays n'ont pas été touchés de la même manière. La hausse du chômage aussi a été assez inégale. Les tensions déflationnistes varient donc selon les pays. Les finances publiques ont été plus obérées dans certains pays que dans d'autres, comme en témoigne l'augmentation des marges sur les obligations souveraines et les contrats sur risque de défaut qui y sont associés (graphique 2).

En pareilles circonstances, plus d'un pays préférerait probablement choisir sa propre riposte monétaire, mais ceux de la zone euro sont, en tant que membres d'une union monétaire, astreints à mener une seule et même politique. Ce dilemme a réactivé le débat qui avait eu lieu avant 1999 sur l'opportunité d'une union monétaire européenne. Il a également suscité maints commentaires et spéculations sur l'abandon éventuel de l'euro par certains pays. Le présent article évalue les conséquences qu'aurait une telle décision et, malgré les risques, les coûts et les complications qu'elle engendrerait, ne la juge pas inconcevable.

### La tentation est réelle

Depuis avril 2008, le marché de prédictions en ligne Intrade propose un contrat qui revient à parier sur le fait qu'un des pays de la zone euro annoncera son intention d'abandonner la monnaie unique d'ici au 31 décembre 2010. À la mi-avril, la

Graphique 1

### Quartiers « défavorisés »

Les prix du logement ont chuté dans toute la zone euro, mais certains pays ont été plus touchés que d'autres.

(prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro; variation en %)



Source : calculs de la Banque centrale européenne à partir de données nationales semestrielles.

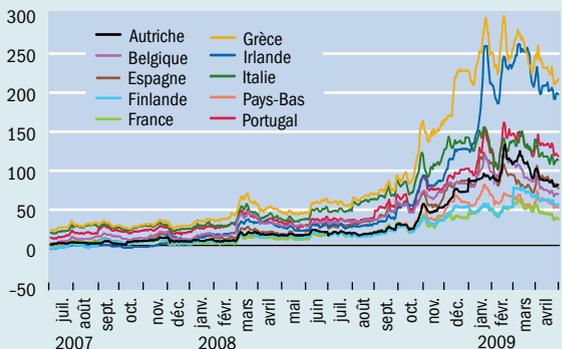
Note : prix global de l'immobilier résidentiel dans la zone euro calculé à partir de séries nationales couvrant plus de 90 % du PIB de la zone sur toute la période.

Graphique 2

### Points névralgiques

L'augmentation des marges sur les obligations souveraines de certains pays de la zone euro reflète une pression accrue sur leurs finances publiques.

(marges souveraines, en points de base)



Sources : Datastream; calculs des services du FMI.

Note : marges calculées sur les obligations à 10 ans, avec l'Allemagne comme référence.

cote de ce contrat correspondait à une probabilité de 20 %, sur un marché, il est vrai, assez peu actif (graphique 3).

La tentation existe, indéniablement. Dans les pays où la demande est actuellement la plus faible, les autorités n'ont aucun mal à imaginer comment elles pourraient, si la monnaie nationale avait encore cours, la laisser se déprécier ou même provoquer une dépréciation pour encourager les exportations. Ceux qui s'inquiètent le plus des échecs des adjudications de titres publics peuvent imaginer comment, s'il y avait encore une banque centrale nationale autonome, cette dernière pourrait se porter acquéreuse des titres souverains en dernier ressort.

Néanmoins, il existe un contre-argument pour chaque argument qui justifierait la réintroduction de la monnaie nationale. Alors que les gains de compétitivité pouvant être escomptés d'une dépréciation seront provisoires, de nombreux coûts, tant politiques qu'économiques, seront définitifs. Une dépréciation aurait notamment pour effet d'aviver les tensions au sein de l'Union européenne. Les partenaires du pays qui s'engagerait sur cette voie estimeraient, non sans raison, qu'il exporterait non seulement ses produits, mais aussi ses problèmes. Pour ceux qui voudraient des preuves de ce danger, il suffit d'observer la réaction des autres pays de l'UE au décrochage de la livre sterling face à l'euro. Plus généralement, la crise actuelle, comme toutes les autres, a accentué les pressions incitant les gouvernements à aider les producteurs nationaux en difficulté par des prêts concessionnels et autres subventions. De ce point de vue, la crise menace la réalisation-phare de l'Europe, à savoir un véritable marché unique où les producteurs des différents pays membres se concurrencent à armes égales. Une multiplication des accusations de manipulation monétaire et de dévaluation compétitive mettrait l'existence de ce marché en péril.

### Obligations nées du Traité

En outre, un pays qui abandonnerait l'euro unilatéralement pour «voler» un avantage concurrentiel compromettrait son statut de membre en règle de l'UE. Il ne serait pas le bienvenu à la table de négociation des politiques communautaires. Le Traité de Lisbonne, qui, certes, doit encore être ratifié, contient

une clause prévoyant la possibilité d'une sortie de l'UE. En revanche, rien sur une éventuelle sortie de la zone euro. Pour abandonner l'euro, un pays devrait donc également quitter l'UE avec, à la clé, l'annulation de toutes les obligations que le Traité lui impose vis-à-vis des autres États membres. Rien ne s'y oppose en principe, mais les Européens sont si attachés à leur union qu'une telle décision ne risque pas d'être prise à la légère.

Qui plus est, il n'est pas sûr que le retour à une monnaie nationale faciliterait la gestion des finances publiques pour un pays de la zone euro. Hallerberg et Wolff (2006) montrent que les marges sur les obligations souveraines (obligations d'État à 10 ans, avec l'Allemagne comme référence) augmentent plus vite avec le déficit budgétaire et le ratio dette publique/PIB dans les pays non membres de la zone euro. Eichengreen (2007) note la même sensibilité plus grande à l'extérieur de la zone euro en ce qui concerne les notes de la dette souveraine. Bien sûr, les investisseurs et les agences de notation qui les aident à

## «Les principaux cas de pays sortis d'une union monétaire concernent des économies relativement fermées aux flux commerciaux et financiers.»

prendre leurs décisions sont rassurés par le fait que la conduite de la politique budgétaire des membres de la zone euro fait l'objet d'une surveillance mutuelle, que le Pacte de stabilité et de croissance prévoit des sanctions et que la Banque centrale européenne (BCE), contrairement à la majorité des banques centrales nationales, obéit à une règle de non-renflouement lui interdisant d'acheter directement des obligations d'État.

En conséquence, même si les dettes et les déficits augmentent à court terme, les investisseurs sont fondés à penser que la tendance ne sera pas autorisée à durer. Les marges sont donc moins susceptibles de monter en flèche. Même en admettant que la réintroduction de la monnaie nationale et la séparation de la banque centrale nationale de l'Eurosystème des banques centrales et de la BCE puissent aider le gouvernement d'un pays en crise à financer son déficit à court terme, cela se fera au prix d'un financement plus coûteux sur le marché.

Il est difficile de dire si, dans les calculs des responsables de la politique économique, la première considération (flexibilité accrue à court terme) primera la seconde (coûts accrus à long terme). À en croire certains commentaires récents, un pays de la zone euro lourdement endetté qui ne parviendrait plus à honorer sa dette en raison de la crise sortirait de la zone euro pour pouvoir faire marcher sa planche à billets. Néanmoins, dans la mesure où l'objectif n'est pas uniquement de financer les dépenses immédiates mais aussi de normaliser les relations financières et de rétablir la qualité de la signature, une telle conclusion ne s'impose pas. En l'occurrence, un abandon de l'euro ne ferait qu'aggraver les problèmes.

Graphique 3

### Gardez la monnaie

Selon un marché de prédictions en ligne, il y a 20 % de chances pour qu'un pays de la zone euro abandonne la monnaie unique d'ici la fin 2010.

(prix du contrat, en points)



Source : www.intrade.com.

Et si, malgré tout, la tentation persistait, les obstacles techniques à une sortie de l'euro seraient quasiment insurmontables. Il serait simple pour un parlement ou un congrès de voter une loi autorisant l'État et d'autres employeurs à payer les salaires et les pensions en monnaie nationale, mais ce changement de libellé des salaires et autres revenus nécessiterait de relibeller les hypothèques et les dettes liées à l'utilisation de cartes de crédit par les résidents. Sinon, la dépréciation de la monnaie pénaliserait les ménages, et aboutirait à de graves difficultés financières et à des faillites.

Mais si les hypothèques et autres actifs bancaires étaient relibellés, il faudrait faire de même pour les dépôts bancaires et autres éléments des bilans bancaires pour éviter la déstabilisation du secteur financier. Les recettes publiques étant relibellées en monnaie nationale, ce ne serait pas seulement les salaires et les pensions du secteur public, mais également d'autres engagements, notamment la dette publique, qui devraient l'être aussi afin d'éviter tout effet de bilan susceptible d'affaiblir la situation financière de l'État.

### Acte déclenchant un défaut de paiement

Techniquement, rien n'empêche un parlement national d'obliger les banques, les entreprises, les ménages et les administrations à relibeller leurs contrats en monnaie nationale. Les investisseurs nationaux sont soumis au droit national, que les autorités nationales compétentes peuvent modifier, mais les créances des investisseurs étrangers sont un autre problème. Le principe de «continuité des contrats» signifie que les étrangers continueraient à exiger des paiements en euros et feraient probablement valoir leur droit devant les tribunaux. Relibeller la dette publique de manière unilatérale équivaudrait techniquement à un acte déclenchant un défaut de paiement et quitter la zone euro ne permettrait donc pas d'éviter le défaut de paiement. Si l'État décidait quand même de relibeller ses dettes, son accès aux marchés de capitaux internationaux risquerait d'être limité pour une durée indéfinie. S'il y renonçait, la dépréciation de la monnaie nationale vis-à-vis de l'euro grèverait fortement le bilan du secteur public, car la valeur de la dette extérieure en monnaie nationale augmenterait.

Quoi qu'il en soit, dans une démocratie, cette décision devrait être débattue. Des débats parlementaires seraient nécessaires. Les opérateurs du marché sauraient que la réintroduction de la monnaie nationale est envisagée pour permettre une dépréciation vis-à-vis de l'euro et auraient tout intérêt à agir : anticipant que les dépôts nationaux seront relibellés en monnaie locale, qui perdrait alors de la valeur face à l'euro, ils transféreraient leurs dépôts vers d'autres banques de la zone euro.

Un mouvement de panique à l'échelle du système bancaire s'ensuivrait certainement. Les investisseurs anticipant que leurs créances sur l'État seraient relibellées dans la monnaie nationale s'en sépareraient au profit de créances sur d'autres États, d'où une crise du marché obligataire. Si le facteur précipitant était un débat parlementaire sur l'abandon de l'euro, il serait peu probable que la BCE devienne prêteur en dernier ressort. Et si l'État concerné était déjà dans une situation budgétaire précaire, il ne pourrait pas emprunter pour renflouer les banques et racheter sa dette.

Comme je l'ai dit en d'autres circonstances, cette crise serait la mère de toutes les crises financières. Et quel gouvernement sensé, investi dans sa propre survie, serait disposé à courir un tel risque? Quels dirigeants responsables iraient seulement jusqu'à l'envisager?

Il n'est pas anodin que les principaux cas de pays sortis d'une union monétaire concernent des économies relativement fermées aux flux commerciaux et financiers, dont les systèmes bancaires et

## «Un pays qui abandonnerait l'euro unilatéralement pour «voler» un avantage concurrentiel compromettrait son statut de membre en règle de l'UE.»

financiers étaient sous-développés ou extrêmement réglementés, de sorte que le risque de fuites de capitaux durant les débats et la phase préparatoire était limité. La rupture de l'union monétaire tchécoslovaque et la dissolution de la zone rouble l'illustrent bien. Parce qu'il y avait peu d'obstacles à la prospérité financière, que le contrôle des changes était maintenu et que l'ouverture de l'économie au reste du monde ne faisait que commencer, les débats ont pu avoir lieu sans déclencher de débâcle.

Plus généralement, les travaux de Nitsch (2004) portant sur un large échantillon montrent que le degré d'ouverture des économies est inversement proportionnel au risque de sortie d'une union monétaire. (Nitsch considère l'ouverture commerciale plutôt que financière, mais les deux dimensions sont corrélées. La surfacturation et la sous-facturation des échanges sont un des moyens évidents de dissimuler des flux de capitaux.) Il est clair que l'ouverture exceptionnelle des États membres de l'UE à toutes sortes de transactions commerciales et financières les place sans ambiguïté dans ce camp.

Serait-il donc inconcevable qu'un des membres quitte la zone euro? Si l'année écoulée nous a appris une chose, c'est que nombre d'événements économiques que nous avions jugés inconcevables ne le sont pas. Néanmoins, nous pouvons affirmer sans risque de nous tromper qu'une sortie de la zone euro est extrêmement improbable. ■

*Barry Eichengreen est professeur d'économie et de sciences politiques (chaire George C. Pardee et Helen N. Pardee) à l'université de Californie, Berkeley.*

#### Bibliographie :

Eichengreen, Barry, 2007, "The Break-Up of the Euro Area," NBER Working Paper 13393 (September).

Hallerberg, Mark, and Guntram B. Wolff, 2006, "Fiscal Institutions, Fiscal Policy and Sovereign Risk Premia," Discussion Paper 35/2006, Deutsche Bundesbank (Frankfurt).

Nitsch, Volker, 2004, "Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Currency Unions Fall Apart?" CESifo Working Paper 1113 (January).

# L'heure de gloire de l'euro?

Charles Wyplosz

**La zone euro s'est révélée un lieu sûr pour les pays qui ont eu la chance d'entrer à temps dans ce club très fermé**

**L**Y A deux ans, alors que nous préparions le dixième anniversaire de l'euro, l'un des commentaires les plus fréquents était que la nouvelle monnaie n'avait encore essuyé aucune tempête vraiment sérieuse. Nous ne savions pas ce qui nous attendait! La crise financière, et à présent économique, a soumis la zone euro à toute une série d'épreuves. En Europe, nombreux sont ceux qui estiment que l'adoption d'une monnaie unique apparaît enfin comme légitime et que l'euro est aujourd'hui en pleine ascension. Je suis d'accord avec la première proposition, mais je nourris de sérieux doutes quant à la seconde.

Le premier motif invoqué pour justifier la création de la monnaie unique a toujours été la volonté d'éviter les attaques spéculatives contre les taux de change, qui provoquent d'importantes fluctuations monétaires dangereuses pour le marché unique européen des biens et services. C'est ce qui explique que la décision d'adopter l'euro ait été prise après la libéralisation des mouvements de capitaux (Baldwin and Wyplosz, 2009).

La première leçon de la crise est que cet objectif a été atteint. La couronne suédoise et la livre sterling sont faibles, très faibles. Le cours de la plupart des monnaies d'Europe centrale et orientale fluctuent fortement. Plusieurs des pays concernés ont appelé le FMI à la rescousse et leurs problèmes sont loin d'être réglés. Parallèlement, certaines économies avancées comme l'Autriche, la Grèce ou l'Irlande, sont en grande difficulté en raison d'importants dysfonctionnements bancaires ou de la fragilité de leurs finances publiques, ou des deux. En revanche, ils n'ont pas à se soucier de leur monnaie, puisqu'ils n'en ont pas : l'euro fonctionne et ce n'est pas rien.

### Un refuge?

Pourtant l'euro n'a pas mis tous les États membres à l'abri des tensions spéculatives, ce qui s'est traduit par des marges importantes sur les obligations souveraines. Durant les crises précédentes, de telles marges étaient généralement le corollaire de pressions sur les taux de change

qui aboutissaient souvent à des dépréciations ou à des dévaluations. Ces marges étaient souvent interprétées à la lumière du principe de parité de taux d'intérêt et donc vues comme l'annonce de futures dépréciations (encore que, comme on sait, la validité empirique de ce principe soit, au mieux, discutable).

L'apparition de ces marges dans la zone euro reflète la conviction des marchés que l'emprunteur souverain concerné pourrait soit abandonner l'euro, soit ne plus honorer tout ou partie de sa dette, voire les deux. Les médias ont évoqué la possibilité que certains pays sortent de l'euro, mais la plupart des observateurs l'ont exclue, arguant que les coûts d'une telle décision seraient largement supérieurs aux avantages escomptés, surtout en période de crise. Il est donc probable que les marges reflètent essentiellement les risques de défaillances, qui peuvent être justifiés ou non. Quoi qu'il en soit, c'est une situation parfaitement normale au sein d'une zone monétaire. D'ailleurs, les marges très réduites observées avant la crise ont parfois été considérées comme une anomalie, certains suggérant même que les marchés ne réagissaient pas assez à l'ampleur des dettes publiques. Il semble à présent qu'ils soient trop réactifs.

### De l'euro-pessimisme à l'euro-optimisme

Les États de l'Union européenne qui ne sont pas membres de la zone euro s'aperçoivent aujourd'hui des avantages de la monnaie unique. Au Danemark, pays qui avait obtenu une clause d'exemption en 1992, la population a constaté l'effet protecteur de l'euro en temps de crise : après avoir voté contre à deux reprises, elle pourrait vouloir rejoindre l'union monétaire.

Un bref débat sur la monnaie unique s'est également ouvert au Royaume-Uni, mais il n'a servi qu'à renforcer le front du refus. La situation est très comparable en Suède, où la population a également voté contre l'adoption de l'euro.

Les autres pays entrés dans l'Union en 2004 ne remplissent pas encore les critères requis, pour toutes sortes de bonnes ou de mauvaises



raisons. Le fait d'être tenus à l'écart du «club» en a rendu beaucoup réticents, mais la crise est en train de les amener à se raviser; ils doivent toujours satisfaire aux mêmes conditions très strictes, les fameux «critères de Maastricht».

Ces critères ont été définis il y a presque 20 ans, dans un contexte très différent. Après une longue période d'instabilité des prix, l'inflation venait d'être maîtrisée (à peine, dans certains pays). Le sentiment était que la Banque centrale européenne (BCE) aurait besoin d'asseoir rapidement sa crédibilité d'agent anti-inflation, ce qui signifiait que, pour être admis dans la zone euro, un pays aurait à démontrer sa ferme volonté de veiller à la stabilité des prix, d'où la fixation de critères très stricts.

Mais, à présent que la BCE jouit de la confiance des marchés, de telles précautions sont superflues, si tant est qu'elles aient jamais été nécessaires. Les gouverneurs des banques centrales des nouveaux États membres rejoindront un conseil des gouverneurs de la BCE aux procédures bien rodées. Compte tenu des risques négligeables associés à l'admission de pays considérés comme n'étant «pas encore prêts» au regard de critères dépassés et compte tenu des distorsions significatives induites sur le marché unique européen par les fortes dépréciations que provoque la crise, on aurait pu espérer que les critères de Maastricht soient finalement remisés. Mais il n'est peut-être pas surprenant que les membres actuels de la zone euro aient réaffirmé la nécessité de respecter les règles, quoi qu'il arrive. La BCE s'y tient aussi très rigoureusement, tout en ayant compris qu'il fallait proposer des échanges réciproques de devises à certaines banques centrales d'Europe centrale et orientale sous pression.

### Une autorité unique pour un marché unique

L'une des autres grandes leçons de la crise n'a peut-être pas été assimilée. Dès le début, il était clair qu'il serait risqué de faire fonctionner une zone monétaire avec autant d'autorités de réglementation et de surveillance qu'il y avait de membres (Begg *et al.*, 1998). Pendant longtemps, la majorité des banques ont été nationales, ce qui réduisait la nécessité de centraliser l'information et de préparer la possibilité de recourir à un prêteur international en dernier ressort.

Toutefois, la logique qui sous-tend l'instauration d'une monnaie unique est d'aller vers un système bancaire de plus en plus paneuropéen, composé de banques opérant à l'échelle internationale et détenues par des actionnaires de diverses nationalités. Et, comme chacun sait, c'est exactement ce qui s'est produit, surtout grâce aux efforts de la Commission européenne. Le malheur a voulu que, pour deux des principales institutions transnationales, Fortis et Dexia, la crise se solde par une faillite, ce qui a déclenché des interventions précipitées qui ont tourné au cafouillage.

On pourrait espérer que la crise contribue à vaincre les résistances nationales à une centralisation de la réglementation et de la surveillance. Dans ce but, une commission dirigée par Jacques de Larosière a récemment proposé de créer un Conseil européen du risque systémique et un Système européen de surveillance financière placés au-dessus des autorités nationales compétentes. Mais les premières réactions observées montrent que, même limitée et susceptible d'évolutions ultérieures, cette refonte institutionnelle sera retoquée par les gouvernements nationaux.

## Réactions à la crise

Jusqu'à présent, comment la zone euro a-t-elle géré ses politiques macroéconomiques? La BCE a immédiatement et vigoureusement réagi aux perturbations du marché interbancaire provoquées par la crise financière en injectant sur les marchés des quantités de liquidités jusque-là impensables. Une dichotomie entre ses deux fonctions de base a rapidement été décidée : pour rétablir l'ordre sur les marchés de capitaux, la BCE fournirait autant de liquidités que nécessaire. En revanche, cette fonction n'interférerait pas avec la fixation des taux d'intérêt, qui resterait orientée par les objectifs de la politique monétaire. Tel était en tout cas le principe.

Les deux objectifs intermédiaires de la BCE, à savoir la fixation du taux directeur et la réduction de l'écart entre ce taux et le taux interbancaire, ont été provisoirement dissociés. Cette dichotomie était assez logique, mais seulement jusqu'à un certain point. En effet, l'une des courroies de transmission de la politique monétaire est le taux du marché, qui joue donc un rôle au moins équivalent à celui du taux directeur. Le crédit accordé à cette dichotomie explique peut-être pourquoi il a fallu 14 mois à la BCE pour commencer à abaisser son taux; elle l'a fait en octobre 2008, un dernier relèvement ayant même été décidé en juillet 2008.

En réalité, la BCE était davantage préoccupée par l'inflation, qui ne cessait d'augmenter depuis 2006, que par la croissance et l'emploi. Pas plus que la plupart des autres prévisionnistes, elle n'avait pensé que la crise financière entraînerait une récession. Les mesures de politique monétaire ne produisant que lentement leurs effets, la BCE aurait dû abaisser bien plus tôt son taux directeur. Certes, ce qui paraît évident aujourd'hui ne l'était pas à l'époque. Néanmoins, la BCE a effectivement tardé plus que les autres grandes banques centrales à assouplir sa politique monétaire. Ce jugement est peut-être injuste, mais il contribue à expliquer la réticence de certains pays de l'UE à abandonner leur indépendance monétaire.

Sur le plan des mesures budgétaires, qui restent une prérogative nationale, la réaction a également été assez discrète. Dans bien des cas, les pouvoirs publics ont cru que les stabilisateurs automatiques, plus importants dans les pays d'Europe continentale que dans la plupart des autres pays, seraient suffisants pour contrer les effets macroéconomiques de la crise financière. À de rares exceptions près, les mesures de relance discrétionnaires ont été jusqu'ici plutôt timides.

La modération de la réponse budgétaire est sans doute partiellement imputable au Pacte de stabilité et de croissance, qui plafonne les déficits. La crise s'aggravant, le Pacte a été tout naturellement mis entre parenthèses, car une certaine souplesse est tolérée quand les circonstances sont «exceptionnelles». Toutefois, ce Pacte pourrait bien constituer un point d'ancrage utile pour limiter des dérives qui risquent d'être difficiles à corriger une fois la récession terminée. En attendant, comme les taux d'intérêt atteignent désormais la borne inférieure de zéro, la zone euro n'est pas acharnée à lutter contre la contraction actuelle de l'activité économique. La reprise devra s'appuyer sur les dépenses privées ou les exportations. L'Europe ne remplacera pas la locomotive américaine.

Ainsi, au moment même où l'euro démontre son utilité et pourrait séduire de nouveaux pays, les dirigeants font montre d'une extrême prudence — d'aucuns diraient excessive — dans leur gestion macroéconomique et leurs relations avec les nouveaux membres potentiels. Pourquoi? Crainte de faire chavirer

le navire? Difficultés à coordonner des situations économiques très différentes? Absence d'un cadre d'analyse commun?

## Enfin reconnu

Dans le même temps, l'Europe a le sentiment que les faits lui ont donné raison. En septembre 2008, par exemple, Peer Steinbrück, le Ministre des finances allemand, a déclaré : «Les États-Unis vont perdre leur statut de superpuissance du système financier mondial... l'Amérique ne sera plus la seule puissance à définir les normes et les produits financiers échangeables dans le monde entier... Le dollar restera une devise très fiable et très importante, au même titre que l'euro, ou encore que le yuan et le yen; je pense donc que ce sera peut-être l'amorce de certains changements.»

De nombreux observateurs européens ont considéré que la déclaration de la Chine selon laquelle la période hégémonique du dollar devait toucher à sa fin constituait un signal fort véhiculant le même message. Sachant que les monnaies dominantes ne déchoient de leur rang qu'après un choc majeur, ils voient dans la crise financière actuelle le catalyseur du changement. Après tout, estiment-ils, la crise est née aux États-Unis et a révélé les failles inhérentes à la conception anglo-saxonne de la finance. Ils constatent également que la cure d'amaigrissement que va subir le système bancaire américain laissera davantage de place au modèle européen, plus prudent.

L'avenir le dira, mais je crains que les Européens ne se préparent une énorme déception. La prudence est une vertu, mais elle a un coût, bien illustré par l'arbitrage entre risque et rendement. La réglementation financière n'est pas qu'une question de dosage, la qualité compte aussi, au niveau tant de l'élaboration des règles que de leur application. Or l'Histoire et les débats actuels n'indiquent pas que l'Europe ait un avantage comparatif sur l'un ou l'autre plan. Le dollar a peut-être un peu perdu de son lustre, mais la lenteur avec laquelle la zone euro réagit à la crise et, à long terme, sa croissance tendancielle moins rapide ne permettent pas de voir en elle une puissance économique et financière montante.

L'ascendant économique se déplace vers l'Asie, mais les marchés de capitaux asiatiques sont loin de pouvoir concurrencer New York ou Londres et la question du déclin démographique de l'Asie commence à se poser. En outre, tout rééquilibrage des pouvoirs au sein des institutions financières internationales mettra très certainement fin à la surreprésentation historique de l'Europe.

On peut donc raisonnablement parier que la crise accouchera d'un système financier anglo-saxon mieux réglementé, plus dominant que jamais, qui continuera de modeler les marchés émergents en Asie et ailleurs, tandis que l'Europe demeurera une référence en matière de prudence et conservera une monnaie incapable de faire et d'accueillir de nouveaux convertis sur le continent. ■

*Charles Wyplosz enseigne à l'Institut universitaire de hautes études internationales à Genève.*

### Bibliographie :

Baldwin, Richard, and Charles Wyplosz, 2009, *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill.

Begg, David, Paul de Grauwe, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig, and Charles Wyplosz, 1998, "The ECB: Safe at Any Speed?" *Monitoring the European Central Bank* (London: Centre for Economic Policy Research).

# Une récession extraordinaire

M. Ayhan Kose, Prakash Loungani et Marco E. Terrones

**L**A SAISON de baseball aux États-Unis culmine par une série de rencontres appelée «World Series», du temps où le monde se réduisait à ce pays lorsqu'il s'agissait de baseball. De même, dans les années 60, une récession aux États-Unis pouvait tout aussi bien être qualifiée de mondiale. Leur production représentait une large part de la production mondiale, et l'activité conjoncturelle dans la plupart du reste du monde était tributaire de l'économie américaine.

Qu'est-ce qui constitue une récession mondiale aujourd'hui? La production des pays avancés comme les États-Unis, qui représentait environ 75 % de la production mondiale dans

les années 60, n'atteint plus qu'à peu près 55 % de nos jours. Aussi ne peut-on plus s'attendre à ce que le cycle conjoncturel des pays avancés coïncide avec celui de l'économie mondiale. Parallèlement, toutefois, l'intégration mondiale par le biais des flux commerciaux et financiers est plus poussée aujourd'hui que dans les années 60. Les risques de retombées et de contagion n'en sont que plus grands, accroissant les chances d'évolutions synchrones et de cycle conjoncturel mondial.

Fait surprenant, il n'y a pas de définition communément acceptée d'une récession mondiale. Selon la définition proposée ici — contraction du PIB réel mondial par ha-

**Mesurée d'une manière ou d'une autre, la récession mondiale actuelle est la plus profonde et la plus synchronisée de l'après-guerre**

Dubaï, Émirats arabes unis.



bitant, accompagnée d'une ample baisse de divers autres indicateurs de l'activité économique mondiale — on compte quatre récessions mondiales dans l'après-guerre : 1975, 1982, 1991 et 2009. La récession actuelle est de loin la plus grave : selon l'indicateur, la production devrait baisser quatre à six fois plus que lors des trois autres récessions mondiales en moyenne, et le chômage augmenter deux fois plus. L'effondrement des échanges mondiaux cette année éclipe leur baisse dans les

**«Si le PIB réel total, et non par habitant, est utilisé, 2009 est la seule année depuis 1960 où l'économie mondiale s'est contractée.»**

récessions mondiales passées. Et aucune de ces récessions ne s'est caractérisée par des récessions simultanées dans autant de pays. Bref, la récession actuelle est extraordinaire.

### Les dates

Pour déterminer quand un pays est en récession, les économistes utilisent souvent des méthodes statistiques permettant de dater les pics et les creux d'un indicateur clé de l'activité, tel que le PIB réel du pays. En procédant de la même manière au niveau mondial à partir de 1960, nous utilisons les données annuelles sur le PIB réel mondial par habitant, calculé selon les parités de pouvoir d'achat, pour la période 1960–2010 (encadré 1). Les estimations pour 2009–10 sont fondées sur les dernières prévisions du FMI (FMI, 2009). La mesure par habitant est utilisée, car la croissance démographique varie fortement d'un pays à l'autre. La croissance du PIB est généralement plus rapide dans les pays émergents et en déve-

loppement que dans les pays industrialisés, mais l'expansion démographique l'est aussi.

Quatre creux sont recensés dans les 50 dernières années : 1975, 1982, 1991 et 2009. Ils correspondent à des déclinés du PIB réel mondial par habitant (graphique 1, panneau supérieur).

La récession de 1975 a suivi une forte hausse des prix du pétrole, qui ont quadruplé en peu de temps à la suite de l'embargo du pétrole arabe lancé en 1973. Cette récession a marqué le début d'une longue période de stagflation, avec une faible croissance de la production et une inflation élevée aux États-Unis.

Celle de 1982 est liée à plusieurs événements, dont une politique monétaire restrictive dans plusieurs pays avancés, la hausse rapide des prix du pétrole et la crise de la dette dans des pays d'Amérique latine.

La récession de 1991 tient à une multitude de problèmes dans divers coins du monde : difficultés des caisses d'épargne et de crédit aux États-Unis, crise bancaire dans plusieurs pays scandinaves, effets négatifs d'une crise de change sur un grand nombre de pays européens, problèmes des pays en transition

Encadré 1

### Évaluation du PIB mondial : PPA et taux du marché

Les pays communiquent des données économiques dans leur propre monnaie. Pour faire des comparaisons internationales de ces données (PIB par exemple), il faut les exprimer dans une monnaie commune. La plupart des économistes utilisent à cet effet les taux de change du marché, généralement le taux du dollar EU, ou les taux de change pondérés par les parités de pouvoir d'achat (PPA). Dans le premier cas, les monnaies sont converties au taux de change en vigueur sur le marché libre. Dans le second, on calcule le taux auquel la monnaie d'un pays devrait être convertie dans une autre pour acheter le même panier de biens et services. Les taux de change PPA, qui sont plus difficiles à calculer, reflètent le fait que les biens et services qui ne font pas l'objet d'échanges internationaux sont généralement moins onéreux dans les pays à faible revenu que dans ceux à revenu élevé. En conséquence, la valeur de la production, par exemple, des pays à faible revenu tend à être plus élevée avec les taux PPA qu'avec ceux du marché.

Graphique 1

### Le monde en récession

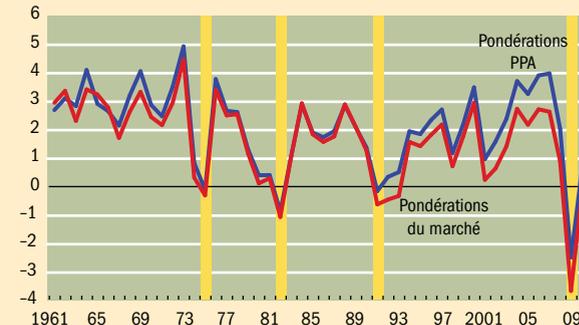
Le PIB réel mondial par habitant s'est contracté quatre fois depuis la Seconde Guerre mondiale...

(1960 = 100)



... et la contraction actuelle est de loin la plus forte en pourcentage.

(variation en pourcentage par rapport à l'année précédente)



Source : calculs des services du FMI. Les données pour 2009-10 sont fondées sur les prévisions des *Perspectives de l'économie mondiale* (avril 2009).

Note : Les zones ombrées représentent les périodes où le PIB mondial par habitant, pondéré par les PPA, s'est contracté. Les pondérations PPA sont fondées sur le taux auquel la monnaie d'un pays devrait être convertie en dollars pour acheter le même panier de biens et services. Les pondérations du marché sont fondées sur le taux de change du marché entre les monnaies nationales et le dollar.

d'Europe de l'Est et incertitude due à la guerre du Golfe et à la hausse consécutive du prix du pétrole.

Si on utilise les taux de change du marché, qui accroissent l'importance des pays avancés, au lieu des parités de pouvoir d'achat, l'analyse ne change guère. Avec les taux du marché, le creux de 1991 se produit en 1993 du fait du ralentissement de bien des économies européennes durant la crise du mécanisme de change en 1992-93. Quelle que soit la pondération, il ressort des projections actuelles que la récession mondiale de 2009 sera de loin la plus profonde des 50 dernières années (graphique 1, panneau inférieur). Si le PIB réel total, et non par habitant, est utilisé, 2009 est la seule année depuis 1960 où l'économie mondiale s'est contractée.

### Un autre regard

En 1978, le National Bureau of Economic Research (NBER) des États-Unis a créé un Comité de datation, chargé de déterminer la date des récessions aux États-Unis. Une tâche semblable est accomplie par le Centre for Economic Policy Research (CEPR) pour la zone euro depuis 2002.

S'écarter d'une démarche purement statistique, le NBER et le CEPR, deux institutions privées, dattent les sommets et les creux en examinant un vaste ensemble d'indicateurs macroéconomiques et en jugeant s'il y a prédominance des indices d'une récession. Les indicateurs pouvant émettre des signaux contradictoires sur la direction d'une économie, cette démarche fondée sur le jugement est difficile à utiliser en temps réel.

Nous l'appliquons au niveau mondial en utilisant plusieurs indicateurs de l'activité mondiale – PIB réel par habitant, production industrielle, échanges commerciaux, flux de capitaux, consommation de pétrole et chômage (quoique les données sur le chômage ne soient disponibles que pour certains pays avancés). Il est rassurant de constater que les dates des récessions mondiales sont les mêmes, que l'on fasse appel au jugement ou à une démarche statistique (graphique 2).

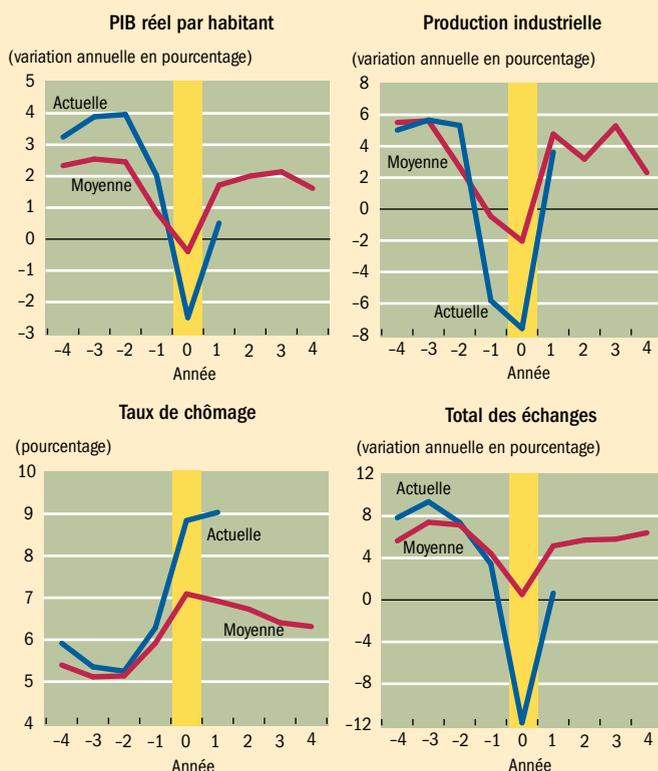
Pour ce qui est des récessions de 1975, 1982 et 1991, la production industrielle et la consommation pétrolière mondiales ont commencé à ralentir deux ans avant le creux, et les flux commerciaux et financiers mondiaux un an avant le creux. Le chômage enregistre sa plus forte hausse dans l'année de la récession. Comme dans les récessions nationales, le chômage reste élevé dans l'année suivant le creux, alors que la plupart des autres indicateurs ont quasiment retrouvé leur taux de croissance normal. La récession actuelle est similaire, mais la contraction de la plupart des indicateurs est beaucoup plus forte cette fois-ci.

Ce point est renforcé par une analyse des aspects quantitatifs des récessions mondiales (tableau). Il n'y a pas deux récessions mondiales qui soient exactement les mêmes. En 1975 et 1982, presque tous les indicateurs accusent une baisse plus marquée

Graphique 2

### Pas de comparaison

D'après divers indicateurs, la récession mondiale actuelle est plus grave que la moyenne des trois récessions depuis la Seconde Guerre mondiale.



Source : calculs des services du FMI.

Note : Les données portent sur les quatre années précédant et suivant le creux de la récession, qui est l'année zéro.

### Chaque récession est différente

Les principaux indicateurs de l'activité économique mondiale évoluent différemment selon la récession. D'après leur quasi-totalité, toutefois, la récession actuelle est la pire des quatre de l'après-guerre.

(variation en pourcentage, sauf indication contraire)

Indicateur	1975	1982	1991	2009 <sup>1</sup>	Moyenne <sup>2</sup>
Production par habitant (pondération PPA) <sup>3</sup>	-0,13	-0,89	-0,18	-2,50	-0,40
Production par habitant (pondération de marché) <sup>3</sup>	-0,33	-1,08	-1,45	-3,68	-0,95
Production industrielle	-1,60	-4,33	-0,09	-6,23	-2,01
Total des exportations et importations	-1,87	-0,69	4,01	-11,75	0,48
Consommation de pétrole	-0,90	-2,87	0,01	-1,50	-1,25
Chômage (variation en points de pourcentage, pays avancés seulement)	1,19	1,61	0,72	2,56	1,18
Flux de capitaux (moyenne sur deux ans des entrées et sorties, en pourcentage du PIB)	0,56	-0,76	-2,07	-6,18	-0,76
Consommation par habitant	0,41	-0,18	0,62	-1,11	0,28
Investissement par habitant	-2,04	-4,72	-0,15	-8,74	-2,30

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009.

<sup>1</sup>Projections.

<sup>2</sup>Moyenne des récessions de 1975, 1982 et 1991.

<sup>3</sup>PPA : parités de pouvoir d'achat, c'est-à-dire le taux auquel une monnaie doit être convertie en une autre pour acheter le même panier de biens et services. La pondération de marché est fondée sur le taux de change du marché entre deux monnaies.

### Presque, mais pas de récession mondiale

Pour de nombreuses régions du monde, 1998 et 2001 semblaient être des années de récession, mais ni la méthode statistique ni celle fondée sur le jugement ne laisse penser que le monde était alors en récession. Selon la méthode statistique, parce que le PIB réel mondial par habitant ne s'est pas contracté. En 1997-98, l'activité a fortement ralenti dans nombre de pays émergents, en particulier d'Asie, mais la croissance a résisté dans les pays avancés. En 2001, à l'inverse, ce sont ces derniers qui ont connu une légère récession, alors que la croissance restait vigoureuse dans les grands pays émergents, comme la Chine et l'Inde.

En outre, l'évolution du large éventail d'indicateurs macro-économiques mondiaux a été inégale en 1998 et 2001, ce qui confirme la conclusion de la méthode statistique : il n'y avait pas de récession mondiale. Ainsi, les indicateurs ne révèlent pas une faiblesse générale de l'économie mondiale en 1998. Pour 2001, quoique la production industrielle ait baissé et que le chômage mondial ait légèrement augmenté, les flux commerciaux et la consommation pétrolière mondiaux ont progressé.

qu'en 1991; en fait, en 1991, les échanges mondiaux se sont fortement accrus malgré la récession. En outre, la production industrielle et la consommation pétrolière mondiales, qui ont toutes deux stagné en 1991, avaient sensiblement baissé dans les récessions précédentes. Les résultats économiques mondiaux ont été faibles plusieurs années, mais la situation n'était pas assez grave pour être qualifiée de récession mondiale (encadré 2).

La gravité des circonstances actuelles ne fait toutefois aucun doute. La récession d'aujourd'hui est bien différente de celles des 50 dernières années. La forte contraction de la production industrielle et la hausse rapide du chômage au niveau mondial témoignent des retombées immenses de la crise financière sur l'économie réelle. Alors qu'une baisse de plus de 6 % de la production industrielle est prévue, la hausse attendue du chômage avoisine 2,5 points de pourcentage. Ces chiffres seraient beaucoup plus élevés que dans les récessions antérieures.

### Effondrement des flux commerciaux et financiers

L'effondrement des flux commerciaux et financiers mondiaux prévu pour 2009 est particulièrement frappant. Bien que la mondialisation des chaînes manufacturières nationales ait été un puissant moteur de la croissance du commerce mondial ces 20 dernières années, ce même processus contribue maintenant à la forte baisse des échanges internationaux. La baisse attendue aujourd'hui éclipse celles de 1975 et 1982. Après s'être accrus bien plus rapidement que les flux commerciaux mondiaux ces 20 dernières années, les flux financiers mondiaux ont atteint des niveaux sans précédent en 2007. Cependant, ils se sont vite taris au dernier trimestre de 2008, alors que la crise financière s'étendait des pays avancés aux pays émergents et en développement. Les flux financiers mondiaux ont beaucoup baissé en

1982 et 1991, mais bien moins massivement que cela semble être le cas aujourd'hui.

Un autre signe de la gravité de la récession actuelle est la détérioration attendue de la consommation par habitant, qui est bien plus forte qu'en 1982 et contraste avec la hausse observée durant les deux autres récessions. L'investissement par habitant a baissé dans toutes les récessions mondiales, mais son recul attendu aujourd'hui dépasse de loin celui des récessions précédentes. Tout comme les récessions nationales liées à des crises financières sont généralement plus profondes que les autres, les récessions mondiales coïncidant avec des crises financières mondiales semblent porter un rude coup à l'économie réelle.

### Synchronicité des récessions nationales

À quel point les récessions nationales sont-elles synchronisées autour des récessions mondiales? Bien entendu, le pourcentage des pays en récession a fort augmenté au cours des quatre récessions mondiales. La synchronisation est mesurée par les fluctuations annuelles de la fraction, pondérée par le PIB, des pays dont le PIB réel par habitant a baissé. Alors que la récession de 1975 tenait largement à la baisse de l'activité dans les pays industrialisés, les pays émergents et en développement ont joué un rôle dans les trois suivantes. En 1982, la récession dans nombre de pays d'Amérique latine a contribué au repli de l'activité mondiale, et en 1991 la contraction dans les pays en transition a joué un rôle important. La récession de 1991 a duré plusieurs années, d'abord aux États-Unis en 1990-91, puis en Europe durant la crise de change.

La période 2006-07 se démarque par le fait que le nombre de pays en récession n'avait jamais été aussi faible. Par contre, en 2009, tous les pays avancés et environ la moitié des pays émergents et en développement sont en récession. Cette synchronicité de la récession actuelle jusqu'à présent est la plus élevée des 50 dernières années. Même si la récession actuelle est manifestement le résultat de la forte baisse de l'activité dans les pays avancés, les récessions dans plusieurs pays émergents et en développement contribuent à son intensité et sa synchronicité.

### Le pire à tous égards

Si elle se confirme, la prévision d'une baisse de 2,5 % du PIB réel mondial par habitant en 2009 ferait de cette année celle de la récession mondiale la plus grave de l'après-guerre. Presque tous les indicateurs devraient afficher une baisse plus forte que dans les récessions antérieures. La récession en cours est non seulement la plus profonde, mais aussi la plus synchrone : tous les pays avancés sont en récession, de même que beaucoup de pays émergents et en développement. ■

*M. Ayhan Kose est économiste principal, Prakash Loungani est conseiller et Marco E. Terrones est chef de division adjoint au Département des études du FMI. Cet article s'inspire de leur document de travail à paraître, «Global Recessions and Recoveries».*

#### Bibliographie :

FMI, 2009, Perspectives de l'économie mondiale (Washington, avril).



# Se préparer à l'après-crise

John Lipsky

*Si les plans actuels sont exécutés comme prévu, le monde de l'après-crise sera probablement caractérisé par un multilatéralisme plus poussé, une coordination plus étroite des politiques et un système financier plus efficacement réglementé. Après le sommet du G-20 en avril, le FMI est appelé à jouer un rôle clé dans ce nouvel environnement mondial et veille à disposer des outils et ressources nécessaires pour relever les défis inhérents à ce rôle.*

**L**A CRISE financière mondiale pose un problème sans précédent qui appelle, et a déjà suscité à maints égards, une riposte sans précédent. Les pays ont agi ensemble d'une manière novatrice et efficace, comme en témoignent le nouveau processus du G-20 et les sommets des chefs d'État en novembre 2008 et avril 2009. Ces réunions ont été fructueuses et symboliques — avec l'important engagement pris par les pays industrialisés et les pays émergents du G-20 de coopérer plus étroitement sur les questions macroéconomiques et financières.

Le FMI s'est retrouvé au centre du nouvel agenda international. En particulier, il est admis qu'il faut procéder à des réformes systémiques pour préserver les avantages d'une économie mondiale ouverte et intégrée, assurer que ces avantages soient largement partagés et limiter le

risque de crises futures. Les deux sommets ont abouti à des engagements cruciaux : accroître la collaboration mondiale en matière de politique macroéconomique, renforcer la réglementation du secteur financier (notamment en élargissant le périmètre de réglementation et en intensifiant la coordination internationale) et ne pas recourir au protectionnisme commercial et financier.

À cet égard, la communauté mondiale compte sur l'initiative du FMI. Mais quel sera précisément le rôle de ce dernier dans la structure financière internationale de l'après-crise? Et quels changements faut-il apporter pour assurer sa réussite dans son rôle nouveau et élargi?

## Les outils du succès

Depuis sa création, le FMI a évolué avec l'économie mondiale. En particulier, les grands moments de tension macroéconomique internationale — par exemple, la fin du régime de change de Bretton Woods et l'effondrement du Conseil d'assistance économique mutuelle de l'ex-Union soviétique — l'ont placé dans une situation nouvelle. En dépit de cette évolution, il était devenu de plus en plus clair que le FMI ne disposait pas de certains des outils nécessaires pour être pleinement efficace, surtout dans la prévention des crises. Sa panoplie d'outils a été mise en place à un moment où les marchés financiers étaient dominés par les banques, la dette souveraine représentait le gros

## Évaluer le rôle du FMI dans la future architecture financière internationale

Photo ci-dessus : salle de presse au sommet du G-20 à Londres.

des flux d'endettement internationaux et le financement titrisé n'en était qu'à ses débuts. Mais, comme nous le savons, les flux internationaux de capitaux privés ont explosé ces dernières années, à l'aide d'une technologie financière de plus en plus perfectionnée. Par ailleurs, l'intégration financière internationale s'est approfondie, allant de pair avec une synergie complexe entre l'économie réelle et le secteur financier. Ces développements ont alimenté une expansion mondiale sans précédent en 2003–07, mais ont aussi abouti à la récente crise financière — qui a pris naissance dans un segment étroit du marché immobilier américain et s'est très vite étendue à tous les coins du monde.

### Une prévention plus efficace des crises

C'est surtout l'absence d'une facilité de précaution suffisamment vaste et attrayante — une sorte de police d'assurance pour les pays membres — qui a été le gros point faible de la panoplie d'outils du FMI et de l'architecture financière mondiale. Sans une telle facilité, les pays se sont généralement adressés au FMI seulement après l'éclatement de la crise, et le rôle du FMI s'est ainsi réduit à fournir des concours financiers pour atténuer un ajustement parfois douloureux. Cela signifie non seulement que le coût ultime des chocs macroéconomiques a été plus élevé pour les pays membres, mais aussi que le FMI a été souvent associé à des programmes d'austérité politiquement épineux. Nombre de pays, surtout d'Asie, ont préféré s'autoassurer en accumulant des réserves de change. Bien que logique en soi au niveau des pays, cela a contribué à l'intensification des déséquilibres mondiaux ces dix dernières années, qui a joué un rôle dans la crise économique actuelle.

Plusieurs fois, le FMI avait cherché à mettre en place une facilité de précaution, mais il a fallu la crise actuelle pour dégager parmi les pays membres le consensus nécessaire à l'aboutissement de cet effort. En mars dernier, le FMI a créé une ligne de crédit modulable (LCM), qui permet aux pays menant une politique économique très solide et ayant de bons antécédents d'obtenir rapidement un financement élevé, sans conditions *ex post*. C'est peut-être là le changement le plus important de l'interaction du FMI avec ses pays membres depuis la fin de Bretton Woods. Le Mexique, la Pologne et la Colombie ont déjà eu recours à cette facilité et considèrent ce financement — environ 78 milliards de dollars au total — comme un prêt de précaution. La réaction des marchés à l'annonce de ces opérations a été très positive, les taux de change se renforçant même alors que deux de ces pays ont profité de la marge fournie par la LCM pour assouplir leur politique monétaire (voir graphique). Devant ce succès, il est probable que ces pays seront suivis d'autres dans le proche avenir.

Cette nouvelle facilité ne convient toutefois pas à tous les pays. Pour certains, une facilité de précaution contribuerait à accroître la confiance du marché, mais ils devront peut-être quand même renforcer leur politique économique et leur cadre d'action. À leur intention, le FMI a mis en place les accords de précaution de montant élevé, qui offrent eux aussi une assurance, mais en échange de l'adoption des mesures nécessaires.

### Une conditionnalité mieux centrée et plus souple

Pour ces programmes comme pour la plupart des autres programmes du FMI, la conditionnalité restera essentielle pour

assurer la réalisation des ajustements nécessaires et la préservation de la nature rotative des ressources du FMI. Mais celui-ci a mieux centré et simplifié sa conditionnalité pour encourager les pays à s'adresser à lui au plus tôt, avant que leurs problèmes ne deviennent trop graves. La conditionnalité a été parfois jugée trop pesante, abondant en conditions qui, quoique potentiellement bénéfiques, ne sont pas toujours essentielles au succès du programme ou qui sont appliquées sans une souplesse suffisante au regard du moment ou de la nature des interventions. Cet effort de simplification, déjà entrepris par le FMI ces dernières années, a bien progressé avec les récentes réformes, à savoir l'élimination des critères de réalisation structurels et leur remplacement par une démarche plus souple, fondée sur un plus large examen des progrès. Les programmes appuyés par le FMI continueraient ainsi à fournir le solide cadre d'action souvent jugé important par les autorités nationales, et l'évaluation ne se ferait plus à partir d'une liste rigide de points à vérifier.

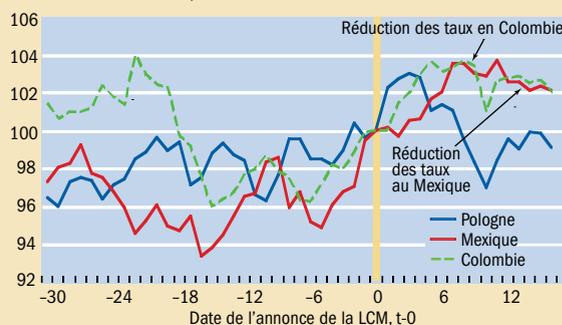
### De plus gros besoins de ressources

Ces réformes n'auront guère d'effet si le FMI ne dispose pas de ressources suffisantes : dans un monde où de gros volumes de flux de capitaux privés peuvent rapidement changer de direction, les montages financiers doivent être assez élevés pour faire la différence. Le FMI a jusqu'à présent eu suffisamment de ressources pour agir. Il a déjà fortement accru le total de ses prêts durant la crise et a adapté la taille de ses programmes à celle des chocs mondiaux frappant les pays en question. Par exemple, trois pays émergents (Hongrie, Roumanie et Ukraine) ont chacun reçu plus de 15 milliards de dollars. Le FMI a doublé les limites d'accès, notamment pour les pays à faible revenu, pour assurer à ces pays que leurs besoins peuvent être satisfaits. Il entend aussi fournir 6 milliards de dollars sous forme de ressources concessionnelles aux pays à faible revenu dans les deux à trois prochaines années : ces pays, en particulier ceux d'Afrique subsaharienne, ont connu plusieurs années de croissance très forte, et il est essentiel de ne pas laisser la crise compromettre ce progrès.

#### Une marge de manœuvre

Les monnaies des pays qui ont eu recours à la ligne de crédit modulable se sont mieux comportées que celles de leurs voisins.

(évolution de la monnaie par rapport à celle des monnaies des voisins; annonce de la LCM = 100)



Source : calculs des services du FMI.

Note : La ligne bleue représente la moyenne non pondérée des taux de la couronne tchèque, du forint hongrois et du leu roumain par rapport au zloty polonais; la ligne rouge, la moyenne non pondérée des taux du real brésilien, du peso chilien et du peso colombien par rapport au peso mexicain; la ligne verte, la moyenne non pondérée des taux du real brésilien, du peso chilien et du peso mexicain par rapport au peso colombien.

Les dirigeants mondiaux ont promis de veiller à ce que les ressources du FMI demeurent suffisantes, même si la crise s'avère plus grave ou plus longue que prévu. Le G-20 a décidé de tripler la capacité de prêt du FMI pour la porter au niveau sans précédent de 750 milliards de dollars et de doubler au moins sa capacité d'accorder des prêts concessionnels aux pays à faible revenu.

Le G-20 a en outre appelé à l'approbation par le FMI d'une nouvelle allocation générale de DTS qui procurerait 250 milliards de dollars de liquidités mondiales. Bien qu'assez faible par rapport au niveau global de ces liquidités, ce montant peut avoir un effet sensible sur les réserves internationales des pays émergents et à faible revenu, en leur offrant une marge de manœuvre supplémentaire pour mener une politique macroéconomique contracyclique.

### Une surveillance meilleure et élargie

La réforme des facilités de prêt du FMI est certes essentielle, mais l'efficacité de sa contribution à la prévention des crises dépendra en fin de compte d'une étroite surveillance. Le FMI s'employait déjà à apporter de gros changements à sa surveillance avant la crise en insistant davantage sur les risques financiers et leurs liens avec les résultats macroéconomiques et en mettant l'accent sur les retombées internationales. Cependant, la crise a clairement révélé la nécessité de redoubler d'effort dans ce domaine. Le FMI a été parmi les premiers à signaler les risques dans le secteur financier et a joué un rôle de précurseur, comme en témoignent ses prévisions et ses appels à une relance budgétaire mondiale et à l'assainissement du bilan des banques. Cependant, il ne s'attendait pas à une crise aussi grave et a sous-estimé la solidité des interconnexions nationales et internationales. En outre, ses avertissements n'ont pas été lancés d'une voix assez forte et ont souvent été ignorés par les décideurs. Le FMI tire des leçons de cette expérience et s'attache à accroître l'efficacité et la portée de sa surveillance bilatérale et multilatérale :

- Une initiative clé, prise sur la demande du Comité monétaire et financier international et du G-20, est la *réalisation d'un exercice d'alerte avancée* en collaboration avec le Conseil de stabilité financière (CSF). Cet exercice, qui aurait lieu deux fois par an, est un effort d'analyse plus systématique des risques de queue et des interconnexions mondiales, qui devrait aboutir à une réaction plus rapide et efficace à ces risques. Cet exercice sera présenté pour la première fois dans sa totalité aux pays membres à l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale en octobre à Istanbul.

- *Le FMI renforce son programme d'évaluation du secteur financier*, se concentrant davantage sur les aspects internationaux et systémiques et assurant une intégration plus poussée avec la surveillance bilatérale.

- Le G-20 a par ailleurs demandé au FMI d'évaluer régulièrement les actions requises et prises par les pays face à la crise. À cet égard, *le FMI a commencé à publier le Moniteur budgétaire du G-20*, qui retrace l'application des mesures de relance budgétaire par les pays, et assurera, avec le CSF et d'autres organismes internationaux, le suivi de l'exécution des engagements pris par les dirigeants des pays du G-20 en matière de surveillance financière.

- Le FMI a été chargé aussi de surveiller l'*exécution des réformes de la réglementation et du contrôle* arrêtées par le CSF et d'autres organismes normalisateurs.

Il importe de souligner qu'une surveillance efficace est une voie à double sens : les pays doivent être réceptifs aux points de vue et recommandations du FMI. À cet égard, la crise a peut-être eu un effet salutaire : les pays du G-20, par exemple, se sont engagés à faire preuve de franchise et d'impartialité dans le cadre de la surveillance du FMI.

### Une gouvernance réformée

Pour être tout à fait efficace dans son nouveau rôle, le FMI doit être perçu comme représentant tous les pays de façon équitable. Il accélère donc la réforme de la gouvernance pour établir une structure décisionnelle qui reflète les réalités mondiales actuelles. L'achèvement d'une deuxième série de réformes des quotes-parts est fixé à janvier 2011 au plus tard, et les pays émergents et à faible revenu se verront accorder une plus grande voix dans cette réforme. C'est là une évolution marquante, mais il ne faut pas accorder trop d'importance aux quotes-parts : les pays émergents dynamiques sont déjà des acteurs mondiaux sérieux et leur voix dans le débat économique est de plus en plus écoutée. Les hausses de quotes-parts ne feront que refléter dans une certaine mesure une réalité qui existe déjà.

### Quelle est la prochaine étape?

L'effort est axé principalement sur la crise actuelle, mais les réformes en cours s'étendent au monde de l'après-crise. C'est sûrement trop demander que de voir toute série de changements institutionnels éliminer les cycles conjoncturels ou les périodes de tension financière. En outre, et c'est inévitable, les politiques économiques et financières resteront surtout l'affaire des gouvernements nationaux. Néanmoins, il n'est pas déraisonnable d'espérer que les changements actuellement apportés à l'architecture financière mondiale — y compris au FMI — pourront réduire la fréquence et la gravité de tels événements. Si c'est le cas, nous aurons beaucoup fait pour assurer que les avantages de l'économie mondiale de plus en plus ouverte et intégrée qui est la nôtre puissent être préservés et étendus.

Quels autres changements attendre? En fait, bien que de gros changements aient été apportés ces derniers mois à la gouvernance mondiale, rien n'est encore arrêté. Le rôle renforcé du G-20 représente une expansion majeure du processus décisionnel international, mais il présente au moins deux faiblesses potentielles. Premièrement, une vaste majorité des pays sont exclus du G-20 : 165 membres du FMI ne sont pas directement représentés dans ce processus. Deuxièmement, le G-20 n'a pas la structure de vote qui permet de prendre des décisions difficiles sans un consensus écrasant. Il faut remédier à ces faiblesses, et une nouvelle architecture pourrait accroître la possibilité d'une prise de décision conjointe sur un éventail plus large de questions économiques et financières internationales; le FMI, dans son nouveau rôle élargi, y occuperait une place centrale. ■

*John Lipsky est Premier Directeur général adjoint du Fonds monétaire international.*

# Un terrain nouveau

## Une politique monétaire énergique pour combattre la crise

**L**E RALENTISSEMENT de l'économie mondiale ne sera probablement pas aussi sérieux que la Grande Crise, en partie à cause de la réaction vigoureuse des pouvoirs publics. Il y a 80 ans, les dirigeants n'étaient même pas convaincus, dans un premier temps, de la nécessité d'une détente monétaire, et ils portent une grande part de responsabilité dans la récession qui s'ensuivit. Le graphique montre à quel point la manière de penser a changé depuis.

Lorsque la crise a commencé à la mi-2007, la Réserve fédérale américaine (Fed) a abaissé son objectif pour le taux d'intérêt directeur (le taux des fonds fédéraux auquel les banques se prêtent de l'argent au jour le jour) et établi des facilités spéciales pour garantir l'accès à des liquidités de toutes les composantes du système financier. Un excès de fonds dans le système amènerait le taux des fonds fédéraux au-dessous de l'objectif et alimenterait peut-être l'inflation, et la Fed a vendu des titres du Trésor pour absorber cet excédent.

Après l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008, la situation économique et financière s'est dégradée sensiblement. La Fed a encore baissé son taux directeur, mis en place d'autres facilités et laissé son bilan plus que doubler en volume sur quelques mois seulement, d'où un gonflement des réserves des banques et donc de la monnaie centrale. Cependant, les agrégats monétaires plus larges n'ont augmenté que modérément, étant donné le comportement prudent des banques.

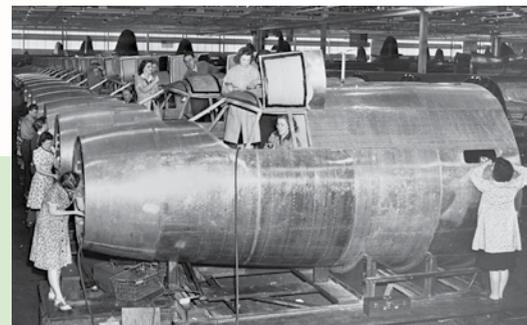
Du fait de l'expansion du bilan de la Fed, il a été difficile de maintenir le taux des fonds fédéraux proche de l'objectif, et en décembre 2008 la Fed a abaissé sa fourchette cible à 0-25 points de base. Bien qu'elle ne puisse plus baisser son taux, la Fed peut encore mener la politique monétaire en modifiant la composition et le volume de son bilan. Et cette faculté est cruciale, étant donné la menace de déflation.

### Grande Crise

En durcissant sa politique en 1930, la Fed a contribué à provoquer la Grande Crise, et en 1937 elle a freiné trop vite, étouffant la reprise et faisant basculer l'économie en récession. Entretemps, elle a accru la masse monétaire, mais bien moins énergiquement qu'aujourd'hui.

### Financement de la guerre

La Fed a acheté des titres du Trésor pendant la Seconde Guerre mondiale, alors que l'État devait emprunter à grande échelle pour financer un budget de défense nationale en forte expansion. La Fed contribuant au financement de déficits budgétaires records, la monnaie centrale a fluctué fortement pendant les années 40, mais sans commune mesure avec sa hausse à l'automne 2008.



Monnaie centrale américaine ajustée, variation en pourcentage sur un an



Monnaie centrale

Source : Banque fédérale de réserve de Saint-Louis.

Rédigé par Koshy Mathai et Simon Willson, du FMI.



### La monnaie centrale encore plus haut

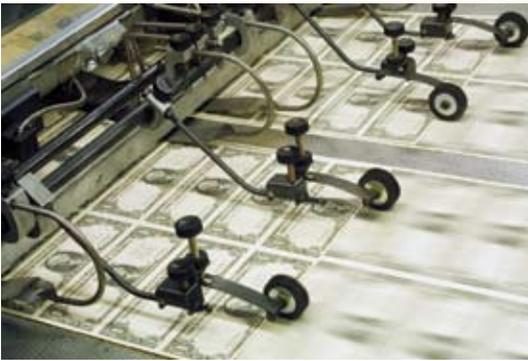
Ayant déjà doublé le volume de son bilan, la Fed est maintenant sur le point de le gonfler encore plus, et de porter la monnaie centrale (trait bleu dans le graphique) encore bien plus haut. En mars 2009, la Fed a annoncé qu'elle accroîtrait massivement ses achats de titres adossés à des créances hypothécaires et de titres de créance émis par les organismes hypothécaires Fannie Mae et Freddie Mac, et qu'elle achèterait des bons du Trésor américain à long terme. Elle a commencé à le faire, mais pourrait aller beaucoup plus loin.

### Comment s'en sortir

Il ne fait guère de doute que la forte expansion de la monnaie centrale est justifiée étant donné le ralentissement économique brutal et le risque de déflation, mais il pourrait être difficile de se sortir de cette situation.

Lorsque l'économie commencera à se redresser et que les banques ne seront plus aussi réticentes à prêter leurs réserves, la Fed devra réduire rapidement la monnaie centrale pour prévenir l'inflation. Il est bien sûr difficile de savoir quand exactement.

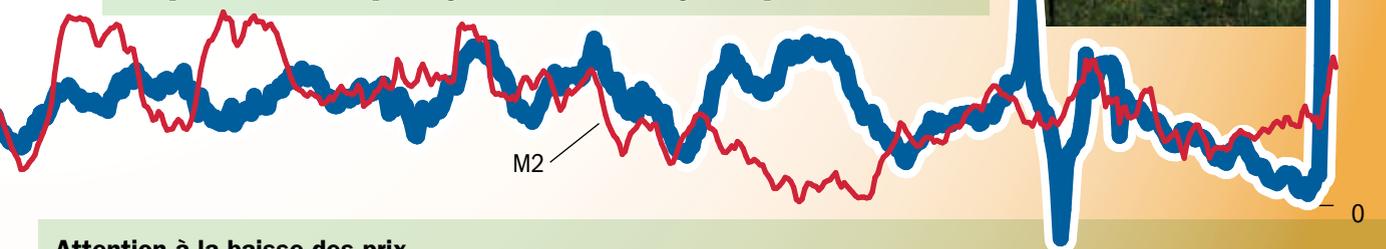
Mais même si le moment d'agir saute aux yeux, il sera peut-être moins évident de savoir comment, car la Fed dispose maintenant dans son bilan d'actifs qui sont relativement à long terme et illiquides, et donc difficiles à céder rapidement. La Fed envisage plusieurs possibilités d'action, dont certaines exigeraient de nouveaux textes portant autorisation.



### Du liquide

Le trait bleu épais du graphique indique la croissance annuelle de la monnaie centrale américaine ajustée, c'est-à-dire le montant des espèces dans l'économie et les réserves bancaires qui pourraient être prêtées et dépensées aussi. En dehors d'un pic juste avant l'an 2000, où la population, par crainte d'une panne des systèmes informatiques, avait stocké des espèces, la croissance de la monnaie centrale a été relativement stable de la Seconde Guerre mondiale à la fin de 2008.

Le trait rouge plus fin montre pourquoi il n'y a pas de menace imminente d'inflation en dépit de l'explosion de la monnaie centrale. Tout l'argent injecté dans les banques est resté dans leurs coffres. Le trait rouge indique l'évolution de M2, à savoir la monnaie centrale (trait bleu) plus le solde des comptes chèques et d'épargne des particuliers et des entreprises. Cette mesure plus large de la monnaie n'a augmenté que modérément.



### Attention à la baisse des prix

Les consommateurs aiment que le prix de ce qu'ils achètent baisse, mais si les prix diminuent de manière générale et continuent de le faire («déflation»), l'économie risque de s'engager dans une dangereuse spirale à la baisse. Du fait de la déflation, l'emprunt semble cher même à des taux d'intérêt très bas, d'où une baisse de l'investissement, un ralentissement de la croissance et des prix encore plus bas; le remboursement de la dette paraît plus cher pour les consommateurs, et ils se

sentent donc plus pauvres et dépensent moins, d'où un nouveau recul des prix; les consommateurs sont peut-être enclins à reporter leurs achats dans l'espoir de payer moins plus tard. Mais si tous restent en position d'attente, les prix baisseront encore plus et l'économie peut entrer dans un cercle vicieux. Il est capital d'éviter cela et la Fed a donc accru la monnaie centrale. C'est aussi pourquoi les pouvoirs publics à travers le monde ont adopté de vastes plans de relance budgétaire.



# Comment gérer au mieux les booms des prix d'actifs?

*Giovanni Dell'Ariccia*

**Toutes les vagues de spéculation ne sont pas identiques — le choix des mesures appropriées dépend du mode de détention des actifs et de la nature des agents exposés à leur effondrement éventuel**

**L**ES BOOMS des prix d'actifs sont fréquents dans les économies de marché. L'un des premiers cas connus est la ruée sur la tulipe en 1637, aux Pays-Bas, qui a culminé avec la vente de contrats valant dix fois le revenu annuel d'un bon artisan. L'un des plus récents est la flambée de l'immobilier aux États-Unis, qui a duré dix ans et a déclenché la crise économique mondiale actuelle.

Mais tous ne sont pas identiques. Si certains sont allés de pair avec des crises et des turbulences financières, d'autres ont suscité la croissance et la constitution d'actifs à long terme, comme ce fut le cas de la vogue des chemins de fer dans les années 1840 en Grande-Bretagne. L'ampleur et la gravité de la crise actuelle ont relancé le débat sur l'opportunité de recourir à la politique économique face à une montée des prix des actifs et de l'endettement. Faudrait-il alors s'en remettre à la politique monétaire ou à des mesures réglementaires? Le budget aurait-il un rôle à jouer? Les économistes et les décideurs n'ont pas fini d'en débattre, mais on peut tirer quelques conclusions préliminaires.

## **Les booms basés sur l'endettement sont les plus dangereux**

Ce n'est pas tant le boom en soi qui importe, mais la nature des détenteurs d'actifs et du risque, le mode de financement, et l'impact qu'un effondrement final pourrait avoir sur les institutions financières. En effet, la part de l'endettement dans le financement d'un boom ainsi que le degré d'implication des banques et

Maison inachevée dans le Maryland, aux États-Unis.

d'autres intermédiaires financiers déterminent les effets sur les bilans et sur l'offre de crédit en cas d'effondrement.

On l'a vu récemment, la chute est beaucoup plus dommageable quand les banques ont contribué au boom et quand les prix sont soutenus par des prêts d'institutions très endettées. En effet, lorsque les prix d'actifs diminuent, les bilans des emprunteurs, et donc ceux des banques, se dégradent (surtout si l'asymétrie des échéances est très répandue); d'où un gel du crédit qui peut gravement entraver l'activité. En période d'expansion, la valorisation des garanties facilite la distribution du crédit, laquelle entretient la hausse des prix. En phase de récession, ce peut être l'inverse : la dévalorisation des garanties freine le crédit et accentue la baisse (Kiyotaki and Moore, 1997).

En revanche, les booms dans lesquels l'endettement et la participation bancaire sont limités se dissipent souvent sans grand désordre économique. Ainsi, l'éclatement de la bulle Internet en 2001 a été suivi d'une récession relativement modérée. Les banques ont joué un rôle mineur dans ce boom. Si la chute des cours boursiers a eu un effet sur les patrimoines, elle n'a pas entraîné le type d'interaction négative entre la dégradation des bilans des emprunteurs et des prêteurs qui caractérise la crise actuelle. C'est pourquoi on n'a pas assisté, comme aujourd'hui, à un affaiblissement du système bancaire et de l'offre de crédit.

Supposons que les responsables estiment qu'un boom se développe dangereusement

et décident de l'interrompre avant qu'il perturbe l'économie réelle; de quels moyens disposent-ils?

### Priorité à la stabilité macrofinancière

Le premier moyen est traditionnellement la politique monétaire. Mais les banquiers centraux étant prudents, la plupart sont peu enclins à utiliser les taux d'intérêt contre les booms des prix d'actifs. Ceux qui préfèrent ne pas intervenir soutiennent que les banques centrales doivent se concentrer sur l'inflation (et, si c'est leur mission, la croissance). Si les prix d'actifs peuvent fournir des informations utiles sur la situation économique (leur hausse rapide peut être un signe de tensions inflationnistes plus générales), ils ne doivent pas constituer eux-mêmes des cibles.

Cette opinion repose sur quatre arguments principaux :

- Le but de la politique monétaire est de maîtriser l'inflation.
- Il est difficile de déceler les booms des prix d'actifs.
- La politique monétaire risque d'être trop brutale.
- Une intervention officielle peut faire plus de mal que de bien.

La politique monétaire serait donc mieux à même de réparer les dégâts après l'éclatement d'une bulle que d'empêcher la formation de celle-ci.

Mais, comme le montre la crise actuelle, les cycles boom-effondrement peuvent coûter très cher. On constate aussi que les leviers traditionnels — baisse des taux d'intérêt et injection de liquidités — sont peu efficaces quand le système financier est sérieusement ébranlé. De plus, même s'il est difficile de reconnaître avec certitude les booms spéculatifs, on peut le faire plus facilement en se limitant aux épisodes où interviennent le crédit et le système bancaire. Qui plus est, même s'il est difficile de déceler les «mauvais» booms, on a peut-être intérêt à agir sur la base d'une appréciation subjective (comme pour l'inflation) s'il existe un vrai risque que l'inaction aboutisse à une catastrophe. Dans la mesure où l'apparition d'un risque systémique peut présager une forte récession et où la réglementation n'est pas en mesure de l'éliminer, les banques centrales ne peuvent se désintéresser des booms des prix d'actifs et du crédit. L'objectif de stabilité des prix doit s'inscrire au sein d'une mission plus large de stabilisation macrofinancière.

Mais la seule politique monétaire risque d'être trop brutale pour traiter efficacement les booms spéculatifs. Qui voudrait mettre un million de personnes au chômage parce que les banques sont trop endettées? De plus, en période de boom, le rendement anticipé des actifs est bien trop élevé pour être sensible à un changement marginal du taux d'intérêt. L'ouverture du compte de capital limite aussi l'efficacité des taux d'intérêt : les ménages et les entreprises désireux d'emprunter peuvent, par exemple, s'adresser à l'agence d'une banque internationale. C'est particulièrement vrai dans les petites économies ouvertes et dans les pays à système financier plus avancé, où les banques empruntent aisément en devises. Le resserrement monétaire est aussi susceptible d'attirer des capitaux étrangers et donc de renforcer la demande des actifs convoités.

Comme le principal risque découlant des booms est une vague de faillites bancaires, les mesures prudentielles et administratives constituent peut-être une solution mieux ciblée. Elles doivent donc être un élément essentiel d'une réaction intégrée des pouvoirs publics.

### Améliorer la réglementation peut être utile

Les outils réglementaires existants ont l'inconvénient majeur de ne pas limiter la procyclicité des marchés financiers et l'excès d'endettement. Ils ont même l'effet contraire.

La réglementation prudentielle n'a généralement pas réussi à empêcher l'apparition d'un risque systémique en phase d'expansion et tend à aggraver les récessions. Elle oblige les banques à accroître leurs fonds propres en phase de récession au fur et à mesure que les risques augmentent, alors que le capital fait déjà défaut. Le système de notation interne de Bâle II contribue au problème, car les probabilités de défaillance sont contracycliques (Repullo, Saurina, and Trucharte, 2009). Il oblige les banques à réduire leurs prêts, ce qui accentue la récession.

Pour être efficace, la réglementation doit inciter les entreprises à lisser l'effet des chocs macroéconomiques. Mais les économistes et les décideurs ne s'intéressent que depuis peu à la conception de mesures prudentielles contracycliques efficaces.

Les autorités devraient envisager les éléments suivants (FMI, 2009) :

- **Adoption d'amortisseurs de chocs.** Des règles contracycliques de constitution de fonds propres et de provisions pour créances douteuses pourraient contribuer grandement à éliminer les booms spéculatifs.

- **Encadrement de l'endettement.** On pourrait ajouter aux obligations de fonds propres, pondérés en fonction des risques, des limites relativement simples, mais explicites, pour prévenir un endettement excessif en période d'expansion.

- **Limitation de la volatilité du crédit immobilier.** On pourrait imposer des plafonds contracycliques du ratio prêt/valeur du bien, lesquels pourraient être basés sur la croissance, la dynamique des prix des logements, le total des crédits en rapport avec l'immobilier, etc. Des règles plus strictes restreindraient la progression des prêts en devises non couverts.

- **Limitation des prises de risques.** On pourrait viser des sources spécifiques de risque en durcissant les règles d'éligibilité et de garantie applicables à certaines catégories de prêts ainsi qu'en plafonnant les engagements en devises.

- **Mesures visant à décourager les excès en matière de prêts et d'emprunts.** On pourrait supprimer les garanties de change implicites ou les incitations budgétaires pour certaines catégories de prêts et mener des campagnes de sensibilisation (Enoch and Ötker-Robe, 2007).

- **Surveillance des banques à problèmes.** Il faudrait enfin améliorer la capacité de l'économie à résister aux crises, en surveillant davantage les banques potentiellement fragiles et en demandant plus d'informations sur la gestion des risques. Il convient de rappeler qu'avant la crise, on croyait souvent que la titrisation avait transféré le risque hors du système bancaire.

La conception et l'application de ces règles ne seront pas faciles (voir «L'Europe sous pression», page 8), surtout dans un contexte de mondialisation. L'intégration financière réduit l'efficacité des mesures unilatérales, car les ménages et les entreprises peuvent contourner les restrictions en transférant leurs avoirs dans des places offshore ou dans les sociétés mères étrangères des banques.

Une coopération internationale accrue est évidemment nécessaire. Les mesures prises seront plus efficaces si les instances de contrôle oeuvrent ensemble à la suppression des échappatoires, en

s'opposant, par exemple, à la substitution de prêts étrangers directs à des prêts internes en devises. L'intégration croissante des systèmes financiers rendra indispensable ce type de coopération.

### La solution fiscale contre les booms

Le dernier outil à la disposition de l'État est la politique budgétaire, qui est en mesure de contenir ces phénomènes. En réduisant la demande globale, un resserrement budgétaire peut empêcher l'apparition de déséquilibres. La fiscalité, en particulier, peut agir sur les prix d'actifs, mais c'est un instrument malaisé et la nécessité de s'en servir pour enrayer les booms ne fait pas l'unanimité.

Toutefois, la crise actuelle devrait inciter les États à un réexamen des mesures prises depuis longtemps pour favoriser l'endettement, comme l'autorisation de déduire les intérêts des prêts immobiliers. Même si beaucoup pensent que la politique budgétaire n'est pas responsable de la crise actuelle, les règles fiscales de nombreux pays ont manifestement conduit ménages et entreprises à beaucoup s'endetter, fragilisant peut-être la situation macroéconomique. La fiscalité a peut-être aussi influé sur le niveau, la hausse et la volatilité des prix d'actifs importants; il y a donc lieu de se demander si une politique fiscale discrétionnaire pourrait les faire baisser ou les soutenir. L'incidence des déductions fiscales dans l'immobilier en est une illustration.

### Voies d'avenir

Parce qu'il est parfois difficile de déceler les prémices d'un boom et de s'y opposer efficacement, les autorités ont eu tendance à ne pas agir avec vigueur.

Les booms financés par les banques peuvent aboutir à des crises susceptibles de perturber l'offre de crédit, comme nous l'avons appris à nos dépens. Il est moins risqué de laisser d'autres

booms, par exemple sur les marchés boursiers, suivre leur cours. La leçon de la crise actuelle est claire : si un boom résulte de l'endettement auprès du système financier, les autorités doivent bien réfléchir avant d'opter pour l'inaction.

L'opportunité d'une intervention dépend du mode de financement du boom et de la localisation des risques. Lorsque l'endettement et la participation des intermédiaires financiers sont limités, les booms se terminent souvent sans grand dommage économique. Les risques sont supérieurs quand la hausse des prix d'actifs est alimentée par le crédit et quand le risque est surtout assumé par le système bancaire.

Un dosage des outils de politique économique est probablement le meilleur moyen de mettre fin à un dérapage. À l'avenir, la politique monétaire devra davantage tenir compte des booms des prix d'actifs et de la stabilité financière. Mais les autorités devront aussi recourir aux nouvelles mesures prudentielles souples destinées à limiter la procyclicité de l'intermédiation financière. ■

*Giovanni Dell'Ariccia est chef de division adjoint au Département des études du FMI.*

#### Bibliographie :

*Enoch, Charles, and I. Ötger-Robe, 2007, Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe (Washington: International Monetary Fund).*

*FMI, 2009, "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management" (Washington); <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4316>.*

*Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 2, p. 211-48.*

*Repullo, Rafael, Jesús Saurina, and Carlos Trucharte, 2009, "Mitigating the Procyclicality of Basel II"; [ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST\\_G20\\_ebook.pdf](ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST_G20_ebook.pdf).*

■ 2009 ■ ASSEMBLÉE ANNUELLE ■



**QUAND :** 3-5 octobre 2009

**OÙ :** Istanbul, Turquie

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

Téléphone : (1) 202-473-3394

Télécopie : (1) 202-623-4004

Courriel : [seminars@worldbank.org](mailto:seminars@worldbank.org)

Site web : [www.worldbank.org/pos](http://www.worldbank.org/pos)

## Venez à

## Istanbul

### pour le programme de séminaires 2009

Faire réfléchir →

Établir un programme → Inspirer l'action

Le programme de séminaires vous permet de rencontrer des cadres influents du secteur privé du monde entier, des dirigeants de haut niveau des 185 pays membres et d'autres responsables dans les domaines du développement et de la finance, et d'engager un dialogue sérieux et constructif en vue de renforcer la coopération internationale.

#### Principaux thèmes pour 2009

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

# Un mélange détonant

## Les causes profondes de la crise selon Olivier Blanchard

*Lors d'une conférence qu'il a donnée en novembre 2008, l'économiste en chef du FMI a expliqué comment une crise née sur le marché des titres adossés à des créances immobilières s'est transformée en la pire récession depuis les années 30.*

**A**PRÈS l'éclatement de la crise financière, on a d'abord eu l'impression que celle-ci n'avait guère de répercussions sur l'économie réelle, mais cette impression n'a pas duré. La baisse des prix de l'immobilier, la chute des cours boursiers — provoquée par la diminution de la capitalisation boursière des établissements financiers —, la hausse des primes de risque et le rationnement du crédit ont commencé à avoir des conséquences dommageables dès le second trimestre de 2007. Puis, à l'automne 2008, ces effets se sont tout à coup fortement accentués. La crainte que la crise ne soit en train de s'aggraver et se mue en une dépression comparable à celle

des années 30 a fait chuter les prix des actions et s'effondrer la confiance des consommateurs et des entreprises partout dans le monde.

Si on en est arrivé là, c'est que, pendant les périodes de prospérité antérieures, des conditions se sont peu à peu mises en place qui ont déterminé en grande partie la nature et l'ampleur de la crise, dont l'impact a ensuite été grandement amplifié par divers mécanismes.

M. Blanchard cite deux mécanismes distincts mais connexes : la vente d'actifs pour répondre à la demande soudaine de liquidités des investisseurs et la vente d'actifs pour reconstituer les fonds propres. Compte tenu des conditions qui prévalaient au moment où ces mécanismes sont entrés en jeu, ils ont contribué à la pire récession que le monde ait connue depuis les années 30.

### Quatre conditions initiales

L'élément déclencheur de la crise a été la baisse des prix de l'immobilier aux États-Unis. Mais les

pertes entraînées dans un premier temps par la crise du marché des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) n'étaient pas énormes si on les compare, par exemple, à la capitalisation boursière aux États-Unis et, rétrospectivement, elles apparaissent bien faibles par rapport aux moins-values enregistrées par la suite sur les marchés boursiers mondiaux (voir graphique). Cependant, au fil des ans, les conditions d'une crise de bien plus grande ampleur s'étaient peu à peu mises en place. M. Blanchard en cite quatre : la sous-estimation des risques inhérents aux créances nouvellement émises, l'opacité entourant les titres dérivés dans les bilans des établissements financiers, les interconnexions entre ces établissements, au niveau tant national qu'international, et l'ampleur de l'effet de levier dans tout le système financier.

*Des actifs ont été créés, achetés et vendus, dont les risques inhérents paraissaient beaucoup moins élevés qu'ils ne l'étaient en réalité.* Dans la mesure où l'on s'attendait à ce que les prix de l'immobilier restent stables ou augmentent, la plupart des prêts hypothécaires *subprime* semblaient relativement sûrs : la valeur du prêt pouvait paraître élevée par rapport au prix du bien, mais ce déséquilibre allait se résorber peu à peu avec l'augmentation des prix. Avec le recul, on s'aperçoit que le principe même de cette stratégie était fautif : si les prix de l'immobilier venaient à diminuer, le montant d'un grand nombre de ces prêts serait supérieur à la valeur du bien, ce qui entraînerait défauts de paiement et saisies. Pourquoi les gens ont-ils contracté de tels prêts et pourquoi les établissements qui les détenaient en portefeuille ont-ils sous-estimé à tel point le véritable risque? De nombreuses explications ont été avancées et beaucoup de coupables potentiels ont été désignés. Toutes ces explications contiennent une part de vérité, mais une part seulement.

Selon M. Blanchard, l'explication fondamentale est plus générale. L'histoire nous enseigne qu'une conjoncture économique favorable conduit souvent à un boom du crédit ainsi qu'à la création d'actifs marginaux et à l'octroi de prêts marginaux. Encouragés par la distribution historique récente des rendements, les emprunteurs et les créanciers deviennent plus optimistes et, à vrai dire, trop optimistes quant aux rendements futurs. Dans la plupart des régions du monde, la conjoncture a été favorable

pendant les années 2000 : la croissance était soutenue et les taux d'intérêt faibles. De plus, s'agissant en particulier des prix de l'immobilier aux États-Unis, les emprunteurs comme les créanciers pouvaient faire valoir qu'ils n'avaient cessé d'augmenter chaque année depuis 1991, même pendant la récession de 2001.

*La titrisation a entraîné l'apparition d'actifs complexes et difficiles à valoriser dans les bilans des établissements financiers.* La titrisation avait commencé beaucoup plus tôt, mais elle s'est accélérée au cours de la décennie écoulée. Au milieu de l'année 2008, plus de 60 % des créances immobilières américaines étaient titrisées, c'est-à-dire regroupées en *pools* pour former des titres adossés à ces créances, et les flux de revenu tirés de ces instruments étaient découpés (en «tranches») pour offrir des placements plus risqués à certains investisseurs et moins risqués à d'autres.

Pourquoi la titrisation a-t-elle connu une telle accélération? Parce qu'elle était, et reste, un moyen d'améliorer sensiblement la répartition des risques et c'est une technique fondamentalement saine. D'ailleurs, considérant l'ensemble des pays du monde avant la crise, nombre d'observateurs (dont M. Blanchard) estimaient que l'économie américaine absorberait plus facilement que les autres la baisse des prix de l'immobilier : le choc y serait amorti par un grand nombre d'investisseurs, et non par quelques établissements financiers seulement, et serait donc d'autant moins douloureux. Ce raisonnement faisait l'impasse sur deux aspects qui se sont pourtant révélés importants par la suite. Le premier est qu'avec la complexité est venue l'opacité. S'il était possible de valoriser les *pools* simples de créances immobilières, il était plus difficile de déterminer la valeur des tranches de titres dérivés et encore plus difficile celle des titres dérivés des tranches de titres dérivés. C'est ainsi que l'inquiétude suscitée par les créances immobilières originales s'est transformée en une forte incertitude quant à la valeur des titres dérivés. Et, comme ces titres étaient détenus par beaucoup d'établissements, cette incertitude considérable s'est répercutée sur un grand nombre de bilans dans l'économie.

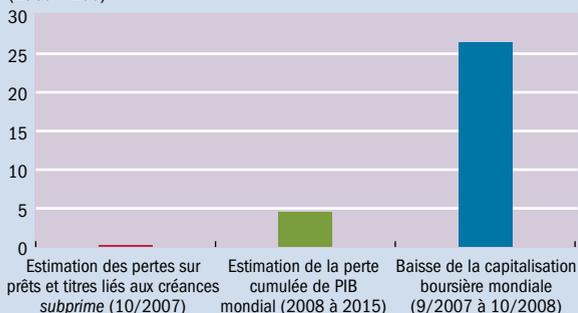
*La titrisation et la mondialisation ont entraîné le resserrement des liens entre les établissements financiers, tant au plan national qu'à l'échelle internationale.* Peu après l'éclatement de la crise, beaucoup ont été surpris de découvrir à quel point certaines banques régionales allemandes étaient exposées aux créances à risque américaines. Mais la réalité était bien pire. Les créances étrangères des banques des cinq principaux pays industrialisés sont passées de 6.300 milliards de dollars en 2000 à 22.000 milliards en juin 2008. À cette date-là, les créances de ces banques sur les seuls pays émergents dépassaient 4.000 milliards de dollars. Il est facile d'imaginer les conséquences si ces banques décident de réduire leurs engagements étrangers. C'est ce qu'elles font actuellement.

*Le recours à l'effet de levier s'est généralisé dans tout le système financier.* Le dernier élément déterminant a été la généralisation de l'effet de levier. Les établissements financiers ont financé leurs portefeuilles avec de moins en moins de fonds propres, ce qui a eu pour effet d'en accroître le rendement. Quelles raisons profondes les ont amenés à agir de la sorte? Il est certain que l'optimisme ambiant et la sous-estimation des risques y ont été pour quelque chose. Mais un autre facteur important a été le grand nombre de lacunes réglementaires. Les banques ont pu réduire le montant obligatoire de leurs fonds propres en transférant des actifs hors bilans dans ce qu'on appelle des véhicules d'investissement structuré.

### L'amplification de la crise

Les pertes subies sur les créances immobilières à risque ont été faibles par rapport aux moins-values boursières enregistrées par la suite.

(1960 = 100)



Sources : FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde et *Perspectives de l'économie mondiale* (mise à jour et estimations de novembre 2008); World Federation of Exchanges, estimations de novembre 2008.

En 2006, la valeur des actifs hors bilan de Citigroup se chiffrait à 2.100 milliards de dollars, c'est-à-dire plus que les actifs au bilan, qui s'élevaient à 1.800 milliards de dollars. Le problème dépassait largement les banques. Ainsi, à la fin de 2006, les «rehausseurs de crédit», assureurs dits *monoline* qui se spécialisent dans certains risques (tels que le défaut de paiement sur les obligations émises par des collectivités locales) et opèrent en marge du cadre réglementaire, détenaient 34 milliards de dollars de capitaux pour garantir des actifs valorisés à plus de 3.000 milliards de dollars!

L'ampleur de l'effet de levier a eu une influence claire sur la crise : si la valeur des actifs venait à diminuer et devenait plus incertaine, plus l'effet de levier était fort, plus élevée était la probabilité que le capital soit balayé et que les établissements deviennent insolubles — et c'est exactement ce qui s'est passé.

### Comment la crise s'est amplifiée

L'amplification de la crise tient à deux mécanismes : l'incapacité de certaines banques de se financer et les effets de l'obligation qui leur est faite de maintenir leurs fonds propres à un certain niveau.

*Le premier mécanisme est la version moderne des paniques bancaires classiques.* Lors de ces événements, que l'on a pu observer pendant la crise des années 30, c'étaient les déposants qui retiraient leur argent des banques. Deux changements sont intervenus depuis. Tout d'abord, dans la plupart des pays, les dépôts sont en grande partie assurés, de sorte que leurs titulaires n'ont guère de raisons de se ruer à la banque pour les récupérer. Ensuite, aujourd'hui, les banques et les autres établissements financiers se financent surtout sur le marché monétaire; c'est le financement à court terme sur le marché de gros.

Aujourd'hui, il n'y a plus de «ruée» au sens littéral : les institutions jugées «à risque» ne peuvent simplement plus se financer sur les marchés monétaires. Mais le résultat est le même que lors des paniques bancaires d'antan : leur capacité d'emprunt diminuant, les institutions sont obligées de vendre des actifs. Dans la mesure où il s'agit d'un phénomène macroéconomique, les investisseurs nantis disposés à acheter ces actifs peuvent se faire rares. Si, de plus, les investisseurs extérieurs ont beaucoup de mal à déterminer la valeur des actifs en question, ceux-ci ont toutes les chances d'être vendus à prix «sacrifiés», c'est-à-dire en dessous de la valeur actuelle attendue des paiements produits par ces actifs. La vente d'actifs par un établissement contribue à son tour à plomber la valeur de tous les actifs comparables, non seulement sur le bilan de l'établissement qui vend, mais aussi sur ceux de tous les établissements qui détiennent ces actifs. Dès lors, leurs fonds propres diminuent, ce qui les oblige à vendre des actifs, et ainsi de suite.

Ainsi s'amplifie la crise, dans des proportions déterminées, on le voit, par les conditions de départ : plus les actifs sont opaques et difficiles à valoriser, plus l'incertitude sera grande, ce qui accroît le risque perçu d'insolvabilité et, par conséquent, la probabilité que les établissements soient à court de financements. Pour les mêmes raisons, il sera plus difficile de trouver des investisseurs extérieurs pour acheter ces actifs, qui seront vendus à des prix encore plus faibles. Étant donné que la titrisation aboutit à l'exposition d'un plus grand nombre d'établissements, ceux-ci seront d'autant plus nombreux à se retrouver à court de financements. Enfin, puisque les établissements ont eu davantage recours à l'effet de levier, autrement dit qu'ils ont moins de fonds propres par

rapport à leurs actifs, la probabilité d'insolvabilité sera d'autant plus grande, ce qui accroîtra la probabilité que l'institution ne puisse plus se financer normalement. On l'a vu, tous ces facteurs étaient éminemment présents au début de la crise, ce qui explique que ce mécanisme ait pris une telle ampleur.

*Le second mécanisme amplificateur vient de ce que les établissements financiers doivent maintenir leurs fonds propres à un niveau suffisant.* Face à la dépréciation de leurs actifs, et donc à la diminution de leur capital, les établissements doivent améliorer leur ratio de fonds propres, que ce soit pour satisfaire à leurs obligations réglementaires ou pour donner l'assurance aux investisseurs qu'ils prennent des mesures afin de réduire leur risque d'insolvabilité. Pour ce faire, ils ont en principe le choix : ils peuvent soit obtenir des fonds additionnels auprès d'investisseurs extérieurs, soit se désendetter, en réduisant la taille de leur bilan par la vente d'une partie de leurs actifs ou la réduction de leurs prêts. En période de crise macroéconomique, il sera sans doute difficile de trouver des capitaux privés additionnels, pour les raisons citées plus haut : les investisseurs nantis se font rares. Et puisque les actifs détenus par les établissements financiers sont difficiles à valoriser, les investisseurs seront peu enclins à y placer leurs fonds. Dès lors, il ne reste plus à ces établissements qu'à vendre une partie de leurs actifs. Le même phénomène joue alors : les actifs sont vendus à prix sacrifiés, ce qui se répercute sur les bilans de tous les établissements qui en détiennent, d'où de nouvelles ventes, et ainsi de suite. Là encore, l'opacité, les liens entre établissements et l'effet de levier sont autant de facteurs amplificateurs.

Les deux mécanismes agissent différemment. En théorie, la recherche effrénée de financements peut se produire même si la valeur des actifs ne diminue pas, en vertu du principe de la multiplicité des équilibres : si le financement s'arrête, les actifs doivent être vendus à prix sacrifiés, ce qui en soi justifie déjà l'arrêt du financement. Mais l'apparition du besoin urgent de financement sera d'autant plus probable que la valeur des actifs sera incertaine. En théorie, les entreprises peuvent prendre des mesures pour reconstituer leurs fonds propres, même si elles n'ont pas de problèmes de financement immédiats et ne sont pas obligées de se financer en urgence.

Cependant, les deux mécanismes s'influencent mutuellement de plusieurs manières. Un établissement financier à court de financement peut, au lieu de vendre des actifs, cesser de prêter à un autre établissement, lequel peut à son tour être forcé de vendre des actifs. L'un des canaux de contagion de la crise des pays avancés aux pays émergents a été précisément la diminution des lignes de crédit des établissements financiers des pays avancés à leurs filiales étrangères, ce qui a obligé ces dernières à vendre des actifs et à réduire leurs prêts aux emprunteurs locaux.

En somme, la sous-estimation des risques, l'opacité, les liens entre institutions et l'effet de levier formaient un mélange détonant qui a déclenché la tourmente financière que l'on sait. Après la conférence de M. Blanchard, d'autres mécanismes amplificateurs se sont conjugués pour transformer les turbulences financières en une tempête macroéconomique encore plus vaste. ■

---

#### Bibliographie :

Blanchard, Olivier, 2008, *The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies* (Munich: Center for Economic Studies).



# Qui joue avec le feu...

**Dans de nombreux pays émergents, des entreprises ayant acquis des produits dérivés exotiques ont subi de lourdes pertes**

*Randall Dodd*

**L**ES NOMS évoquent des jouets ou des comptines : KIKO en Corée, TARN au Brésil et dans d'autres pays. Mais il s'agit de produits dérivés exotiques dont la (mauvaise) utilisation a des conséquences bien réelles. Les transactions sur ces dérivés ont provoqué de lourdes pertes qui ont semé la panique sur les marchés de change et transmis la crise financière aux pays émergents. L'organisateur d'une table ronde économique sur la Pologne les a qualifiés de «produits diaboliques».

Les premières pertes connues ont touché des entreprises privées participant au commerce international. Il s'agissait surtout d'exportateurs utilisant les produits dérivés pour se couvrir contre les effets nocifs d'une appréciation de leur monnaie. Mais, quand il y a eu au contraire dépréciation et quand les pertes ont été révélées, les entreprises ont acquis précipitamment des dollars contre leur propre monnaie pour couvrir leurs pertes, ce qui a perturbé les marchés de change. Les pertes directes ont été élevées et étendues : on estime que 50.000 entreprises du monde émergent ont été affectées, dont 10 % des exportateurs indonésiens et 571 PME coréennes. Elles auraient atteint 28 milliards de dollars au Brésil, 3 milliards en Indonésie, 5 milliards au Mexique et en Pologne. Hormis le secteur privé, la compagnie pétrolière publique de Sri Lanka Ceylon Petroleum a perdu 600 millions de dollars et, en Chine, Citic Pacific a perdu 2,4 milliards.

Le phénomène est répandu. À Hong Kong, en Inde et en Malaisie, des exportateurs, entre autres entreprises, ont aussi annoncé des pertes. Elles ont été lourdes au Brésil et au Mexique (voir l'article intitulé «Une couverture, pas un pari», page 46).

## **Un sujet controversé**

Dans de nombreux pays, la manière de traiter les KIKO, les TARN et autres produits dérivés exotiques a engendré la polémique (voir encadré). Le débat est centré sur deux

questions fondamentales : les entreprises voulaient-elles se couvrir, c'est-à-dire s'assurer contre les variations du change, ou spéculer? Et les banques, fournisseurs des produits, ont-elles simplement répondu aux besoins de leurs clients ou adopté des pratiques commerciales trompeuses?

Comme il est presque impossible de connaître l'état d'esprit des clients ou des intermédiaires, le débat a été plus tendu que révélateur. Nous nous proposons de décrire ces dérivés, d'examiner s'ils conviennent à la couverture ou à la spéculation et de proposer des mesures pour empêcher qu'ils soient mal utilisés.

Ces produits sont devenus un sujet d'intérêt public, parce que leurs répercussions sur les économies émergentes ont dépassé leur effet direct sur les entreprises concernées. Quand la dépréciation d'une monnaie est devenue assez importante pour faire perdre beaucoup aux investisseurs en KIKO ou en TARN, la révélation des pertes a ébranlé le marché de change local et accentué les dégagements. À cause de la non-transparence de ces dérivés exotiques, les cambistes ne pouvaient connaître ni l'encours des transactions, ni l'identité des détenteurs, ni le montant des pertes éventuelles. L'incertitude a suscité la crainte, qui a tourné à la panique autoentretenu,

### **Des noms séduisants, mais des effets puissants**

Pour mieux les commercialiser, les vendeurs de produits dérivés exotiques leur donnent souvent des noms attractifs. KIKO signifie option «knock-in knock-out» — «knock-out» représentant le point à partir duquel l'investisseur cesse de gagner. TARN signifie «target redemption note» : il ne peut plus y avoir de gains au-delà d'un certain montant qui déclenche le remboursement. TARN se réfère aussi souvent à une opération à terme ou à un swap. Parmi les autres dérivés comparables figurent Snowball (boule de neige) et Accumulator, ainsi dénommés pour indiquer la possibilité de gains (et de pertes) cumulatifs.

d'où une nouvelle baisse des cours de change augmentant les pertes sur les dérivés.

Les investisseurs ont eux aussi perdu confiance. Les cours boursiers des pays émergents ont chuté et les écarts de taux d'intérêt augmenté. Des retraits de capitaux étrangers ont eu lieu et le refinancement de dettes externes arrivées à échéance a été mis en doute. La crise financière mondiale, née sur le marché immobilier américain, a gagné les pays émergents.

### Première manifestation

On a pris conscience du problème l'an dernier, lorsque des entreprises non financières sans lien apparent ont connu des problèmes de couverture de change; il s'agit d'opérations destinées à compenser les pertes causées par une dévalorisation des revenus d'exportation exprimés en monnaie locale (moyen obligatoire de paiement des coûts de production). La couverture de change est particulièrement importante pour les entreprises exportatrices et importatrices, parce qu'elles reçoivent ou versent des devises et veulent protéger leurs revenus libellés en monnaie nationale. Le plus souvent, dans le cadre d'une couverture «exotique», un exportateur prenait une position acheteur dans sa propre monnaie : il acquérait un contrat de dérivés anticipant une hausse de la monnaie nationale, habituellement contre le dollar.

Mais une tendance s'est vite affirmée. Dans au moins sept pays asiatiques — Chine, Corée, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie et Sri Lanka — ainsi qu'au Brésil, au Mexique et en Pologne, des contrats très similaires de dérivés exotiques conclus entre des spécialistes et des sociétés non financières, souvent beaucoup moins au courant, ont causé des pertes. En Corée, ces dérivés étaient appelés KIKO et, dans d'autres pays, TARN, contrats à terme ou dépôts en deux monnaies. Au Japon, on employait l'expression swaps de coupons en devises.

C'est l'énormité des pertes révélées qui a effrayé. Elles étaient excessives au regard d'une estimation raisonnable des revenus d'exportation des entreprises, dont certaines ont dû rapidement se placer sous la protection du régime des faillites. Cela n'était pas conforme au résultat d'une opération normale de couverture. Le montant croissant des pertes a fait scandale.

### En quoi consistaient ces produits?

Malgré des appellations nationales différentes, le mécanisme économique des transactions de type KIKO et TARN est identique.

- Le produit dérivé permettait de prendre une position acheteur, l'investisseur bénéficiant d'une appréciation de la monnaie sous-jacente. La position était généralement prise en monnaie locale, mais elle portait sur le pétrole brut à Sri Lanka et sur le dollar australien au Japon.

- Le dérivé procurait des rentrées mensuelles pendant un ou deux ans. KIKO utilisait des options d'achat à long terme (donnant à l'acquéreur le droit d'acheter la devise à un certain prix pendant une période donnée) et des options de vente à découvert (donnant un droit de cession). C'est l'équivalent d'un contrat à terme standardisé ou de gré à gré : l'investisseur profite d'une hausse du prix sous-jacent et perd s'il baisse.

- Les possibilités de gains étaient plafonnées. Il existait parfois une clause, appelée «knock-out», qui interrompait le versement mensuel si la devise étrangère s'appréciait au-delà d'un taux de change spécifié. Dans d'autres cas, le contrat prenait fin si le gain cumulé atteignait un montant cible.

- Les pertes éventuelles n'étaient pas limitées; les dérivés étaient même structurés de façon que le taux de perte soit généralement deux fois plus élevé que la baisse du taux de change sous-jacent ou du prix de référence.

- Le coût initial (ou la prime) exigé pour ces opérations était nul.

### Le vrai débat

Il est difficile de savoir si les entreprises non financières voulaient se couvrir contre une nouvelle appréciation de leur monnaie ou seulement spéculer, et si elles ont totalement compris le profil risque-rendement de ces opérations. On ne peut pas non plus apprécier si les opérateurs en produits dérivés répondaient aux demandes de leurs clients ou les dépassaient.

Quels que soient les motifs, le résultat a été aussi clair que la nature économique des contrats. Ces dérivés exotiques ne conviennent ni à la couverture, ni à la spéculation, et aucun investisseur informé n'est censé y souscrire intentionnellement. Le débat de politique économique devrait cesser de sonder l'état d'esprit des vendeurs de dérivés et des investisseurs; il faut rechercher le meilleur moyen de faire utiliser les dérivés appropriés aux opérations de couverture, de protéger ceux qui se couvrent des pratiques commerciales abusives et de limiter la spéculation aux entreprises et aux personnes «qualifiées».

Les dérivés exotiques ne sont pas faits pour les opérations de couverture, car ils ne correspondent pas exactement aux risques courus par les entreprises. Celles-ci doivent se protéger d'une appréciation de leur monnaie, mais les KIKO et les TARN n'assurent pas une couverture si la monnaie s'apprécie au point d'éliminer les rentrées ou de déclencher le remboursement des contrats. En outre, les avantages compétitifs éventuels pour un exportateur d'une dépréciation de sa monnaie ne compensent pas le doublement du taux de perte qui en résulte.

Ces dérivés ne conviennent pas non plus aux entreprises incapables d'absorber l'effet éventuel du doublement des pertes. Les faillites observées le confirment. Il est fondamental qu'un investisseur puisse absorber les pertes potentielles.

Enfin, même si les entreprises exportatrices entendaient spéculer, ces dérivés n'étaient en aucun cas les meilleurs instruments. Soit un contrat à terme standardisé ou de gré à gré, soit un swap de devises offrirait une possibilité de gain identique ou supérieure sans exposer le spéculateur au risque de pertes doublées.

Si les KIKO et les TARN ne convenaient pas pour se couvrir et n'étaient pas le meilleur moyen de spéculer, pourquoi ont-ils atteint de tels montants? On peut supposer que les investisseurs étaient peu avertis ou qu'ils ignoraient ou connaissaient mal les risques. Les marchés financiers internationaux ont été bien orientés si longtemps que les investisseurs ont commencé à sous-estimer certains aléas. De plus, les entreprises non

financières avaient probablement une maîtrise technique inférieure à celle des grandes banques offrant ces opérations.

Deuxième hypothèse : les banques auraient subordonné le renouvellement de leurs prêts à l'achat de ces contrats. Selon les autorités financières de certains pays émergents, interviewées par l'auteur, des investisseurs se seraient plaints à elles d'avoir subi des pressions. Mais il y a une autre explication à la popularité des dérivés : les prix des KIKO et des TARN étaient fixés de façon à inciter les investisseurs à prendre de plus grands risques, parce qu'ils offraient de meilleurs taux de change que ceux du marché des contrats à terme et options habituels. On peut en conclure que les investisseurs avaient quelque peu conscience de la nature des produits et des risques. Mais cela ne signifie pas que ces produits exotiques constituaient de bons choix. Si les investisseurs acceptaient, en connaissance de cause, cet arbitrage risque/rendement, il s'agissait d'une opération dangereusement inefficace, par laquelle des entreprises non financières achetaient à des entités financières plus averties une assurance contre de gros montants de risques extrêmes.

### Que doivent faire les régulateurs?

Les entreprises sont fortement incitées à se couvrir et le feraient plus si elles ne craignaient pas d'être trompées. Les opérations de couverture n'auraient pas dû causer les pertes qui ont discrédité les produits dérivés exotiques dans les pays émergents. Pour les promouvoir, tout en évitant une répétition des récentes pertes et perturbations sur les marchés de change entraînées par ces produits, on peut prendre certaines mesures :

- Au plan national, il faut clarifier et renforcer la législation de protection des investisseurs et de lutte contre la fraude pour décourager les opérations sur des dérivés inappropriés.

- Il faut fixer des règles d'information sur ces produits. La diffusion de données sur les prix et sur d'autres aspects des opérations rendrait le marché plus transparent; elle donnerait aussi aux autorités nationales et multinationales de surveillance des moyens supérieurs de détecter les problèmes avant qu'ils dégénèrent.

- Le lancement de dérivés nouveaux et complexes, ou au moins leur emploi par des entreprises autres que les spéculateurs qualifiés, devrait être régulé au moyen de listes «positives» d'instruments acceptables ou «négatives» d'instruments prohibés.

- Une surveillance multilatérale des marchés mondiaux est nécessaire, notamment pour déceler les comportements fautifs et les abus commerciaux comme ceux constatés avec les KIKO et les TARN. Grâce à ses relations avec les autorités de contrôle nationales, l'instance responsable devrait pouvoir leur signaler rapidement des faits alarmants ou suspects. En qualité d'organisation internationale, le FMI pourrait exercer cette fonction; il dispose déjà de certaines des ressources requises et de canaux officiels de coopération avec les pays membres. ■

*Randall Dodd est expert principal des systèmes financiers au sein du Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.*



 COLUMBIA | SIPA  
School of International and Public Affairs

## PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

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

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

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

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

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

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

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

To learn more about SIPA, please visit:  
**[www.sipa.columbia.edu](http://www.sipa.columbia.edu)**



# Se financer autrement

Lorsqu'ils ont du mal à se financer, les pays en développement emploient de nouveaux moyens de mobiliser des capitaux

Cuisine d'un restaurant du Vermont : les migrants sont des acheteurs potentiels de bons de la diaspora.

*Suhas Ketkar et Dilip Ratha*

L'ENCOURS de la dette à court terme des pays en développement est proche de 1.000 milliards de dollars. D'après la Banque mondiale, leur déficit de financement atteint entre 370 et 700 milliards de dollars. Vu la grave crise de confiance des marchés de la dette, ces pays auront beaucoup de mal à obtenir un financement privé avec les instruments financiers traditionnels. Il leur faut des méthodes novatrices, surtout pour les emprunteurs privés dans les pays en développement, dont le crédit est encore plus rationné que celui des emprunteurs publics.

Cette pénurie de capitaux menace la croissance à long terme et la création d'emplois dans beaucoup de pays en développement, dont l'accès au capital est limité même dans les meilleures circonstances. L'aide publique ne peut à elle seule combler les déficits de fonds à court ou à long terme. Il faudra des capitaux publics pour stimuler les flux privés; on devra adopter de nouvelles méthodes, en visant des investisseurs jusque-là non sollicités ou en utilisant des mécanismes de rehaussement du crédit pour les investisseurs actuels.

C'est plus facile à dire qu'à faire, surtout lorsque la crise financière s'aggrave. Mais c'est une innovation qui a permis de résoudre la crise de la dette des années 1980 : la création en 1989 des « obligations Brady », du nom du Secrétaire américain au Trésor de l'époque, Nicholas Brady, a transformé la dette bancaire de pays principalement d'Amérique latine en obligations négociables offertes à une large base d'investisseurs.

Les pays en développement pourraient emprunter à leurs expatriés, titriser leurs futurs revenus et émettre des bons indexés sur la croissance. D'après les premières estimations, les pays d'Afrique subsaharienne pourraient mobiliser 5–10 milliards de dollars en émettant des bons de la diaspora et 17 milliards de dollars en titrisant les futurs envois de fonds de leurs émigrés et autres futurs montants à recevoir.

## Bons de la diaspora

Les États indien et israélien ont mobilisé quelque 40 milliards de dollars, souvent en pleine crise de liquidité, en sollicitant le concours de leur diaspora pour redresser leur balance des paiements et financer des projets d'infrastructure, de logement, de santé et d'éducation. L'émission de bons par la Development Corporation for Israel est un trait constant du programme annuel de financement extérieur, qui a mobilisé plus de 25 milliards de dollars depuis 1951. La State Bank of India n'a émis de bons de la diaspora qu'à trois reprises : en 1991, après la crise de la balance des paiements, en 1998, après les essais nucléaires indiens, et en 2000. Elle a mobilisé 11,3 milliards de dollars. Les investisseurs de la diaspora juive paient cher leurs bons, acceptant par patriotisme un rendement plus faible. Les Indiens à l'étranger ont acheté des bons de la SBI lorsque les sources de financement habituelles de l'Inde s'étaient pratiquement épuisées.

Deux raisons justifient le recours aux bons de la diaspora. Pour les pays, ils représentent une source stable et bon marché de financement extérieur, surtout en temps de difficultés financières. Pour les investisseurs, ils offrent l'occasion de faire preuve de patriotisme en aidant leur pays d'origine. En outre, la pire hypothèse est que l'émetteur de ces bons en assure le service en monnaie locale plutôt qu'en monnaie forte. Mais comme les investisseurs de la diaspora ont souvent des dettes dans leur pays d'origine, ils envisageront sans doute le risque de recevoir des paiements en monnaie locale avec moins d'appréhension que des investisseurs étrangers.

Parmi les pays qui accueillent de larges diasporas figurent les États-Unis (Philippines, Inde, Chine, Vietnam et Corée; El Salvador, République dominicaine, Jamaïque, Colombie, Guatemala et Haïti; et Pologne), le Japon (Corée et Chine), le

Royaume-Uni (Inde et Pakistan), l'Allemagne (Turquie, Croatie et Serbie), la France (Algérie et Maroc) et l'Afrique du Sud (pays voisins d'Afrique australe). Les nombreux migrants de l'Inde, du Pakistan, des Philippines, du Bangladesh, d'Indonésie et d'Afrique dans les riches pays pétroliers du Golfe sont aussi des acheteurs potentiels de bons de la diaspora.

Si les banques et d'autres émetteurs veulent exploiter le marché de détail des États-Unis, ils devront probablement enregistrer leurs bons de la diaspora auprès de la U.S. Securities and Exchange Commission, dont les obligations d'information pourraient être décourageantes pour les pays dont les institutions financières sont faibles. Mais les pays ayant une forte diaspora en Europe, où la réglementation est relativement moins rigoureuse, pourraient y lever des fonds. Des bons de la diaspora pourraient aussi être émis dans la RAS de Hong Kong, en Malaisie, en Russie, à Singapour et en Afrique du Sud.

### Titrisation des flux à venir

La titrisation est un terme décrié aujourd'hui car la crise mondiale a son origine dans la dette titrisée aux États-Unis. Toutefois, le problème principal n'était pas la titrisation elle-même, mais bien l'évaluation trop audacieuse des actifs sous-jacents. Tant que cette erreur n'est pas répétée et qu'un large excédent de couverture permet de compenser une baisse de la valeur des garanties, une dette convertie en effets à recevoir en monnaie forte reste une option viable pour les pays en développement qui cherchent à mobiliser des fonds alors que l'appétit pour le risque est aujourd'hui faible.

Depuis que la société mexicaine Telmex a entrepris la première titrisation fondée sur de futurs revenus en dollars, les grandes agences de notation ont évalué plus de 400 de ces transactions, à 80 milliards de dollars. Un large éventail de montants à recevoir ont été titrisés : exportations de pétrole, de minéraux et de métaux; billets d'avion, factures; envois de fonds électroniques ou sur papier de travailleurs émigrés et appels téléphoniques internationaux; redevances sur pétrole ou gaz, et recettes fiscales. La titrisation de droits de paiement diversifiés (montants à recevoir en monnaie forte qui passent par le système de paiement international) est plus récente. Ces droits sont considérés comme une garantie intéressante, car la diversité de leur origine les rend stables. En 2002-04, lorsque le Brésil avait du mal à accéder aux marchés financiers internationaux, de nombreuses banques brésiliennes ont titrisé leurs futurs droits de paiement diversifiés en monnaie forte pour mobiliser 4,9 milliards de dollars.

En offrant des montants à recevoir en monnaie forte, les transactions titrisées subordonnent les intérêts des créanciers actuels et futurs. Sur des marchés de capitaux parfaits, cela pourrait faire monter le coût des emprunts et éliminer la principale justification de la titrisation (Chalk, 2002). Mais beaucoup de pays en développement sont aux prises avec des marchés de capitaux qui sont loin d'être parfaits, et les créanciers ont parfois du mal à distinguer les bons risques des mauvais, ouvrant ainsi la voie à la titrisation.

Les transactions adossées à des revenus à venir sont structurées de sorte que les paiements n'entrent pas dans le pays de l'émetteur avant que les obligations envers les détenteurs aient

été honorées. Si cela permet de réduire les risques de transfert souverain et de convertibilité, plusieurs risques demeurent :

- risque de «*performance*» lié à l'aptitude de l'entité émettrice à produire le montant à recevoir;
- risque de «*produit*» lié à la stabilité des flux des montants à recevoir en raison des fluctuations de prix et de volume;
- risque de «*détournement*» si l'État de l'émetteur force la vente à des clients non désignés pour orienter leurs paiements vers le trust.

On peut réduire nombre de ces risques par le choix des montants à recevoir et un surcroît de couverture. Ce dernier est à présent devenu critique en raison de la désastreuse performance des titres adossés à des hypothèques. Contrairement à la titrisation d'actifs existants tels que les prêts hypothécaires en monnaie locale, les structures de titrisation de flux futurs (recettes d'exportation en devises ou droits de paiement diversifiés) se sont très bien comportées pendant cette crise financière.

Pourtant, l'émission de bons titrisés reste bien inférieure à son potentiel, notamment en raison d'un manque de montants à recevoir de qualité et de solides entités locales, ainsi que de l'absence de lois explicites, en particulier sur la faillite. Toutefois, il y a moins d'obstacles aujourd'hui qu'il y a dix ans.

### Bons indexés sur les résultats

Les paiements du service de la dette sur les bons à revenu fixe peuvent se heurter à l'aptitude du pays à payer. Lorsqu'un choc interne ou externe ralentit la croissance, les revenus diminuent et les dépenses de protection sociale augmentent. La plus forte pression fiscale qui en résulte peut contraindre un pays à choisir entre le défaut de paiement sur la dette extérieure et des mesures qui augmentent les fonds disponibles pour le service de la dette, mais accentuent la baisse de la production. Les bons indexés sur la croissance sont conçus pour surmonter ce problème. Leurs coupons varient selon la croissance du PIB, qui sert d'indicateur de la capacité du pays à payer. Ainsi, un pays en développement peut appliquer une politique budgétaire anticyclique, et payer moins en période de ralentissement économique et plus en phase d'expansion. On peut légitimement supposer que les pays en développement accepteraient de verser un taux plus élevé sur des bons indexés que sur des bons à revenu fixe afin d'éviter les risques de défaut de paiement sur leur dette.

Cette idée n'est pas nouvelle mais malgré leur attrait apparent, les bons indexés sur la croissance n'ont pas pris. Seuls quelques pays en développement (Argentine, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie et Costa Rica) ont incorporé des clauses qui prévoient un paiement plus élevé aux détenteurs des bons si la croissance du PIB dépasse un certain seuil. Ainsi, en Argentine, l'État paie 5 % de l'excédent du PIB annuel chaque année où le taux de croissance du PIB dépasse la tendance. Faible initialement, la valeur de marché de ces bons s'est accrue tout au long de 2007, la croissance argentine étant vigoureuse.

L'utilisation des bons indexés sur la croissance a été freinée par les craintes concernant la précision des données sur le PIB, le risque de sous-estimation délibérée de la croissance et la complexité de ces bons. Ces obstacles ne sont pas insurmontables, mais la liquidité de ces bons reste faible à ce jour, et leur nouveauté semble avoir son prix (Costa, Chamon and Ricci, 2008).

À l'instar des États souverains qui émettent des bons indexés sur la croissance, les emprunteurs sous-souverains pourraient émettre des bons indexés sur les résultats. Le coupon serait lié à un indicateur bien défini des résultats de l'entité qui emprunte. Par exemple, pour une administration provinciale ou municipale, il pourrait s'agir d'un objectif de recettes fiscales; pour

une autorité portuaire publique, du temps de dédouanement ou de transit; et pour une entreprise privée, des bénéfices (Ramachandran, Gelb, and Shah, 2009). Ces instruments n'ont pas encore été testés, mais ils semblent prometteurs pour les gros emprunteurs sous-souverains dans les pays émergents.

### Notation de la dette souveraine et accès aux marchés

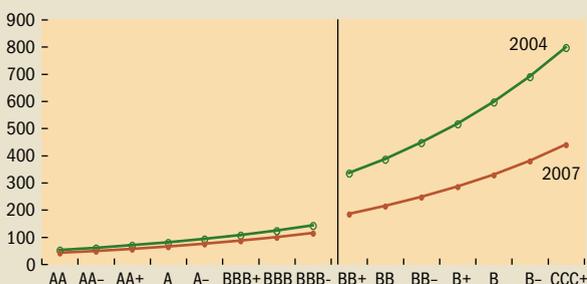
L'accès des pays en développement aux marchés du crédit est fonction non seulement du type de créance qu'ils offrent, mais aussi de leur évaluation par les agences de notation qui, lorsqu'elle s'applique à une nation, est appelée notation de la dette souveraine. Cette dernière peut aussi servir de référence pour les emprunteurs sous-souverains.

En général, les marges sur la dette souveraine diminuent à mesure que la notation s'améliore. Mais l'effet se fait surtout sentir lorsque la catégorie investissement est atteinte (voir graphique). En 2005, l'investissement étranger direct (IED) représentait 85 % des flux de capitaux privés vers les pays en développement sans notation. Le reste était composé en majorité de prêts bancaires. Par comparaison, les flux de capitaux étaient bien plus diversifiés pour les pays notés : 55 % d'IED, 15 % de prêts bancaires, 25 % d'obligations et 5 % de prises de participation. Même les pays notés B s'en tiraient mieux. Un examen de 55 pays sans notation révèle qu'ils étaient plus solvables qu'on ne le pensait : huit de ces pays seraient probablement dans la catégorie investissement et 18 autres seraient vraisemblablement notés B ou BB. Cela permet de penser que certains pays en développement sans notation peuvent espérer obtenir un financement sur les marchés mondiaux des capitaux. L'accès à l'emprunt doit cependant s'accompagner d'une gestion prudente de la dette. En outre, les pays bénéficiant de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés et de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale du FMI et de la Banque mondiale doivent faire preuve de prudence avant d'emprunter à des établissements opportunistes.

### Les notations sont utiles

Plus sa notation est élevée, moins un pays émergent paie pour mobiliser des fonds. Le coût augmente brutalement lorsque la notation tombe au-dessous de la catégorie investissement.

(marge, points de base)



Sources : calculs de l'auteur; Dealogic Analytics.

Note : notations de Standard & Poor. La catégorie investissement va de AA à BBB. Les marges représentent la différence entre le taux d'intérêt qu'un pays émergent paie sur une émission d'obligations souveraines et le taux d'intérêt versé sur des titres comparables du Trésor américain. Un point de base correspond à 1/100 de point de pourcentage.

### Politique des pouvoirs publics

Comme les innovations financières précédentes, les bons de la diaspora, les titres adossés à des flux futurs et les bons indexés sur les résultats facilitent l'accès au financement pour les pays en développement. Par les titrisations de flux futurs, le risque de crédit est séparé des emprunteurs, ce qui améliore leur notation et accroît leur liquidité. Les bons de la diaspora renforcent la liquidité. Les bons indexés sur la croissance ou les résultats réduisent le risque de crédit en liant les coupons à la capacité à payer et renforcent la liquidité en offrant aux créanciers une option sur les résultats des emprunteurs souverains et sous-souverains dans les pays en développement.

Les institutions multilatérales et les donateurs officiels peuvent largement contribuer à promouvoir les innovations fondées sur le marché. Ils peuvent améliorer la qualité de crédit des emprunteurs des pays en développement exposés à de lourds déficits de financement. Ils peuvent offrir une assistance technique sur le cadre juridique, la structuration, l'établissement des prix, la gestion des risques et la conception de projets financés à l'aide d'instruments novateurs. Les institutions peuvent aider à établir une notation de la dette souveraine, qui ouvrirait l'accès aux marchés internationaux des capitaux pour des pays pauvres d'Afrique, dont beaucoup ne sont pas notés (voir encadré). Elles peuvent aussi fournir un financement initial pour les commissions bancaires sur les investissements et les coûts de notation liés à l'agencement de transactions appuyées par des montants à recevoir, ainsi que des garanties partielles sur les flux futurs pour limiter le risque et attirer les flux de capitaux privés. Enfin, il est clair qu'elles peuvent améliorer l'exactitude et la transparence des données sur le PIB utilisées pour l'émission de bons indexés sur la croissance. ■

Suhas Ketkar est professeur d'économie à l'université Vanderbilt et Dilip Ratha est économiste en chef au Groupe sur les perspectives de développement de la Banque mondiale.

Cet article s'inspire de *Innovative Financing for Development* par Suhas Ketkar et Dilip Ratha, publié en 2008 par la Banque mondiale.

#### Bibliographie :

Chalk, Nigel A., 2002, "The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines," *IMF Working Paper 02/106* (Washington: International Monetary Fund).

Costa, Alejo, Marcos Chamon, and Luca Antonio Ricci, 2008, "Is There a Novelty Premium on New Financial Instruments? The Argentine Experience with GDP-Indexed Warrants," *IMF Working Paper 08/109* (Washington: International Monetary Fund).

Ramachandran, Vijaya, Alan Gelb, and Manju Kedia Shah, 2009, *Africa's Private Sector: What's Wrong with the Business Environment and What to Do About It?* (Washington: Center for Global Development).

# Une couverture, pas un pari

**Des entreprises latino-américaines ont utilisé de nouvelles techniques pour se protéger des fluctuations de change. Mais certaines l'ont fait pour spéculer et ont beaucoup perdu**

*Herman Kamil, Bennett W. Sutton et Chris Walker*

**P**OUR les entreprises des pays émergents, emprunter en devises peut être une arme à double tranchant. Cela leur permet souvent de se financer à moindre coût et à plus longue échéance que si elles empruntaient dans leur monnaie. Mais ces engagements peuvent exposer les bilans aux fluctuations de change. À la fin des années 90 et au début de la décennie actuelle, la forte dépréciation de plusieurs monnaies latino-américaines a enchéri la dette en devises de nombreuses entreprises relativement à leurs actifs et revenus, les empêchant d'en assurer le service et aggravant ensuite les problèmes bancaires de ces pays.

Depuis dix ans, les entreprises font face à une instabilité accrue des taux de change, beaucoup de pays ayant opté pour une plus grande flexibilité. Cela facilite l'ajustement aux chocs extérieurs et rend la politique monétaire plus indépendante. Surtout, les entreprises sont aussi incitées à mieux gérer le risque de change, faute de pouvoir compter sur la banque centrale pour maintenir le taux de change au sein d'une fourchette préétablie. L'assurance gratuite contre ce risque a ainsi pris fin pour le secteur privé.

Nous avons récemment étudié (FMI, 2008) la vulnérabilité des entreprises d'Amérique latine aux variations des taux de change de 1994 à 2007. Il s'avère qu'elles ont beaucoup réduit leur exposition à une dévaluation soudaine en diminuant la fraction de leur dette libellée en devises. Elles recourent aussi davantage aux couvertures «naturelles» (recettes d'exportation et avoirs en dollars) pour compenser le risque dollar dû à la composition de leur dette. Mais, après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, une nouvelle faiblesse est apparue. Certaines entreprises (surtout les plus grandes et les plus sophistiquées), qui avaient utilisé des contrats de dérivés financiers pour parier sur l'évolution du change, ont beaucoup perdu quand leur monnaie a chuté. Outre les problèmes financiers qui en ont résulté pour ces entreprises, cette situation a mis les autorités en difficulté sur les marchés de change.

## Des bilans plus solides

Pour appréhender la vulnérabilité des entreprises, nous avons employé une nouvelle base de données qui lie les bilans et le comportement en bourse de 1.200 sociétés cotées (financières et non financières) en Argentine, au Brésil, au Chili, en Colombie, au Mexique et au Pérou. On indique d'abord l'évolution de leurs positions nettes en devises pendant une durée assez longue (1992–2007), puis on complète cette analyse de bilan par celle de la sensibilité des valorisations boursières aux variations du change dans deux sous-périodes (1995–98 et 2004–07). Enfin, on vérifie si la réaction des cours de bourse aux fluctuations du change s'est modifiée.

Nous constatons qu'au cours de la décennie écoulée, ces sociétés ont en général réduit leur vulnérabilité au risque de change en limitant sensiblement les déséquilibres monétaires *dans leurs bilans*. Pour cela, elles ont moins emprunté en devises et fait correspondre plus systématiquement ces engagements à des avoirs en devises ou à des revenus anticipés en dollars. En moyenne, elles sont donc maintenant bien mieux protégées du risque de change. Autre constatation : pour nombre d'entre elles, l'effet des évolutions du change sur le cours de l'action a beaucoup diminué depuis le milieu de l'année 2000. On peut en conclure que, devenues plus conscientes du risque, elles ont adapté la structure de leurs bilans et leurs pratiques de gestion des risques à la flexibilité accrue du change.

## La spéculation des entreprises s'est avérée désastreuse

Mais, au Brésil et au Mexique, beaucoup de grandes sociétés se sont lancées dans des opérations spéculatives avec des produits dérivés qui les ont exposées aux variations monétaires. Au lieu d'utiliser les dérivés financiers pour *couvrir* leurs engagements de bilan contre une évolution inattendue du change, des exportateurs et d'autres entreprises non financières de ces pays ont pris d'importantes positions spéculatives pour bénéficier de l'appréciation de leur

monnaie et du niveau, généralement inférieur, des taux d'intérêt sur le dollar. Il en est résulté de lourdes pertes quand le real brésilien et le peso mexicain ont chuté, en septembre–novembre 2008 (voir tableau). Les banques centrales sont intervenues massivement sur les marchés de change pour limiter les dégâts et satisfaire la demande exceptionnelle de dollars. Des opérations similaires sur des produits dérivés ont causé aussi des dommages dans plusieurs pays émergents, dont la Corée, la Pologne et l'Inde (voir l'article intitulé «Qui joue avec le feu...», page 40).

Les produits dérivés utilisés sont souvent des options, qui donnent à l'investisseur le droit d'acheter ou de vendre une devise à un certain prix, pendant une période donnée. Au Brésil et au Mexique, certaines entreprises ont employé des formules d'options complexes pour miser franchement sur la dépréciation de leur monnaie ou en tant que source de financement moins coûteuse, mais plus risquée, qu'un emprunt bancaire en dollars. Elles se sont ainsi souvent exposées à une accélération des pertes au-delà d'un certain niveau de dépréciation. Si ces opérations étaient rentables quand la monnaie locale s'appréciait ou même quand les fluctuations de change étaient limitées, les pertes ont été élevées après les fortes dépréciations consécutives à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

Il est difficile de vérifier le montant des pertes, mais il a été assez important au Brésil et au Mexique pour entraîner une réaction notable des banques centrales. L'exposition au risque de change par les produits dérivés a causé des pertes comptables significatives et menaçait d'accentuer le choc postérieur à septembre sur les marchés de change, résultat d'une demande accrue de dollars pour donner aux entreprises la garantie supplémentaire nécessaire à la couverture de leurs pertes. Au Mexique, par exemple, la banque centrale — qui intervenait depuis longtemps sur le marché selon des règles précises — l'a fait pour la première fois depuis dix ans de façon discrétionnaire et à grande échelle. Au Brésil, elle a vendu des contrats à terme en dollars pour permettre aux sociétés touchées de couvrir ou de dénouer leurs positions et stabiliser le marché.

La chute des actions de ces entreprises après la révélation de pertes démontre que les marchés ignoraient leur exposition aux produits dérivés. Ainsi, nos résultats pour le Mexique laissent penser qu'avant la crise d'octobre, les cours des actions de la plupart des entreprises ayant annoncé les plus lourdes pertes sur produits dérivés tendaient à s'élever parallèlement à une dépréciation de la monnaie locale.

### Conséquences de politique économique

Il y a une interprétation plausible de nos résultats : la plupart des pays de la région ayant adopté des taux de change flexibles depuis dix ans, les entreprises sont incitées à gérer le risque de change et à résister aux chocs externes. Mais, comme le montrent les événements récents au Brésil et au Mexique, la complexité

croissante des dérivés financiers justifie une adaptation de la réglementation à l'évolution du marché et un renforcement du contrôle prudentiel.

Il faut que les contrôleurs et le public connaissent plus précisément l'exposition des sociétés non financières aux produits dérivés. La crise mondiale a fait apparaître les failles des données financières et de la compréhension des risques sous-jacents. Ces sociétés se sont lancées dans des domaines comme les produits dérivés offshore pour lesquels les obligations d'information sont limitées ou mal appliquées, d'où l'incapacité des régulateurs à déceler les concentrations de risques. La surprise suscitée par l'exposition d'entreprises brésiliennes et mexicaines aux dérivés sur devises ainsi que la réaction des marchés de change et des banques centrales illustrent les conséquences macroéconomiques d'une connaissance insuffisante de l'activité financière des entreprises.

Les exemples récents du Brésil et du Mexique ont révélé les problèmes de gestion des risques financiers au niveau de l'entreprise également. Les pertes sur produits dérivés ont aussi résulté d'erreurs de gouvernance des sociétés (médiocre gestion du risque) et d'une rétention d'informations de la part des fournisseurs de ces produits (les banques censées avoir prévenu les acheteurs d'options du risque couru). Les autorités auraient dû percevoir qu'un contexte de faible volatilité fausse les incitations et peut amener les banques et leurs clients à prendre des risques excessifs.

Les contrôleurs des pays ayant d'importants marchés de produits dérivés de gré à gré pourraient en améliorer la transparence. Les institutions financières qui y opèrent pourraient communiquer plus fréquemment leurs opérations, tout en étant plus précises sur les instruments et les contreparties. En particulier, on aurait sans doute intérêt à demander aux sociétés non financières cotées d'indiquer leurs expositions aux marchés offshore de produits dérivés, que les régulateurs n'ont pas suivies systématiquement dans le passé. On devrait peut-être aussi faire en sorte que les produits dérivés soient négociés sur des marchés organisés pour réduire le risque de contrepartie et augmenter la transparence. Ces mesures permettraient de mieux détecter l'apparition de risques systémiques liés aux produits dérivés. Elles renforceraient aussi la discipline du marché, en aidant les investisseurs finals à exercer une partie du devoir de

vigilance actuellement sous-traité aux agences de notation. Au Brésil et au Mexique, les autorités s'orientent déjà en ce sens. ■

*Herman Kamil, Bennett W. Sutton et Chris Walker sont respectivement économiste, agent principal de recherche et économiste principal au Département Hémisphère occidentale du FMI.*

#### Bibliographie :

FMI, 2008, «Corporate Vulnerability: Have Firms Reduced Their Exposure to Currency Risk?» Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, Chapter 5 (Washington, October).

### Pari perdu

Au Brésil et au Mexique, plusieurs grandes entreprises ont subi de lourdes pertes au quatrième trimestre 2008 à cause de produits dérivés exotiques sur devises.

Entreprise	Pertes (millions de dollars)	Pertes (en % de l'actif total)
<b>Mexique</b>		
Comerci	2.200	60
Cemex	911	2
Gruma	852	27
Vitro	358	15
Alfa	194	2
GISSA	161	34
<b>Brésil</b>		
Sadia	2.400	41
Aracruz Celulose	2.100	42
Grupo Votontarin	1.000	55

Sources : au Mexique, états financiers trimestriels des entreprises; au Brésil, informations de presse; Bloomberg LLP et Reuters.

# Amérique latine : quand une relance budgétaire est-elle souhaitable?

Une relance budgétaire convient à certains pays pendant la crise économique mondiale, mais peut-être pas à d'autres

Nicolás Eyzaguirre, Benedict Clements  
et Jorge Canales-Kriljenko



LE RÔLE de la politique budgétaire pour atténuer les effets de la récession économique fait débat en Amérique latine, comme dans d'autres pays du monde. Dans cette région, on prévoit que la croissance solide de 2008 (4 %) devienne négative en 2009, interrompant les progrès impressionnants de ces dernières années en matière d'emploi et de réduction de la pauvreté. Les recettes publiques fléchissent, ce qui complique la réalisation des objectifs de solde budgétaire, même en l'absence de nouvelles dépenses. De plus, il est souvent difficile à l'État d'emprunter davantage en raison des possibilités limitées de financement et d'un endettement public encore élevé. Dans ce contexte, comment les autorités peuvent-elles apprécier l'opportunité d'une relance budgétaire? À quelles conditions les marchés permettront-ils au budget de soutenir le pouvoir d'achat en période de récession?

## Les effets budgétaires de la récession

La chute de l'activité et des prix des matières premières pèse sur les ressources budgétaires. Après plusieurs années de hausse, les ratios recettes publiques/PIB des pays d'Amérique latine devraient baisser en moyenne de quelque 2 points en 2009 (voir graphique ci-contre). Chez les producteurs de matières premières, le recul est particulièrement marqué. Comme les rentrées publiques vont sans doute devenir sensiblement inférieures aux estimations à long terme, un problème essentiel se pose : doit-on et peut-on s'opposer à une baisse parallèle des dépenses?

Le choix d'une orientation budgétaire judicieuse dépend largement de l'effet du déficit sur les conditions financières et les taux d'intérêt. Son gonflement augmente les besoins de financement et l'endettement publics et, dans certaines circonstances, entraîner une forte hausse des taux d'intérêt.

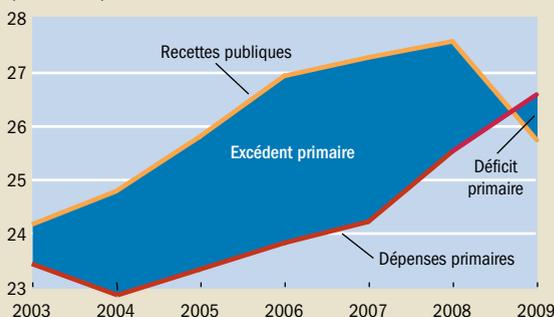
Dans les pays émergents d'Amérique latine, une hausse du déficit risque de faire monter les taux beaucoup plus que dans les économies avancées. De nombreux gouvernements n'ont pas encore adopté une programmation budgétaire crédible à

moyen terme (normalement de trois à cinq ans), garantissant aux marchés qu'un creusement exceptionnel du déficit serait corrigé lors de la reprise. C'est pourquoi le cheminement de la dette publique et des besoins de financement à moyen terme risque de paraître incertain. En outre, de nombreux États ne peuvent emprunter à aussi longue échéance que les pays industriels, ce qui les oblige à refinancer une part substantielle de la dette chaque année. La dette des pays émergents est aussi très sensible à l'évolution de la propension des investisseurs au risque. Ce facteur est d'autant plus important que les changements d'appréciation des risques pour la viabilité budgétaire — ou pour la capacité de l'État à financer à moyen terme un déficit supérieur — peuvent faire nettement augmenter les taux d'intérêt et les sorties de capitaux. Enfin, la forte progression de la dette publique des pays industriels rend encore plus incertaines l'évolution des

## Évolution budgétaire en Amérique latine

Une baisse des recettes publiques est prévue en 2009 et la région devrait connaître un déficit budgétaire primaire.

(en % du PIB)



Source : calculs des services du FMI.

Note : Les recettes et les dépenses publiques sont une moyenne simple des soldes en Argentine, en Bolivie, au Brésil, au Chili, en Colombie, au Costa Rica, en Équateur, au Guatemala, au Honduras, au Mexique, au Nicaragua, au Panama, au Paraguay, au Pérou, au Salvador, en Uruguay et au Venezuela. Les dépenses primaires ne comprennent pas les charges d'intérêts.



Un marché à La Paz.

taux d'intérêt mondiaux et les possibilités de financement durable pour les pays émergents.

### L'efficacité de la politique budgétaire

Prenons le cas d'un État bénéficiant d'une programmation budgétaire très crédible et d'un faible endettement. Dans une situation financière normale, une majoration des dépenses publiques, financée par l'émission d'emprunts internes, peut accélérer la croissance. Les taux d'intérêt augmentent par rapport à la trajectoire antérieure à cette opération, du fait en partie de l'accroissement de la dette publique. Mais il est peu probable que cela réduise l'efficacité de la politique budgétaire, car la tendance de base actuelle intègre déjà de bas taux d'intérêt en raison du ralentissement mondial et de l'excédent d'épargne.

Considérons un exercice de simulation, portant sur une petite économie latino-américaine représentative, avec le modèle monétaire et budgétaire mondial intégré du FMI (Kumhof and Laxton, 2007) : une hausse de l'investissement public de 0,5 point de PIB pourrait faire augmenter, en moyenne, la production d'un peu moins que ce montant la première année. L'effet net sur la croissance d'une stimulation budgétaire dépend aussi de la réaction de la politique monétaire et de la situation initiale supposée.

Toutefois, lorsque le gonflement du déficit met en doute le financement à moyen terme ou la viabilité de la dette publique, la politique budgétaire est bien moins en mesure de stabiliser la production. Dans ce cas, l'inquiétude des investisseurs les conduit à exiger une prime de risque supérieure pour détenir la dette publique, ce qui fait monter les taux d'intérêt. Quand le taux de change est flexible, la hausse de la prime de risque contribue à une dépréciation, qui enchérit les intrants importés, réoriente la demande vers les produits internes et redéploie les ressources vers l'exportation et les substituts aux importations. Dans les économies où la politique de change est prédéterminée (fixité, parité glissante, etc.), les taux d'intérêt doivent augmenter encore plus pour protéger le taux de change, ce qui compromet l'effet de la stimulation budgétaire sur l'activité. Selon la crédibilité de la programmation budgétaire, le montant de la dette publique et le dispositif de politique monétaire, le

relèvement des taux d'intérêt en réaction à la hausse du déficit peut même entraîner un recul de la production.

### La nature de la stimulation importe

Au-delà de la question du financement, il faut aussi tenir compte de l'efficacité des mesures proposées. Sur ce point, les leçons générales sont les mêmes pour l'Amérique latine que pour les autres régions. Comme l'indiquent Spilimbergo et autres (2008), on doit privilégier les mesures qui ont un important effet multiplicateur, peuvent être appliquées rapidement et inversées quand l'économie se stabilise. Celles qui satisfont à ces critères sont l'accélération des investissements et/ou des travaux d'entretien programmés, les allègements fiscaux temporaires ciblés sur les contribuables ayant une forte propension à consommer (plutôt qu'à les épargner) et l'extension des indemnités de chômage. Il est donc moins souhaitable de procéder à des dépenses difficiles à interrompre après la stabilisation économique et mal ciblées, telles qu'une augmentation des rémunérations publiques. La tendance à long terme de l'Amérique latine à accroître les dépenses primaires courantes (hors charges d'intérêts) incite aussi à la prudence. Elles ont progressé de quelque 2 points de PIB de 2000 à 2008.

En conclusion, les possibilités de relance budgétaire doivent être analysées au cas par cas. Dans plusieurs pays, le ralentissement des activités privées peut dégager une marge pour une action temporaire et bien conçue. Les États bénéficiant d'une grande crédibilité, d'une dette publique limitée et de dispositifs monétaires souples sont bien placés pour pratiquer une gestion budgétaire anticyclique efficace. Mais, dans ceux où la crédibilité est faible, cette orientation risque d'être contre-productive. Dans les situations intermédiaires, un effort pour renforcer la crédibilité pourrait s'avérer payant.

Ainsi, les États qui ne l'ont pas encore fait gagneront à mettre en place un programme budgétaire à moyen terme viable. Ce type de programme doit comprendre des stratégies spécifiques pour traiter les chocs transitoires (comme une dégradation de la conjoncture mondiale ou des prix des matières premières réduisant brutalement la croissance). Il doit aussi inclure des solutions aux défis budgétaires à long terme, tels que les charges de retraite. Enfin, il doit expliquer comment les autorités réagiraient à la concrétisation de risques budgétaires conditionnels. L'adoption d'un dispositif de cette nature, reposant sur des règles, garantit aux marchés qu'il existe une marge suffisante de relance budgétaire à court terme sans risque pour la viabilité à plus longue échéance. ■

*Nicolás Eyzaguirre est directeur du Département Hémisphère occidentale du FMI, où Benedict Clements est chef de division et Jorge Canales-Kriljenko économiste principal.*

#### Bibliographie :

Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits," *IMF Working Paper 07/202* (Washington: International Monetary Fund).

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis," *IMF Staff Position Note 08/01, December* (Washington: International Monetary Fund).

# La réglementation : question

S. Raihan Zamil

**Le contrôle basé sur les risques cherchait à stimuler l'innovation et à récompenser les bons comportements, mais il a contribué à la crise financière mondiale**

**M**ALGRÉ un large accord sur les causes de la crise financière, le débat public néglige le rôle joué par la philosophie qui sous-tend la réglementation et le contrôle du système financier mondial. Souvent qualifiée de «contrôle basé sur les risques» (CBR), elle a été adoptée par les économies dominantes et de nombreux autres pays. Bien que le terme CBR puisse s'appliquer à la philosophie générale de la supervision de tout le système financier, je l'emploie ici dans une acception plus étroite : le contrôle officiel du système bancaire.

Le principe fondamental du CBR est qu'un organisme bancaire peut se livrer à la quasi-totalité des activités financières, à condition de disposer d'un solide système de gestion des risques ainsi que de bénéfices et de capitaux suffisants pour faire face aux risques sous-jacents. En bref, le contrôle basé sur les risques donne

une liberté d'action aux banques bien gérées pour encourager l'innovation et récompenser les bons comportements.

Le CBR entend aussi promouvoir un contrôle anticipatoire du secteur financier en détectant et en corrigeant toute défaillance de la gestion des risques, *avant* qu'elle menace la stabilité de certaines banques et de l'ensemble du système. Presque tous les pays qui ont adopté cette philosophie ont modifié leurs législations et modalités de contrôle en conséquence.

### Limites du contrôle basé sur les risques

Les objectifs du CBR sont louables et il a donné des résultats appréciables; mais ses défauts sont rarement évoqués, car on part du principe que c'est le meilleur moyen de surveiller un système bancaire national. Or, la crise actuelle a révélé ses inconvénients fondamentaux.

En premier lieu, *le CBR sous-traite aux contrôleurs internes des banques des éléments essentiels de politique publique* : par exemple, l'appréciation du caractère plus ou moins tolérable de certaines activités et de leurs effets sur la stabilité du système financier. Doit-on laisser les banques monter et/ou acquérir par la titrisation des crédits immobiliers avec apport personnel faible ou nul, sans vérification de la capacité de remboursement? Et vendre à leurs déposants des produits structurés complexes?

Selon les partisans du contrôle basé sur les risques, la créativité financière et la diversification des produits facilitent l'accès des consommateurs au crédit et leur donnent davantage de choix. Selon les critiques, dont le prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz, une différenciation est nécessaire entre bonnes et mauvaises innovations.

Quelle que soit la validité relative de ces arguments, on ne peut juger le bien-fondé des activités sous le seul angle de la gestion des risques et de la capacité financière de chaque banque, sauf à ignorer un problème plus vaste de politique pu-



# de philosophie

blique et de risque systémique : sont-elles finalement bonnes ou mauvaises pour le système financier? Une réponse institutionnelle est préférable à celle du contrôleur interne d'une banque.

## Qualités d'appréciation

En second lieu, *le contrôle basé sur les risques repose sur la capacité d'appréciation des contrôleurs et des gestionnaires de risques des différentes banques*. Comme la qualité de la gestion des risques ne peut faire l'objet d'un jugement tranché, le débat est souvent vif entre le régulateur et le régulé. L'appréciation est devenue progressivement plus complexe, les banques concevant des modèles de risques de plus en plus perfectionnés que peu de personnes comprennent intégralement dans les banques centrales, les instances réglementaires et, apparemment, au sein même des banques.

On doit en tenir compte pour appréhender l'incidence des liens explicites créés par le modèle CBR entre la capacité de gestion des risques d'une banque et la portée de ses activités autorisées. Les enjeux d'une appréciation erronée des risques sont élevés : la crise actuelle montre qu'elle peut mettre en péril l'ensemble du système financier.

En troisième lieu, alors que l'un des principaux objectifs du CBR est de permettre aux contrôleurs officiels de déceler et de résoudre très vite les problèmes du système, *il est difficile de freiner les activités risquées des banques quand leurs bénéfices et leurs fonds propres semblent encore solides*. Si le contrôle basé sur les risques privilégie une intervention rapide du régulateur, c'est aussi parce qu'il élargit la gamme des activités financières permises. En pratique, on se heurte à des difficultés au niveau de l'entreprise et sur le plan politique.

*Au niveau microéconomique (de l'entreprise)*, si le régulateur s'inquiète d'un relâchement significatif des critères d'octroi de prêts d'une banque, celle-ci peut citer l'ampleur des bénéfices et des fonds propres comme «preuve» de sa capacité à gérer le risque. Dès lors, les autorités formulent généralement des «recommandations» plutôt que des «directives obligatoires». Les difficultés sont aggravées par le caractère procyclique des ratios de fonds propres, qui permet aux banques d'en détenir moins en phase favorable, précisément quand le durcissement de la concurrence et la progression rapide du crédit suscitent inévitablement un goût accru du risque et un assouplissement des critères d'évaluation. Avec la crise, on vient d'assister à une montée insupportable des risques dans certaines banques et dans l'ensemble du système, à un moment où celui-ci faisait encore état de bénéfices records et de capitaux apparemment suffisants.

*Au plan politique*, des pressions peuvent aussi s'exercer en faveur d'une poursuite du crédit facile. Qui voudrait être accusé d'arrêter la fête? Une gestion défectueuse des risques peut donc persister jusqu'à l'intervention, trop limitée et tardive, du régulateur, après que les effets cumulatifs des erreurs se sont fait sentir sur les bilans des banques comme sur leurs annonces de bénéfices et de fonds propres.

## Conséquences pour l'action des pouvoirs publics

À cause de ces défauts, une éventuelle réforme du contrôle bancaire doit commencer par analyser le rôle du CBR dans la crise financière actuelle et en tirer les conclusions :

- D'abord, les contrôleurs doivent avoir la volonté et la capacité de freiner d'emblée, si nécessaire, les activités risquées des banques, même si ces dernières paraissent financièrement saines. C'est plus facile à dire qu'à faire, car cela suppose d'aller à contre-courant et de s'opposer à des établissements puissants, qui, s'ils sont d'importance systémique, ont probablement l'appui des échelons supérieurs de l'État. Une intervention rapide ne peut réussir qu'avec le soutien d'une autorité crédible, dotée des moyens institutionnels d'assurer effectivement «la sécurité et la solidité».

- Puis, l'autorité de tutelle doit trouver un meilleur équilibre entre les outils de «réglementation» et de «contrôle» pour garantir la bonne santé des différentes banques et du système. Le contrôle basé sur les risques a recouru largement, et peut-être trop, à des méthodes discrétionnaires. Bref, il a servi à libéraliser les activités bancaires et à déléguer des décisions cruciales aux contrôleurs internes, en fonction de leur appréciation de la gestion des risques et de la capacité financière.

Ce système devant perdurer, il faut établir des freins réglementaires plus explicites, pour en atténuer les effets inattendus, et de meilleurs moyens d'empêcher les banques de prendre des risques excessifs.

Il convient notamment d'instituer de nouvelles obligations anticycliques de fonds propres et de provisionnement pendant les phases d'expansion. Il sera sûrement difficile de trouver le bon équilibre entre la limitation des activités bancaires à risque et l'incitation à innover. Les autorités doivent s'y efforcer. Compte tenu de la gravité de la crise financière actuelle, on ne peut tout simplement plus se permettre de tels errements. ■

*S. Raihan Zamil est conseiller du FMI auprès de la Banque centrale d'Indonésie, chargé de la politique et du contrôle bancaires.*



# Qu'est-ce que la politique budgétaire?

Mark Horton et Asmaa El-Ganainy

**L**A POLITIQUE budgétaire consiste à se servir des dépenses publiques et de la fiscalité pour influencer sur l'activité économique. Elle permet aux autorités de promouvoir une croissance forte et durable et de réduire la pauvreté. Son rôle et ses objectifs prennent de l'ampleur dans la crise actuelle, les autorités intervenant pour soutenir le système financier, relancer la croissance et amortir l'impact de la crise sur les groupes vulnérables. Dans le communiqué final de leur sommet tenu à Londres en avril, les dirigeants du Groupe des Vingt grands pays industrialisés et émergents ont décidé de lancer une «expansion budgétaire concertée et sans précédent». Qu'entendent-ils par expansion budgétaire? Et, de façon plus générale, comment stimuler l'économie mondiale avec des instruments budgétaires?

La primauté de la politique budgétaire comme instrument de politique économique évolue au fil du temps. Avant 1930, la politique du «laissez-faire» (intervention minimale de l'État) prévalait. Après la chute des marchés boursiers et la crise de 1929, l'État a été amené à jouer un rôle plus proactif. Plus récemment, le secteur public a vu sa taille et son rôle diminuer, les marchés participant davantage à l'affectation des biens et services. Aujourd'hui, en pleine crise financière, une politique budgétaire plus active redevient la norme.

## Comment fonctionne la politique budgétaire?

Deux outils principaux permettent de gérer l'économie : la politique monétaire et la politique budgétaire. Les banques centrales ciblent indirectement l'activité en influant sur la masse monétaire par l'ajustement des taux d'intérêt et des réserves obligatoires des banques et par la vente de titres publics et de devises; les autorités influent sur l'économie en modifiant les niveaux et les types d'impôts, le montant et la structure des dépenses, ainsi que le niveau et la forme des emprunts.

Les pouvoirs publics déterminent directement et indirectement l'utilisation des ressources dans l'économie, phénomène illustré par l'équation fondamentale de comptabilisation du revenu national :

$$\text{PIB} = C + I + G + \text{NX}$$

À gauche, on a le produit intérieur brut (PIB), c'est-à-dire la valeur de tous les biens et services finaux produits dans l'économie (L'ABC de l'économie, *F&D*, décembre 2008). À droite, on a les sources de la dépense ou de la demande globales — consommation privée (C), investissement privé (I), achats de biens et services par le secteur public (G), différence entre exportations et importations

(exportations nettes : NX). L'équation montre que l'État influe sur l'activité économique (PIB); il contrôle directement G et indirectement C, I et NX en modifiant les impôts, les transferts et les dépenses. Une politique budgétaire qui accroît la demande globale en augmentant les dépenses publiques est dite expansionniste ou «laxiste». Inversement, elle est jugée restrictive ou «austère» si elle réduit la demande en diminuant les dépenses.

La politique budgétaire peut avoir d'autres objectifs que la prestation de biens et services. À court terme, elle peut privilégier la *stabilisation* macroéconomique — en dopant une économie atone, en jugulant l'inflation ou en réduisant les vulnérabilités extérieures. À long terme, elle peut promouvoir une croissance durable ou réduire la pauvreté en prenant des *mesures axées sur l'offre* pour améliorer les infrastructures ou l'éducation. La plupart des pays poursuivent ces objectifs, mais leur importance varie selon la situation de chacun. À court terme, les priorités peuvent dépendre de la conjoncture ou de la réaction à une catastrophe naturelle et, à long terme, du niveau de développement, de la démographie ou de la dotation en ressources. Pour réduire la pauvreté, un pays pauvre peut accorder la priorité aux dépenses de santé primaire, alors qu'une économie avancée réformant son régime de retraite peut cibler les coûts à long terme du vieillissement de la population. Un pays pétrolier peut axer sa politique budgétaire sur l'ajustement des dépenses conjoncturelles — modérant aussi bien l'expansion en cas de hausse des cours du pétrole que les compressions douloureuses en cas de baisse.

## Riposte à la crise

La crise a eu des effets négatifs sur les économies du monde entier, les problèmes du secteur financier et la crise de confiance affectant la consommation privée, l'investissement et le commerce extérieur (voir l'équation du revenu national). Les autorités ont réagi en dopant l'activité avec des stabilisateurs automatiques et la relance budgétaire — nouvelles dépenses discrétionnaires ou baisses d'impôts. Ces stabilisateurs agissent à mesure qu'évoluent les recettes et les dépenses fiscales; ils ne dépendent pas de mesures spécifiques, mais opèrent selon le cycle économique. Ainsi, la baisse de la production entraîne celle des recettes fiscales, car les bénéfices des sociétés et les revenus des contribuables diminuent. Les prestations de chômage et autres dépenses sociales sont censées augmenter en période de récession. Ces changements conjoncturels rendent la politique budgétaire automatiquement expansionniste en cas de récession et restrictive en cas d'expansion.

Les stabilisateurs automatiques sont liés à la taille du secteur public et ont souvent une plus grande envergure dans les économies avancées. En l'occurrence, les mesures de relance budgétaire (réductions d'impôts, subventions ou programmes de travaux publics) sont sans doute moins nécessaires, car les deux démarches contribuent à amortir l'impact d'une récession. Dans la crise actuelle, en effet, les pays dotés de stabilisateurs d'envergure ont moins tendance à prendre des mesures discrétionnaires. De plus, bien que ces mesures soient adaptables aux besoins de stabilisation, les stabilisateurs ne connaissent pas de retards de mise en œuvre (notamment dans la conception, l'approbation et l'exécution de nouveaux projets routiers) et leur impact disparaît automatiquement dès que la situation s'améliore. La conception et l'application des plans de relance peuvent être aussi difficiles que leur dénouement durant la reprise. Toutefois, dans bien des pays émergents et à faible revenu, les stabilisateurs sont assez faibles à cause des contraintes institutionnelles et de l'étroitesse de l'assiette fiscale. Même dans les pays ayant des stabilisateurs d'envergure, il peut être urgent de compenser la perte d'activité économique et de concentrer les mesures de relance sur les groupes les plus nécessiteux.

En définitive, la riposte dépend de l'espace budgétaire disponible pour de nouvelles dépenses ou réductions d'impôts — c'est-à-dire de la capacité d'obtenir des fonds supplémentaires à un coût raisonnable ou de réorienter les dépenses existantes vers de nouvelles priorités. Certains pays ne sont pas en mesure de déployer des programmes de relance, leurs créanciers potentiels estimant qu'un surcroît de dépenses et d'emprunts affecterait grandement l'inflation, les réserves de change ou le taux de change — ou détournerait du secteur privé local des ressources trop importantes (éviction), retardant ainsi la reprise. Face à la contraction du crédit, d'autres pays ont réduit les dépenses pour compenser la baisse des recettes (stabilisateurs opérants). Dans les pays où l'inflation et le déficit courant sont élevés, la relance budgétaire sera peut-être inefficace, voire indésirable.

### Peaufiner la riposte

L'ampleur, le calendrier, la structure et la durée de la relance sont importants. D'ordinaire, les autorités en définissent la portée d'après leur estimation de l'écart de production — différence entre la production escomptée et celle d'une économie fonctionnant à pleine capacité. Il convient aussi d'en mesurer l'efficacité — ou plus précisément, sa valeur en termes de production (le « multiplicateur »). Les multiplicateurs sont souvent plus importants s'il y a moins de déperdition (par exemple, si une petite partie seulement du montant de la relance est épargnée ou consacrée aux importations), si les conditions monétaires sont accommodantes (si le taux d'intérêt n'augmente pas du fait de l'expansion budgétaire), et si la position budgétaire du pays après la relance est jugée soutenable. Les multiplicateurs peuvent être modestes, voire négatifs, si l'expansion pose des problèmes de pérennité, auquel cas le secteur privé contrerait peut-être l'intervention de l'État en accroissant l'épargne ou en épargnant de l'argent à l'étranger au lieu de l'investir ou de le consommer. En outre, les multiplicateurs tendent à être plus élevés pour les dépenses que pour les baisses d'impôts ou les transferts, ainsi que pour les grands pays (il y a moins de déperdition dans les deux cas). S'agissant du calendrier, il faut souvent du temps pour mettre en

œuvre les mesures de dépenses, et une fois en place, elles peuvent s'avérer inutiles. Mais si l'on prévoit une récession prolongée (comme dans la crise actuelle), les préoccupations relatives aux retards peuvent être moins pressantes. Pour toutes ces raisons, les mesures de relance doivent être pertinentes, ciblées et temporaires — rapidement levées dès que la situation s'améliore.

De même, on peut accroître la sensibilité et l'ampleur des stabilisateurs, notamment avec un régime fiscal plus progressif — taux d'imposition des ménages riches supérieur à celui des ménages pauvres. On peut aussi établir un lien explicite entre les paiements de transfert et la situation économique (taux de chômage ou autres déclencheurs du marché du travail). Dans certains pays, les règles budgétaires visent à maîtriser les dépenses en période d'essor, lorsque les recettes — tirées notamment des ressources naturelles — sont en forte hausse. Ailleurs, les mécanismes formels d'examen ou d'extinction des programmes permettent de limiter la durée de nouvelles initiatives. Enfin, des dispositifs à moyen terme assurant la couverture et l'évaluation globales des recettes, des dépenses, des actifs et passifs et des risques contribuent à améliorer la prise de décision durant le cycle économique.

### Déficits énormes et dette publique en hausse

Les déficits budgétaires et les ratios d'endettement public sont en forte hausse en raison de la riposte budgétaire à la crise. Le soutien et les garanties accordés aux secteurs financier et industriel ont accentué les craintes. De nombreux pays peuvent se permettre de modestes déficits sur de longues périodes, les marchés financiers intérieurs et extérieurs et les partenaires internationaux et bilatéraux étant convaincus de leur capacité d'honorer leurs obligations actuelles et futures. Mais cette confiance ne peut durer si les déficits restent excessifs pendant trop longtemps. Conscient de ces risques dans la crise actuelle, le FMI préconise une stratégie budgétaire à quatre volets pour garantir la solvabilité : la relance ne doit pas avoir d'effet permanent sur le déficit; les cadres à moyen terme doivent imposer un ajustement budgétaire dès que la situation s'améliore; il faut prévoir et appliquer des réformes structurelles pour doper la croissance; les pays confrontés à des tensions démographiques à moyen et à long terme doivent s'engager à adopter des stratégies claires pour les soins de santé et la réforme des pensions. ■

*Mark Horton est chef de division et Asmaa El-Ganainy économiste au Département des finances publiques du FMI.*

*Autres lectures suggérées :*

Daniel, James, Jeffrey Davis, Manal Fouad, and Caroline Van Rijckeghem, 2006, "Fiscal Adjustment for Stability and Growth," IMF Pamphlet 55 (Washington: International Monetary Fund).

FMI, 2008, «La politique budgétaire comme outil de stabilisation conjoncturelle», chapitre 5 (Washington, octobre).

—, 2009, "The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis" (Washington); disponible à [www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf).

Heller, Peter S., 2005, "Understanding Fiscal Space," IMF Policy Discussion Paper 05/4 (Washington: International Monetary Fund).

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis," IMF Staff Position Note 08/01 (Washington: International Monetary Fund).

# L'impératif de relance

**Les décideurs africains doivent anticiper la reprise mondiale en dynamisant leur secteur privé**



*Donald Kaberuka est le Président de la Banque africaine de développement.*

**M**ALGRÉ son intégration limitée au marché international, l'Afrique n'a guère été protégée des effets directs de la crise financière mondiale. Mais elle doit parer à l'impact de la crise sur son économie réelle, impact qui s'est fait ressentir plus rapidement que prévu. Si l'ampleur et la profondeur de la contagion varient selon les régions — les pays exportateurs de produits miniers, les grandes économies ouvertes et les États fragiles étant les plus touchés à travers un ou plusieurs canaux de transmission —, l'ensemble du continent voit ses perspectives de croissance chuter, de 6 % en moyenne à moins de 3 %.

La hausse des déficits courants et budgétaires menace directement la stabilité macroéconomique acquise au prix de nombreuses années de réformes. La capacité des gouvernements africains à affronter la crise, voire à préserver les services de base et les programmes de développement, sera mise à rude épreuve. Au stade actuel, nul ne sait combien de temps la croissance en Afrique sera deux fois moins forte que par le passé, la crise mondiale étant encore à ses débuts. On peut néanmoins présumer qu'au moment où l'économie mondiale retrouvera une trajectoire de croissance, la reprise en Afrique sera probablement asymétrique.

Cependant, les décideurs africains peuvent d'ores et déjà s'approprier à tirer parti de la reprise mondiale en arrimant progressivement leurs économies nationales au moteur de croissance le plus fiable et le plus puissant à court terme : le secteur privé. La Banque africaine de développement (BAfD) est l'une des institutions financières internationales disposées à contribuer à la promotion du secteur privé en Afrique. Cette importante initiative peut et doit commencer sans délai pour que le continent puisse participer pleinement, de concert avec le reste du monde, à la relance mondiale après la récession.

## Cycles d'expansion et de récession

Au cours des 30 dernières années, l'Afrique a connu des épisodes de croissance et de déclin prolongé, phénomènes généralement associés à la flambée et à la chute des cours des produits de base, les facteurs endogènes accentuant la tendance. Avec la crise mondiale actuelle, de nombreux pays africains — et pas seulement les

gros exportateurs de produits de base — sont confrontés, sans doute pour la première fois depuis des années, à une récession dont la cause essentiellement exogène échappe à leur contrôle. Mais quelle qu'en soit l'origine, l'impact d'un ralentissement de la croissance en Afrique est considérable. La BAfD prévoit que cette année, pour la première fois depuis 1994, la croissance du revenu par habitant sera négative pour l'ensemble du continent — aussi bien dans les économies minières que dans les pays tributaires des exportations agricoles.

Les réformes économiques mises en œuvre pendant des décennies ont rendu possibles les progrès réalisés de haute lutte en Afrique ces dernières années : dette soutenable, baisse de l'inflation, libéralisation des échanges, diversification des exportations et autres changements structurels. S'il est vrai qu'avant la crise actuelle, l'Afrique n'était pas près d'atteindre les Objectifs du Millénaire pour le développement (OMD) en matière de réduction de la pauvreté, il n'en demeure pas moins que les avancées enregistrées notamment dans l'enseignement primaire pour tous ont montré qu'un progrès véritable est possible.

Le ralentissement dû à la crise mondiale devrait générer le surcroît d'impulsion nécessaire pour relancer la croissance en Afrique. Le plus dur a été fait : les réformes macroéconomiques sont en place et avaient commencé à porter leurs fruits lorsque la crise a frappé. Il faudrait maintenant continuer à améliorer l'environnement opérationnel des politiques et institutions issues de la réforme. Dans cette optique, la promotion du secteur privé devient prioritaire.

La BAfD a récemment revalorisé le secteur privé dans l'économie panafricaine. Son premier Plan stratégique pour la période 2003–07 accordait au secteur privé un rôle secondaire à l'appui d'un développement économique durable et relativement peu d'importance aux opérations de ce secteur. Cette approche a été révisée à la lumière de l'expérience des différents pays : les États membres à revenu intermédiaire veulent être compétitifs sur le marché mondial sans la protection des préférences commerciales, et ceux à faible revenu veulent améliorer leur climat d'investissement pour accéder au statut de pays à revenu intermédiaire. La BAfD estime

qu'un moyen important d'atteindre les deux objectifs est de promouvoir le secteur privé.

La Stratégie à moyen terme de la BAfD pour 2008–12 table sur le fait que la communauté internationale s'intéresse de plus près à l'Afrique : les bailleurs de fonds actuels se sont engagés à accroître leur aide; de nouveaux donateurs apparaissent; les investisseurs privés, même s'ils s'intéressent encore principalement aux ressources naturelles, évaluent les potentialités du continent. En conséquence, la BAfD privilégie désormais le développement d'un secteur privé solide et reconnaît son rôle crucial dans des domaines aussi importants que l'infrastructure et l'enseignement supérieur.

### Zone intermédiaire

En particulier, la Banque peut jouer un rôle constructif de catalyseur dans la promotion et la facilitation de partenariats publics–privés dans ce qu'elle considère comme une zone intermédiaire entre les secteurs public et privé traditionnels. Ses investissements dans le secteur privé ont triplé en 2007, et une bonne liste de projets innovants conçus au titre de ces partenariats présente d'énormes possibilités de croissance, de synergies et d'effets d'entraînement. Les transactions de la Banque en faveur du secteur privé seront intensifiées dans le cadre de stratégies nationales adoptées d'un commun accord afin de promouvoir une croissance tirée par le secteur privé.

L'histoire nous apprend qu'en période de crise économique, dans des pays comme ceux d'Afrique, des indicateurs sociaux tels que la mortalité maternelle et infantile, le taux de scolarisation et de réussite scolaire, ainsi que les possibilités d'emploi pour les femmes, se dégradent rapidement, surtout dans les États fragiles où la faiblesse des institutions et l'étroitesse de l'espace budgétaire rendent souvent impossible la mise en place de dispositifs de protection. À court terme, la gestion de la crise requiert des ajustements budgétaires pour tenir compte des ressources attendues, aux dépens du développement humain. Une activité accrue du secteur privé peut améliorer les indicateurs sociaux, notamment dans l'enseignement supérieur, qui a des effets multiplicateurs dans d'autres domaines. Ainsi, la BAfD cherche à établir des partenariats avec le secteur privé pour concevoir et réaliser des projets nationaux et régionaux de formation supérieure. Elle appuiera aussi l'enseignement technique et professionnel, ainsi que la formation axée sur le renforcement des compétences et la lutte contre le chômage élevé et chronique.

Plusieurs facteurs détermineront la rapidité avec laquelle l'Afrique remédiera aux effets de la crise mondiale : l'ampleur de la déstabilisation macroéconomique, le climat d'investissement et les progrès en matière d'infrastructures. Il sera notamment crucial de maintenir le rythme du développement des infrastructures pour accélérer la reprise en dépit de la baisse des investissements privés et des recettes publiques. La modernisation de l'agriculture, des services et de l'industrie dépend des infrastructures. À moins de combler l'écart de financement des infrastructures, l'Afrique restera à la traîne en matière de compétitivité lors de la reprise de l'activité économique. Là encore, le secteur privé doit jouer un rôle crucial. Depuis deux décennies, les pays industrialisés et en développement affichent une forte tendance à la fourniture et au financement des infrastructures par le secteur privé, mais ce phénomène est encore marginal en Afrique. La BAfD renforcera

les partenariats afin d'améliorer la fourniture de l'eau potable, l'assainissement, les transports, les télécommunications et l'infrastructure énergétique dans ses pays membres.

Le développement d'un secteur privé vibrant et dynamique requiert un environnement commercial fonctionnel et favorable dans tout pays soucieux de déployer un tel moteur de croissance. Il est donc essentiel pour tous les pays du continent d'améliorer encore plus rapidement le climat d'investissement en réduisant les coûts de transaction. Ces coûts facilement calculables sont désormais un repère largement publié qui permet de classer de manière très transparente tous les pays aspirant au statut de pays à revenu intermédiaire. En les réduisant au minimum, ces pays peuvent beaucoup mieux se positionner et, en définitive, participer pleinement à la reprise de la demande et de l'investissement à l'échelle mondiale.

### Besoin de financement

Outre la réforme de la réglementation et de la gouvernance, il importe de souligner que, pour retrouver les taux de croissance d'avant la crise, l'Afrique aura besoin de 50 milliards de dollars pour financer l'écart investissement–épargne. Le besoin de financement grimpe à 117 milliards de dollars si elle veut réaliser la croissance de 7 % jugée nécessaire pour atteindre les OMD. Bien que certains pays à revenu intermédiaire puissent effectivement mobiliser des investissements intérieurs et extérieurs, les pays à faible revenu et les États fragiles auront besoin d'aide.

L'engagement pris par le G-20, à son sommet d'avril, d'accroître son appui aux pays à faible revenu — d'Afrique notamment — pour remédier à la crise mondiale est une condition nécessaire mais insuffisante de la reprise. Il doit s'accompagner d'une détermination à préserver les acquis des réformes qui ont tant contribué à la résistance des économies africaines.

La BAfD n'a pas tardé à riposter au ralentissement mondial. Grâce à sa capacité de mobilisation, elle a favorisé le débat, partagé son expérience et fait entendre la voix de l'Afrique auprès des responsables économiques du continent. Pleinement consciente de l'importance capitale d'une collaboration étroite entre les institutions financières internationales en ce moment, la Banque a intensifié sa coopération avec les autres partenaires au développement pour élaborer des stratégies ciblées de sortie de crise permettant de conjuguer nos ressources, notre expertise et nos avantages comparatifs afin d'améliorer les perspectives économiques du continent.

Pour l'heure, notre défi primordial est de trouver le juste équilibre entre l'application de solutions à court terme et la concentration sur les enjeux à long terme. En effet, les stratégies à long terme — développement des infrastructures, promotion de l'intégration économique et mise en valeur d'une main-d'œuvre qualifiée — sont essentielles à la croissance de l'Afrique et, par conséquent, constituent aussi les piliers de la Stratégie à moyen terme de la BAfD.

À l'évidence, l'impact de la crise mondiale sur l'Afrique est un inconvénient majeur. Mais nous gardons la ferme conviction que ses perspectives économiques à long terme sont très bonnes, à condition de combattre ensemble les effets de la crise tout en concentrant nos efforts sur les besoins à long terme d'un continent qui mise sur le commerce et l'investissement pour assurer son épanouissement. ■



# Évolution en dents de scie

**Ce n'est pas la première fois, ni la dernière, que les prix des produits de base s'envolent, puis s'effondrent.**

APRÈS une poussée spectaculaire du début de 2002 jusqu'au milieu de l'année dernière, les prix des produits de base sont tombés en chute libre au second semestre de 2008.

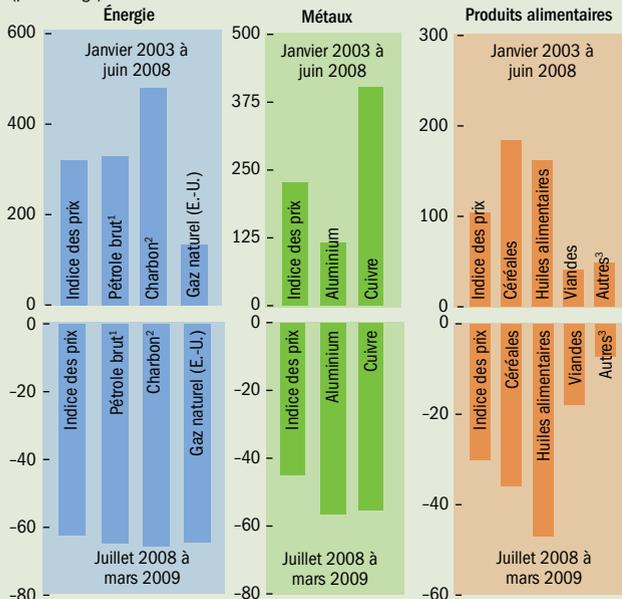
Même si l'on considère souvent que les marchés des produits de base sont intégrés, chaque produit a ses caractéristiques propres en matière d'offre et de demande. Une question essentielle se pose alors : les variations de l'indice des prix de ces produits sont-elles dues aux fluctuations des prix de quelques-uns seulement ?

La flambée des prix la plus récente était due avant tout au boom des prix de l'énergie et des métaux, qui ont triplé entre le milieu de 2002 et de 2008. La hausse, pendant la période de forte expansion globale, d'environ 200 % des prix des métaux, dont la demande suit l'évolution conjoncturelle de l'industrie dans le monde, n'avait pourtant rien d'inhabituel.

D'autres produits ont eux aussi enregistré de fortes hausses. En particulier, les prix des principales céréales et des huiles alimentaires ont presque triplé sous l'effet de plusieurs facteurs, notamment la reprise de la croissance de la demande stimulée par l'évolution des régimes alimentaires et le recours croissant aux biocarburants, la diminution des stocks, les mauvaises conditions climatiques et l'augmentation des coûts de l'énergie (voir «Vague porteuse». *F&D*, mars 2008).

## Variations des prix des produits de base pendant le cycle expansion/contraction de 2003-09.

(pourcentage)



Source : base de données du FMI sur les prix des produits de base.

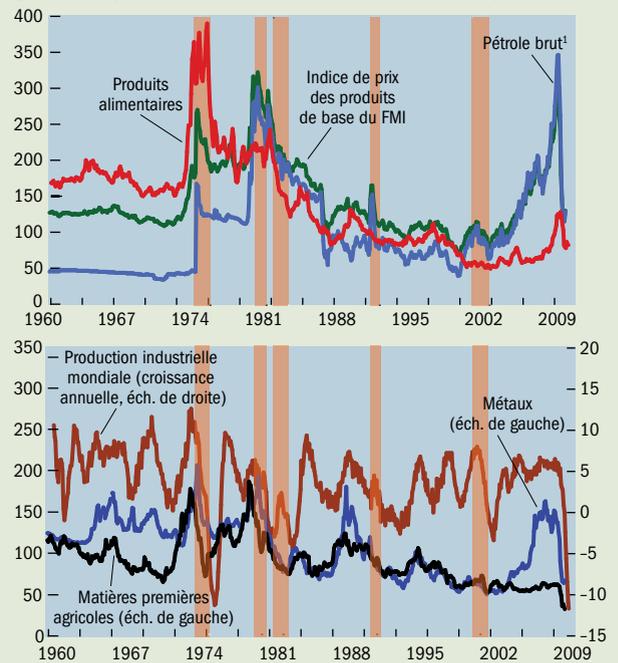
<sup>1</sup>Indice des prix pétroliers APSP; moyenne des prix au comptant du Brent, du West Texas Intermediate et du brut de Dubaï.

<sup>2</sup>Inclut les prix du charbon d'Afrique du Sud et d'Australie.

<sup>3</sup>Variation moyenne des prix du poisson, de la crevette, du sucre, de la banane et de l'orange.

## Historiquement, les prix des produits de base fluctuent amplement.

(prix réels des produits de base, en dollars EU constants, 1990 = 100)



Sources : base de données du FMI sur les prix des produits de base et calculs des services du FMI. Note : Les zones ombrées correspondent aux périodes de récession mondiale (selon l'indice mensuel de la production industrielle mondiale).

<sup>1</sup>Indice des prix pétroliers APSP; moyenne des prix au comptant du Brent, du West Texas Intermediate et du brut de Dubaï.

Au second semestre de 2008, le cours de la plupart des produits a plongé à une vitesse sans précédent. Les prix de l'énergie ont chuté d'environ 70 % et ceux des métaux de plus de 50 %. Même les prix des produits alimentaires, moins liés à la conjoncture mondiale, ont dévissé d'environ 30 %. Ils sont remontés en 2009, mais restent bien inférieurs aux pics atteints en 2008.

## La base de données du FMI sur les prix des produits de base

Depuis longtemps, le FMI prépare des indices de prix pour les produits de base avec des pondérations fondées sur le commerce mondial de 2002-04. Ces indices couvrent 51 produits de base — certains prix remontant à 1980 — qui sont couramment échangés et dont les prix de transactions sont publiés. Cette base de données inclut aussi les indices de prix pour les principaux sous-groupes ainsi que les données de prix brutes sous-jacentes. Elle est accessible à l'adresse [www.imf.org/external/np/res/commmod/index.asp](http://www.imf.org/external/np/res/commmod/index.asp).

Rédigé par Thomas Helbling, Nese Erbil et Marina Rousset, du Département des études du FMI.



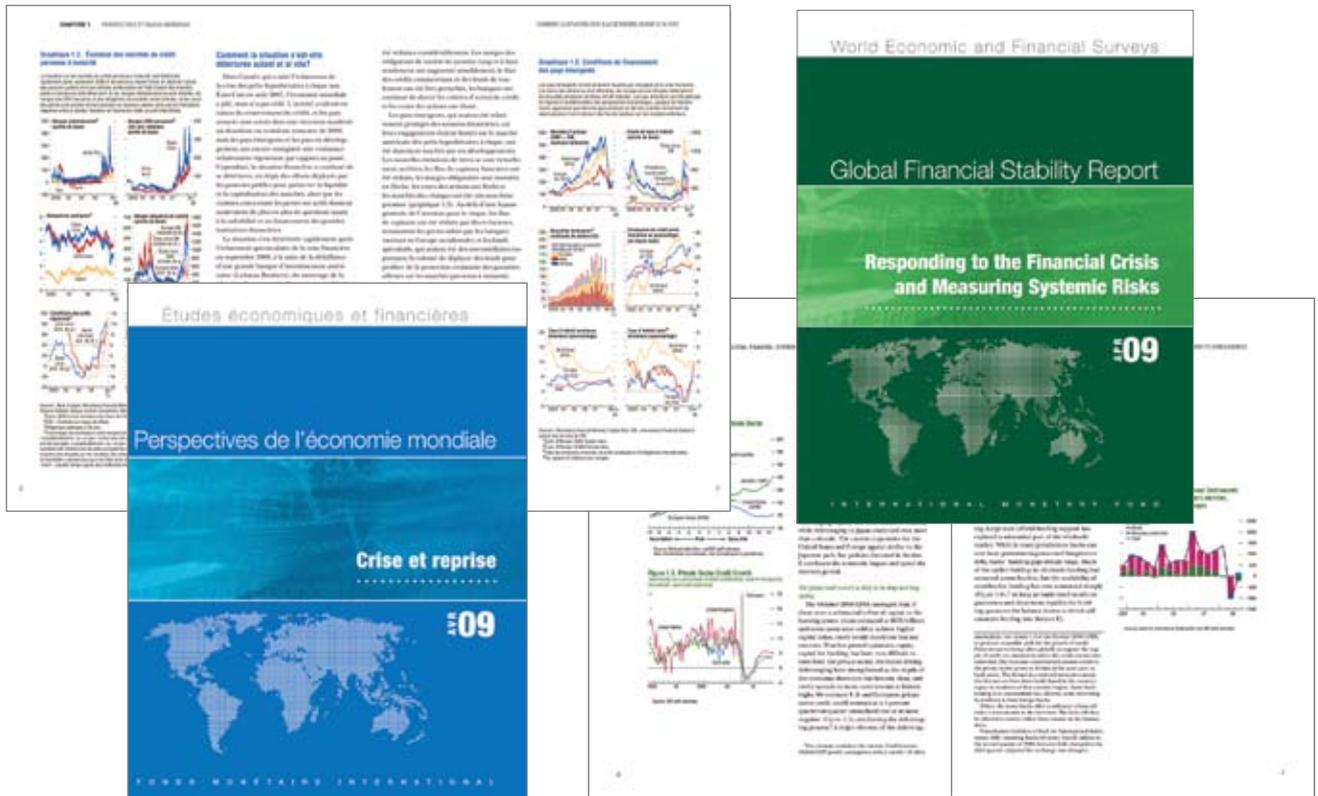
# Écoutez le FMI sur iTunes

*Qui? Quoi?  
Comment?  
Pourquoi?*

**La réponse à vos  
questions sur la crise**

Diffusion d'entretiens, de débats  
et d'enquêtes sur la crise, les pays et les  
ripostes. Publication régulière sur iTunes :  
tapez simplement **International Monetary  
Fund** dans la fenêtre de recherche.

# En route vers la reprise?



## À découvrir.

Le monde est complexe.

Une bonne carte présente les détails dans une perspective globale.

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

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