



FD

&

FINANCES et DÉVELOPPEMENT

www.imf.org/fandd

Mars 2010

**Le changement climatique
vu par Nicholas Stern**

**Ciblage de l'inflation :
20 ans déjà**

**Immobilier : la baisse
n'est pas finie**

**Les bonus vus par
Simon Johnson**

**Les dangers
des chaînes
de Ponzi**

La médaille et son revers

Quand sport et économie font équipe

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

Édition française ISSN 0430-473x

RÉDACTEUR EN CHEF

Jeremy Clift

ÉDITRICE EN CHEF

Marina Primorac

RÉDACTEURS PRINCIPAUX

Camilla Andersen
Hyun-Sung Khang
James Rowe
Simon Willson

RÉDACTEURS

Maureen Burke
Jacqueline Deslauriers
Natalie Ramirez-Djumena

DIRECTRICE ARTISTIQUE

Luisa Menjivar

GRAPHISTE

Lai Oy Louie

ASSISTANTES DE RÉDACTION

Lijun Li
Niccole Braynen-Kimani

CONSEILLERS DE LA RÉDACTION

Bas Bakker
Helge Berger
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
Rodney Ramcharan

ÉDITION FRANÇAISE

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

© 2010 Fonds monétaire international.
Tous droits réservés. Pour reproduire le contenu de ce numéro de *F&D*, quelle qu'en soit la forme, veuillez remplir en ligne le formulaire accessible à www.imf.org/external/terms.htm ou envoyer votre demande à copyright@imf.org. L'autorisation de reproduction à des fins commerciales s'obtient en ligne auprès du **Copyright Clearance Center** (www.copyright.com) contre paiement d'une somme modique.

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

Abonnement, changement d'adresse et publicités :

Finance & Development
IMF Publication Services
International Monetary Fund
700 Nineteenth Street, N.W.
Washington, DC 20431 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-7430
Télécopie : (202) 623-7201
Courriel : publications@imf.org



FINANCES & DÉVELOPPEMENT PUBLICATION TRIMESTRIELLE
DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL
Mars 2010 • Volume 47 • Numéro 1

DOSSIER

QUAND SPORT ET ÉCONOMIE FONT ÉQUIPE

6 La médaille et son revers

Les événements sportifs comme la Coupe du monde de football stimulent le commerce mondial et valorisent le pays hôte

Jeremy Clift

8 Cela vaut-il le coût?

De nombreux pays aspirent à organiser les Jeux olympiques et autres grands événements sportifs.

Mais pourquoi?

Andrew Zimbalist

12 L'effet olympique sur le commerce

Les pays qui offrent d'accueillir les Jeux olympiques indiquent par là qu'ils sont prêts à libéraliser le commerce

Andrew K. Rose et Mark M. Spiegel

14 Un bon départ

Si la vie est comme le cricket, le succès d'une carrière dépend beaucoup du hasard

Shekhar Aiyar et Rodney Ramcharan



8

APRÈS LA CRISE

20 Éviter le protectionnisme

Jusqu'à présent, le monde a résisté à la tentation du protectionnisme, mais peut-être que le plus dur reste à faire

Christian Henn et Brad McDonald

29 Différences d'impact

Pourquoi certains pays ont-ils souffert plus que d'autres de la crise mondiale?

Pelin Berkmen, Gaston Gelos, Robert Rennhack et James P. Walsh

32 Quand la coupe déborde

Les crises des marchés financiers américains et britanniques se sont répercutées sur le reste du monde, ce qui explique la synchronisation de la récession

Trung Bui et Tamim Bayoumi

35 Deux régions aux profils contrastés

D'un continent à l'autre, la crise mondiale n'a pas influé de la même manière sur les prêts des banques étrangères aux marchés émergents

Jorge Ivan Canales-Kriljenko, Brahim Coulibaly et Herman Kamil

42 Les grands méchants bonus

Les banquiers doivent-ils toucher leurs bonus?

Steven N. Kaplan

Les bonus et le «cycle apocalyptique»

Simon Johnson

50 Les leçons du passé

Les pays du Conseil de coopération du Golfe ont affronté la crise financière mondiale en position de force

May Khamis et Abdelhak Senhadji



16



Abonnez-vous en ligne à www.imfbookstore.org/f&d

Décès d'une personnalité emblématique du FMI

NOUS avons la douleur de faire part à nos lecteurs du décès, survenu en février, de Jacques Polak, dont nous avons dressé le portrait dans le numéro de juin 2008 de *Finances & Développement*. M. Polak, qui était présent à la fondation du FMI en 1944, était une personnalité emblématique de l'institution.

Haut fonctionnaire du FMI pendant trois décennies, il a joué un rôle clé dans l'élaboration du système monétaire international, de sa création après la Seconde Guerre mondiale à sa reconfiguration au début des années 70 après l'effondrement du système de changes fixes. Il a aussi contribué de façon déterminante à la création du droit de tirage spécial (DTS), l'avoire de réserve international utilisé l'an dernier encore pour accroître la liquidité internationale pendant la crise financière mondiale.

Mais c'est le modèle qui porte son nom que M. Polak, comme ses collègues, considérait comme sa contribution majeure à la science économique et à l'institution qu'il a servie si longtemps.

Depuis 1957, le modèle Polak explique la balance des paiements d'un pays en termes monétaires, ce qui permet de comprendre les causes de ses déséquilibres extérieurs. De plus, en cernant la source des problèmes de balance des paiements au niveau de la création du crédit intérieur, le modèle

a aussi donné au FMI la capacité de prescrire des mesures pour y remédier.

M. Polak, qui était âgé de 95 ans, a aussi été Président de la Fondation Per Jacobsson du FMI de 1987 à 1997, après quoi il a continué de jouer un rôle de conseiller, venant plusieurs fois par semaine au FMI jusqu'à la fin de l'année 2007. Son absence pèsera à chacun d'entre nous.

* * * * *

Dans ce numéro de *F&D*, nous tentons de comprendre pourquoi les pays se démènent tant pour obtenir le droit d'organiser les événements sportifs les plus coûteux de la planète et nous examinons les retombées persistantes de la crise économique mondiale. Nous nous penchons aussi sur plusieurs sujets d'actualité : prix de l'immobilier, protectionnisme, bonus des banquiers, systèmes de Ponzi et dollarisation. La rubrique « Pleins feux » est consacrée à l'aggravation du problème de la faim dans le monde et, dans « Paroles d'économistes », nous rencontrons Daron Acemoglu, intellectuel d'origine turque qui a reçu en 2005 le prix de l'American Economic Association, décerné à l'économiste américain de moins de 40 ans le plus influent.

Jeremy Clift
Rédacteur en chef

AUSSI DANS CE NUMÉRO

- 16 Immobilier : les prix vont-ils encore baisser?**
Dans une perspective historique, l'important n'est pas la tendance des prix de l'immobilier, mais leur volatilité
Prakash Loungani
- 24 Point de vue — Le défi du siècle**
Le changement climatique renvoie aux dysfonctionnements des marchés mondiaux; il doit être traité en même temps que le surendettement et les autres déséquilibres économiques planétaires
Alex Bowen, Mattia Romani et Nicholas Stern
- 26 Transactions opaques**
Les innovations financières n'améliorent pas toutes l'efficacité. En voici trois aux effets contestables
Randall Dodd
- 37 Les dangers des systèmes de Ponzi**
Les autorités doivent les arrêter avant qu'ils prennent de l'ampleur, surtout dans les pays en développement
Hunter Monroe, Ana Carvajal et Catherine Pattillo
- 46 Ciblage de l'inflation : 20 ans déjà**
De plus en plus de pays font d'un certain taux d'inflation le principal objectif de leur politique monétaire, et les résultats sont probants
Scott Roger

RUBRIQUES

- 2 Paroles d'économistes**
Un trublion éclectique
Simon Willson dresse le portrait de Daron Acemoglu

- 40 Pleins feux**
Le fléau de la faim
Plus d'un milliard d'êtres humains sont sous-alimentés
David Dawe et Denis Drechsler
- 44 L'ABC de l'économie**
Qu'est-ce que l'inflation?
Ceyda Oner
- 53 Notes de lecture**
The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle, Harold James
This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff
The Aid Trap: Hard Truths about Ending Poverty, R. Glenn Hubbard et William Duggan
Soccernomics, Simon Kuper et Stefan Szymanski
- 57 Gros plan**
Recul de la dollarisation en Amérique latine
Les pays d'Amérique latine accordent plus de valeur à leurs propres monnaies
José M. Cartas

Illustrations : p. 26-27, Tom Wood; p. 37, Stanley Marcucci, Images.com/Corbis; p. 46, Steve Kropp, Images.com/Corbis.

Photographies : couverture, Zheng Bin/Xinhua Press/Corbis; p. 2, Eugene Salazar/FMI; p. 6-7, Matthew Ashton/AMA/Corbis; p. 8-9, Getty Images; p. 12, Wally McNamee/Corbis; p. 14, Nic Bothma/EPA/ZUMAPRESS.com; p. 16-17, Harf Zimmerman; p. 20, Macduff Everton/Corbis; p. 29, Patrice Latron/Corbis; p. 32, Ian Waldie/Getty Images; p. 40, UN Photo/Marco Dormino; p. 41, UN Photo/Sophia Paris; p. 50, George Hammerstein/Corbis; p. 53-56, Michael Spilotro/FMI.

Un **trublion** **éclectique**

Simon Willson dresse le portrait de
Daron Acemoglu

C'EST après une nuit passée en prison que Daron Acemoglu a mesuré toute l'importance de la réglementation des marchés. Alors adolescent, il effectuait, avec plusieurs autres conducteurs sans permis, de dangereuses cascades sur une autoroute désertée d'Istanbul, lieu de rendez-vous bien connu pour ce genre d'activité. Ce jour-là, la police municipale décida d'intervenir à l'improviste et l'embarqua avec quelques autres. Ils furent placés en cellule en attendant un sérieux savon le lendemain matin.

«Sans réglementation et sans lois prévisibles, les marchés ne peuvent pas fonctionner», admet aujourd'hui d'un air contrit Acemoglu qui, plus mûr et plus sage, détient la chaire Charles P. Kindleberger d'économie appliquée au Massachusetts Institute of Technology (MIT). Quelques heures à croupir dans une cellule en ciment et la punition administrative qui a suivi l'ont convaincu à jamais de l'importance d'avoir des règles qui soient appliquées uniformément, même sur les marchés réputés libres.

«Partout dans le monde, chaque marché est réglementé; c'est simplement une question de degré», affirme Acemoglu tout en contemplant par la fenêtre de son bureau le spectacle morne et grisâtre de la rivière Charles prise par la glace. «Il y a réglementation quand vous avez un juge qui fait respecter la loi. Cette réalité est beaucoup plus palpable dans les pays en développement, où, si les marchés ne fonctionnent pas, c'est précisément parce que la réglementation et les institutions nécessaires font défaut. Les gouvernements font souvent obstacle au bon fonctionnement des marchés, mais si l'on veut vraiment que les marchés fonctionnent, il faut que les gouvernements les soutiennent, par le maintien de l'ordre public, une réglementation et des services publics.»

Une vocation précoce

Après avoir fait lui-même l'expérience des rigueurs de la loi dans sa jeunesse, Acemoglu s'est lancé dans une carrière qui l'a amené dernièrement à s'interroger sur ce qui fait que certains États réussissent à assurer la prospérité et le bien-être de leurs ressortissants et que certains autres



semblent condamnés à ne pas y arriver. L'économiste istanbuliote s'est intéressé à cette question au terme d'un parcours tortueux, qui l'a mené d'abord aux sciences politiques, puis à l'économie et enfin à l'abandon pur et simple de la politique.

À l'université de York, dans le nord de l'Angleterre, au milieu des années 80, Acemoglu s'est d'abord concentré sur la macroéconomie, mais il s'est peu à peu convaincu que les tendances macroéconomiques trouvaient leur origine dans la microéconomie. «Pour bien comprendre ce qui se passe au plan macroéconomique — la croissance, l'économie politique, les questions de long terme —, il faut comprendre les principes fondamentaux de la microéconomie, tels que les incitations, l'allocation des ressources, l'évolution des techniques et l'accumulation de capital.»

Cette prise de conscience et cette affirmation du chevauchement des deux grandes branches traditionnelles de l'économie ont fait d'Acemoglu un hybride atypique qui bousculait une ligne de démarcation jusque-là clairement établie. «Pour une large part, ce que je fais relève de la théorie de l'économie politique, qui consiste essentiellement en l'application de la théorie des jeux; on pourrait donc dire que c'est de la microéconomie, mais avec un intérêt particulier pour les questions plus vastes qui font la fierté des macroéconomistes.»

Après York, Acemoglu a obtenu son doctorat à la London School of Economics (LSE), où il connut une véritable «transformation» lorsqu'il rencontra celui qui allait devenir son collaborateur de longue date, James Robinson, aujourd'hui professeur d'administration publique à l'université Harvard. Ils ne tardèrent pas à se mettre ensemble au travail. «Tous les deux, nous pensions que, pour amorcer le développement économique, il fallait avant tout la démocratie», se rappelle Acemoglu. «Mais il n'existait aucun modèle qui permettait de comprendre comment naissait la démocratie, et la science politique n'était d'aucun secours à cet égard. Nous en avons donc fait notre thème de recherche en 1995 et nous n'avons pas arrêté d'y travailler depuis.»

Robinson se rappelle un individu ébouriffé, assis au premier rang, qui gesticulait en mettant en question sa méthodologie lors d'un séminaire à LSE. «C'était au début de 1992. Je présentais mes recherches pendant un séminaire et j'avais devant moi, au premier rang, un doctorant agaçant qui ne cessait de m'interrompre et de critiquer mon exposé. Le soir même, je suis sorti dîner avec plusieurs participants et je me suis retrouvé précisément à côté de ce même individu irritant, mais nous avons engagé la conversation et j'ai trouvé qu'il avait des idées originales qu'il présentait très bien. C'était Daron.»

Il semblerait qu'à cette époque Acemoglu ait systématiquement fait passer des «auditions» de cette nature à d'éventuels partenaires de recherche, car un autre futur collaborateur, Steve Pischke, professeur d'économie à LSE, se rappelle avoir fait la même expérience. «Je dirigeais un séminaire à LSE en 1991 et il y avait au premier rang cet exaspérant étudiant de troisième cycle qui critiquait mes méthodes et exigeait davantage d'informations, raconte-t-il. Et après, pendant le repas, Daron s'est montré encore plus disert.»

Travaux en commun

Au début de 1993, Acemoglu et Robinson, qui enseignait alors en Australie, échangeaient des idées

sur des thèmes de recherche par un tout nouveau système de communication. «C'était la première fois que j'utilisais le courrier électronique, se souvient Robinson. Nous avons commencé à échanger nos études par courriel et, tout à coup, nous nous sommes rendu compte que nous avions écrit, indépendamment et séparément, deux études presque identiques sur le même sujet.» En bons économistes qui ont horreur des doublons et de l'inefficacité, les deux chercheurs ont décidé de joindre leurs efforts.

À l'époque où sa collaboration avec Robinson passait à la vitesse supérieure, Acemoglu commençait son «premier vrai job» en tant que maître de conférences en économie à MIT. C'était en 1993. Sa transgression assez brouillonne des frontières bien établies de la profession n'a pas tardé à faire jaser dans les couloirs de l'institution. Inspiré par les travaux originaux de Robinson, Acemoglu avait poursuivi à Cambridge le travail qu'il avait entamé à Londres sur la théorie de l'économie politique, en conjuguant micro- et macroéconomie.

«Lorsque le moment de ma promotion est arrivé, mes supérieurs à MIT m'ont dit que mes travaux étaient valables et intéressants et qu'ils étaient plutôt bien reçus, mais en ajoutant aussitôt : «Vous devriez vraiment arrêter vos travaux sur l'économie politique». J'ai donc occulté cette partie de mes activités pendant deux ans, le temps d'être titularisé.» Au moment de sa titularisation, en 1998, les travaux d'Acemoglu sur l'économie politique étaient reconnus par presque tout le monde.

Bien installé à MIT, Acemoglu a reçu en 2005 la médaille John Bates Clark de l'Association américaine d'économie, décernée à l'économiste américain de moins de 40 ans le plus influent. Avec Robinson, qui enseignait alors à Berkeley et est maintenant à Harvard, il rédigea *Economic Origins of Dictatorship and Democracy*, publié en 2006. «Je m'intéressais réellement au sous-développement; je me suis donc mis à lire des auteurs qui avaient

Une autosatisfaction coupable

Avec plusieurs collègues universitaires, Acemoglu s'est livré à une introspection pour comprendre les erreurs intellectuelles commises par les économistes dans la façon dont ils ont annoncé puis traité la crise financière et économique mondiale de 2008. Selon lui, trois «credo» en particulier les ont empêchés de s'alarmer.

Premièrement, ils étaient convaincus que les cycles économiques avaient été maîtrisés grâce à la fois à des politiques économiques avisées et à des innovations technologiques qui avaient changé la donne. En fait, ces deux forces avaient accru les interconnexions économiques au point d'engendrer le risque d'un effet de dominos entre les établissements financiers, les entreprises et les ménages.

Deuxièmement, les fondements institutionnels des marchés avaient été oubliés et «marché libre» était devenu synonyme de «marché non réglementé». Rares sont ceux qui aujourd'hui défendent l'idée qu'il suffit de surveiller les marchés pour empêcher tout comportement opportuniste par des individus après au gain qui, en dehors de toute réglementation, prennent des risques qui les enrichissent au détriment d'autres individus.

Troisièmement, malgré les signes avant-coureurs qu'ont été les scandales comptables d'Enron et de WorldCom au début des années 2000, on a trop fait confiance à la réputation des grandes organisations établies de longue date. Plus personne ne croit à la capacité de ces organisations de s'autodiscipliner et celles qui enfreindront les règles à l'avenir devront être punies de façon sévère et crédible.

tous travaillé sur la théorie de la dépendance, sur la division du monde entre pauvres et riches en raison de l'exploitation des premiers par ces derniers. Les raisons pour lesquelles la Turquie avait été pauvre et antidémocratique me fascinaient.»

Avec *Dictatorship and Democracy*, Acemoglu et Robinson se sont engagés sur un chemin qu'ils continuent d'explorer aujourd'hui. Ils veulent savoir pourquoi certains pays sont des démocraties, où il y a régulièrement des élections et où les politiciens sont responsables devant les citoyens, et pourquoi d'autres pays ne le sont pas. Ils cherchent à déterminer ce qui fait qu'un pays devient démocratique et pourquoi la démocratie s'installe durablement en se consolidant dans certains pays alors qu'elle ne tient pas dans d'autres. Mais, retraçant la propre carrière d'Acemoglu, le livre explique la démocratie sous l'angle économique plutôt que politique, en soulignant que les incitations économiques individuelles déterminent les attitudes politiques.

Les auteurs mettent aussi en avant l'importance fondamentale des conflits dans la sphère politique, qui répond au rôle de la concurrence dans la sphère économique. Dans une société donnée, les différents groupes ou classes se servent du jeu politique pour défendre leurs intérêts contradictoires (lesquels se résument le plus souvent à la recherche de rentes). Cela se traduit par des conflits durables sur la forme des institutions politiques qui leur permettront d'atteindre leur but.

Comme au cinéma

En explorant les causes de la crise financière mondiale de 2008 et les remèdes à y apporter, Acemoglu s'est aperçu qu'il reprenait en les adaptant des répliques d'un film célèbre. Dans *Wall Street*, réalisé en 1987 par Oliver Stone, le principal méchant, Gordon Gekko, joué par Michael Douglas, lance la fameuse formule : «La cupidité — je ne vois pas d'autre mot — est bonne. Elle est juste. Elle marche. Elle clarifie, va au cœur du principe de l'évolution et en saisit l'essence même».

Dans une analyse antérieure de la crise mondiale (Acemoglu, 2009), Acemoglu affirme : «L'un des apports profonds et importants de la science économique est de révéler que, en soi, la cupidité n'est ni bonne ni mauvaise. Lorsqu'elle est canalisée au service d'un comportement novateur, compétitif et axé sur la maximisation du profit, dans le cadre de lois et de réglementations bien conçues, la cupidité peut servir de moteur à l'innovation et à la croissance économique. Mais lorsqu'elle n'est pas soumise au contrôle des institutions et des réglementations appropriées, elle dégénère en recherche de rentes, corruption et criminalité.»

Acemoglu a vu le film et s'est effectivement rappelé le monologue de Gekko lorsqu'il a rédigé ce passage sur la cupidité. «Tout le monde réagit à une incitation. Pour la grande majorité des gens, il n'y a pas de frontière entre ambition et cupidité, et c'est là que les institutions ont un rôle à jouer. Elles peuvent mettre un terme aux excès en réglementant par exemple les monopoles de manière à ce qu'ils n'écrasent pas la concurrence. La cupidité n'est mauvaise que si elle est utilisée pour faire quelque chose de mauvais. Les institutions peuvent canaliser la cupidité au service de l'excellence.»

Mais Acemoglu rappelle que les institutions américaines qui canalisait la cupidité des banquiers et financiers au service du bien commun dans les années 1980 et 1990 ont été mises hors service. «Nous, économistes qui donnons des conseils, avec les responsables politiques qui adoptent les lois, avons démantelé le système qui reposait sur ces institutions sans le remplacer par quoi que ce soit pour contrôler le comportement du secteur financier. C'est comme ça que la cupidité est devenue mauvaise.»

En tant que coauteur, Robinson a pu mesurer l'étendue croissante des centres d'intérêt d'Acemoglu. «On peut définir la plupart des économistes par leur spécialité ou leur domaine de recherche, mais pas Daron. Il n'entre dans aucune catégorie; il fait tout et il a un modèle pour à peu près tout. Je ne sais pas où il trouve l'énergie. Il est inépuisable.» Cette passion et cette énergie pourraient-elles faire obstacle à une approche plus contemplative? Robinson reconnaît que «chez Daron, le souci du détail peut tourner à l'obsession».

Après qu'ils eurent soumis à un journal une étude qu'ils avaient écrite tous les deux au tout début de leur collaboration, la réponse est arrivée par courrier alors qu'ils s'activaient dans le bureau de Robinson à Los Angeles : refus. «J'étais vraiment abattu et déprimé en lisant le rapport superficiel des évaluateurs et je regardais par la fenêtre en me demandant ce que nous allions faire, raconte Robinson. Je me suis retourné vers Daron : il était déjà en train de griffonner des formules sur un bout de papier. Il a juste dit : «Je vais revoir le modèle et on proposera l'étude à un autre journal.»

Pischke reconnaît qu'Acemoglu s'est peut-être un peu trop dispersé au début de sa carrière, mais il ajoute aussitôt que son partenaire de recherche n'a pas tardé à acquérir l'envergure analytique nécessaire à sa curiosité vorace. «Il s'intéresse à énormément de choses et ses connaissances sont très étendues; c'est vrai qu'il s'occupe de plusieurs domaines en même temps, mais il a la capacité de le faire.»

Observation appliquée

L'observation appliquée des origines économiques de la démocratie a amené Acemoglu, après la publication de plusieurs études, à rédiger un deuxième livre (Acemoglu, 2008) consacré à l'avènement et à l'incidence de la démocratie. Ce manuel de plus de 1000 pages intitulé *Introduction to Modern Economic Growth*, reprend les cours qu'il enseigne à MIT. Après s'être interrogé sur le «pourquoi» de la démocratie dans son premier livre, il en arrivait, après plusieurs centaines de pages, au «quand», c'est-à-dire le moment où elle apparaît, en y trouvant, une fois encore, une explication fondamentalement économique.

«Tout le travail empirique que nous avons effectué montre très clairement l'existence d'un lien de causalité entre les institutions économiques participatives (celles qui encouragent une large participation des différents groupes de la société, assurent le respect des droits de propriété, empêchent les expropriations) et la croissance économique, affirme Acemoglu. En revanche, le lien inverse qui va de la croissance aux institutions politiques démocratiques n'est pas aussi clair.»

Le manuel pose le principe que l'action des pouvoirs publics et les institutions jouent un rôle central dans le processus de croissance sur le long terme. En s'appuyant sur cette théorie, l'auteur répond à deux questions essentielles : pourquoi l'économie mondiale n'a-t-elle pas connu une croissance soutenue avant 1800? Et pourquoi le décollage économique a-t-il eu lieu vers 1800 et en Europe occidentale?

Selon l'auteur, s'il n'y a pas eu de croissance soutenue avant 1800, c'est, premièrement, parce qu'aucune société avant cela n'avait investi dans le capital humain, laissé les nouvelles entreprises introduire de nouvelles techniques et généralement laissé libre cours à la destruction créatrice; et, deuxièmement, parce que, avant 1800, toutes les sociétés vivaient sous des régimes politiques autoritaires.

Quant au décollage économique, s'il s'est produit d'abord en Europe occidentale, c'est parce que le commerce international s'est accru avec la découverte du Nouveau Monde et l'ouverture de nouvelles routes maritimes. Le développement des échanges internationaux a stimulé l'activité commerciale et conféré davantage de pouvoir économique et politique à une nouvelle classe de marchands, de négociants et d'industriels, qui ont alors commencé à fonctionner indépendamment des monarchies européennes.

Acemoglu reconnaît que les régimes autoritaires peuvent générer de la croissance économique mais, assure-t-il, celle-ci ne peut pas être durable. «C'est ce qui s'est passé pendant 300 à 400 ans, à diverses époques, dans la Rome ancienne, ce qui n'est pas une période courte, mais tout se produisait beaucoup plus lentement à l'époque. Et c'est ce qui se passe depuis une vingtaine d'années, et continuera probablement de se passer pendant 20 ans encore, en Chine, mais il y a trois obstacles à la croissance dans les régimes autoritaires : ces régimes sont sans cesse incités à être encore plus autoritaires; ils ont tendance à user de leur pouvoir pour freiner la destruction créatrice chère à Schumpeter, qui est indispensable pour soutenir la croissance; et ils sont toujours le théâtre de luttes intestines, qui engendrent instabilité et incertitude.»

Acemoglu et Robinson travaillent déjà à leur prochain livre, *Why Do Nations Fail?* Après le «pourquoi» de leur premier livre et le «quand» du manuel d'Acemoglu, il est probable que le troisième

Un remède pire que le mal?

Acemoglu s'inquiète de ce que les mesures utilisées face à la crise financière mondiale contiennent en germe les ingrédients de la prochaine crise. «Sommes-nous en train, avec les politiques que nous avons adoptées face au problème, de préparer la prochaine crise? À mon avis, ce risque existe vraiment.

«Quand la crise se sera estompée, nous reprendrons nos vieilles habitudes sans rien faire pour éviter les crises futures. Avant la crise, les États-Unis comptaient une vingtaine de grandes banques qui représentaient une forte proportion du PIB [produit intérieur brut] et une proportion encore plus grande du total des bénéfices des entreprises et des salaires du secteur financier. Aujourd'hui, il reste cinq ou six établissements qui jouent ce rôle; c'est donc beaucoup plus un système de monopoles. Les établissements financiers américains ont compris que les mesures prises face à la crise reposaient sur la conviction qu'ils étaient «trop grands pour faire faillite». Eh bien, aujourd'hui, ils sont toujours «trop grands pour faire faillite, mais à la puissance 2».

«Ils savaient que le gouvernement américain aurait la volonté et le soutien politique pour les renflouer, d'une manière ou d'une autre. Si vous êtes président d'une grande banque aujourd'hui et que vous avez l'obligation fiduciaire vis-à-vis des actionnaires de maximiser les profits, vous avez alors le devoir de tirer parti au maximum de tout ce que le gouvernement peut vous donner dans le contexte réglementaire actuel.

«Si, au contraire, nous avions la bonne réglementation en place, le président aurait l'obligation de maximiser les profits par une meilleure intermédiation financière, et non par des transactions en compte propre, c'est-à-dire pour le compte de la banque elle-même et non pour celui de ses clients. On voit mal comment, dans un système capitaliste, on peut qualifier d'allocation efficiente des ressources un système dans lequel, comme aux États-Unis, une proportion considérable des profits de l'économie est tirée des transactions en compte propre au lieu de l'intermédiation financière ou des fusions-acquisitions.»

volet de ce qu'on pourrait considérer comme une trilogie sera consacré à la question «quelle alternative à la démocratie?».

«Les sociétés dysfonctionnelles mènent toujours à l'implosion de l'État, affirme Acemoglu, mais il y a moyen d'y remédier. On peut construire des États où les infrastructures et l'ordre public permettent aux gens de s'adonner sereinement et en toute sécurité à des activités économiques en utilisant les services publics, mais il n'existe aucune volonté politique de le faire. Il n'y a pourtant pas besoin d'une armée pour cela, seulement d'une bureaucratie opérante capable de mettre en place les fondations institutionnelles des marchés.»

Structure de récompense

En analysant le cas des États implosés, Acemoglu cherchera à montrer pourquoi certains pays parviennent à décoller économiquement et d'autres non. Pour cela, il expliquera notamment comment l'action des pouvoirs publics et les institutions influent directement sur la capacité d'une société de connaître une croissance économique moderne. Ces politiques et institutions déterminent la structure de récompense de la société et la rentabilité des investissements. Elles influent aussi sur le respect des contrats, l'ordre public et les infrastructures; la formation des marchés et la capacité des entités plus efficaces de remplacer celles qui le sont moins; et l'ouverture aux nouvelles technologies qui risquent de mettre à mal le statut des personnes liées au pouvoir en place.

Il est probable que, dans ses conclusions, Acemoglu reviendra sur le contraste décrit dans *Dictatorship and Democracy* entre les institutions propices à la démocratie que favorisent les régimes participatifs et les institutions d'exploitation établies par les régimes autoritaires.

Quelles autres ambitions un universitaire aussi turbulent, éclectique et imprévisible peut-il bien nourrir dans son bureau de MIT jonché de piles en équilibre précaire de journaux, périodiques, ouvrages de référence et manuscrits écornés? Sur le plan personnel, sa femme Asu attend le premier enfant du couple en mai, aussi sa première ambition personnelle est-elle «d'être un père à la hauteur». Quant à son principal objectif professionnel, Acemoglu entend élargir encore l'application de ses multiples centres d'intérêts académiques. «Dans les domaines importants des sciences sociales, il faut que le débat soit plus interdisciplinaire et mieux informé, estime-t-il. Aux États-Unis, les intellectuels publics sont considérés comme des ratés tandis qu'au Royaume-Uni, ils participent au dialogue national. J'aimerais qu'il en soit de même ici et si possible prendre part moi-même à ce dialogue.»

En tout cas, un retour en Turquie ne fait pas partie de ses projets immédiats. «Je ne peux pas rentrer parce que je suis parti avant d'avoir fait mon service militaire. Si j'y retourne, je serai arrêté, explique-t-il.» Avec comme sanction : retour en prison. ■

Simon Willson est rédacteur principal au sein de l'équipe de production de Finances & Développement.

Bibliographie :

Acemoglu, Daron, 2008, *Introduction to Modern Economic Growth* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

———, 2009, «*The Crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics*», CEPR Policy Insight No. 28 (London: Centre for Economic Policy Research).

———, and James Robinson, 2006, *Economic Origins of Dictatorship and Democracy* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).

La médaille et

Jeremy Clift

BIEN LOIN de Table Mountain, qui surplombe l'un des principaux sites de la Coupe du monde de football en Afrique du Sud, les fabricants thaïlandais d'articles sportifs se préparent à cet événement depuis des mois. La Thaïlande ne fait pas partie des 32 équipes qualifiées pour cette compétition mondiale, qui est le plus grand festival sportif du globe après les Jeux olympiques. Mais ses fabricants de chaussures de sport, balles et maillots de football en attendent une explosion de leurs exportations au niveau mondial — une bonne nouvelle après le tassement des exportations thaïlandaises de textiles et de vêtements provoqué l'année dernière par la crise économique mondiale.

«Nous croyons fermement que la Coupe du monde donnera un coup de fouet à nos exportations, de vêtements et d'articles sportifs en particulier», a déclaré Wallop Witakorn, Secrétaire général de l'Association thaïlandaise des fabricants de vêtements. «Nous pensons que la fièvre du

football dopera nos exportations de vêtements en 2010, avec une croissance de l'ordre de 10 à 15 %.»

La Coupe du monde, organisée tous les quatre ans, est peut-être considérée par certains Thaïlandais sous un angle purement économique, mais, en Afrique du Sud, le pays d'accueil, elle est vue comme un moment charnière pour la nation. Depuis la fin de l'apartheid (1994), l'Afrique du Sud est régulièrement le théâtre de grands événements sportifs internationaux, dont la Coupe du monde de rugby en 1995 et celle de cricket en 2003. Mais la Coupe du monde de football est unique par l'attention et le nombre de téléspectateurs qu'elle mobilise.

C'est la première fois que l'Afrique accueille la Coupe du monde de football, et le symbolisme de cet événement va bien au-delà de la première réaction de fierté. L'organisation du tournoi de football le plus prestigieux du globe est devenu synonyme de reconstruction de l'économie, de réduction des divisions sociales encore présentes et de



son revers

**Les événements sportifs
comme la Coupe du monde
de football stimulent
le commerce mondial
et valorisent le pays hôte**

mise en valeur de l'identité nationale nouvelle en Afrique du Sud.

Peu importe donc que des économistes de renom qui étudient les activités sportives s'interrogent sur l'utilité d'accueillir des méga-événements tels que la Coupe du monde ou les Jeux olympiques. Les coûts l'emportent sur les avantages, disent-ils. Dans ce numéro de *F&D*, nous examinons les aspects positifs et négatifs de ces manifestations, ainsi que leurs retombées pour le commerce international.

Un rapport de 2008 de la société de conseil Grant Thornton prévoyait que, en un mois, la Coupe du monde injecterait 7,6 milliards de dollars dans l'économie sud-africaine, créerait plus de 400.000 emplois et attirerait près de 490.000 touristes étrangers dans le pays.

Le Président Zuma se réjouit de l'impact économique : «Nous modernisons et nous développons les infrastructures de transport, d'énergie, de télécommunications et sociales du pays. Cela contribue au développement éco-

nomique au moment où nous subissons la récession mondiale et améliore les conditions d'investissement.»

Mais certains économistes sont sceptiques. Ils s'attendent au lancement de projets grandioses, tels que la construction de stades qui ne serviront presque plus après l'événement et, en général, à un détournement des dépenses vers le méga-événement alors qu'elles pourraient être mieux utilisées ailleurs, par exemple sur des projets sociaux, tels que des écoles et des hôpitaux.

En définitive, l'avis des économistes et des autres protagonistes ne semble avoir guère d'importance. Le désir d'accueillir une Coupe du monde ou les Jeux olympiques paraît irrésistible. Comme le disent Simon Kuper et Stefan Szymanski dans leur livre *Soccernomics* (critique page 56), l'organisation de ce type d'événement «ne vous rend pas riche, mais ça vous rend heureux». ■

Jeremy Clift est rédacteur en chef de Finances & Développement.



Cela vaut-il le coût?

De nombreux pays aspirent à organiser les Jeux olympiques et autres grands événements sportifs. Mais pourquoi?

Andrew Zimbalist



LORSQUE, en octobre dernier, l'organisation des Jeux olympiques d'été de 2016 fut attribuée à Rio de Janeiro, des milliers de Brésiliens en liesse dansèrent sur la plage de Copacabana, et cela fit la une des journaux du monde entier. La ville de Chicago aurait dépensé 100 millions de dollars pour soutenir sa candidature malheureuse aux mêmes Jeux. Pourquoi les pays accordent-ils tant d'importance à l'organisation des Jeux olympiques ou d'autres événements sportifs de grande ampleur?

Théoriquement, organiser un grand événement sportif a des avantages économiques directs et indirects. Parmi les avantages directs, on trouve la constitution d'un capital et la construction des équipements liés à l'événement, des avantages à long terme tels que la réduction des coûts de transport grâce à l'amélioration du réseau routier ou ferroviaire, et les dépenses des touristes qui viennent y assister. Les avantages indirects résident dans les conséquences de la campagne publicitaire qui présente la ville ou le pays comme une destination touristique ou un centre économique, ainsi que dans le renforcement du sentiment de fierté des citoyens, qui se sentent collectivement valorisés, et de ce qui est perçu comme le prestige de la ville ou du pays hôte. À l'inverse, il peut y avoir dépassement du budget, erreurs d'aménagement du territoire, planification insuffisante ou sous-utilisation des équipements.

Les Jeux olympiques s'apparentent aux autres grands événements sportifs comme la Coupe du monde, le Super Bowl ou la World Series, mais ils concernent bien plus de participants, de personnalités et de fans, exigent la construction d'équipements plus nombreux, attirent beaucoup plus de visiteurs extérieurs et, dans l'ensemble, sont bien plus médiatiques.

Avantages possibles

Les dépenses des touristes sont sans doute l'un des avantages économiques directs dérivés des grands événements sportifs que l'on cite le plus régulièrement. En moyenne, 5,1 millions de billets ont été vendus à l'occasion des six derniers Jeux d'été et 1,3 million à l'occasion des cinq derniers Jeux d'hiver. Quoi que les résidents

soient nombreux à acheter des billets, surtout à l'occasion des Jeux d'été qui sont généralement organisés dans de grandes agglomérations, les événements sportifs de cette ampleur peuvent attirer un nombre important de visiteurs extérieurs. De plus, les Jeux s'étalant sur plus de quinze jours, les visiteurs peuvent être amenés à passer un certain temps dans la région d'accueil et à dépenser de fortes sommes en hébergement et en restauration. Cela dit, le surcroît de visiteurs attirés par les Jeux est sans doute compensé en partie par la baisse du nombre des autres types de visiteurs (touristes ou hommes d'affaires), qui préfèrent échapper à la hausse des prix et aux encombrements causés par les Jeux. De plus, malgré l'augmentation du taux d'occupation des hôtels et du prix des chambres pendant les Jeux, le transfert des bénéfices vers les sièges sociaux des entreprises prive souvent l'économie locale de ce surcroît de recettes.

L'organisation de grands événements comme les Jeux olympiques exige souvent des infrastructures capables de transporter les participants, les personnalités officielles et les spectateurs

Les villes organisatrices des Jeux

Année	Jeux olympiques d'été	Jeux olympiques d'hiver
1976	Montréal (Canada)	Innsbruck (Autriche)
1980	Moscou (Union soviétique)	Lake Placid (États-Unis)
1984	Los Angeles (États-Unis)	Sarajevo (Yougoslavie)
1988	Séoul (Corée du Sud)	Calgary (Canada)
1992	Barcelone (Espagne)	Albertville (France)
1996	Atlanta (États-Unis)	Lillehammer (Norvège)
1998		Nagano (Japon)
2000	Sydney (Australie)	
2002		Salt Lake City (États-Unis)
2004	Athènes (Grèce)	
2006		Turin (Italie)
2008	Pékin (Chine)	
2010		Vancouver (Canada)
2012	Londres (Royaume-Uni)	
2014		Sotchi (Russie)
2016	Rio de Janeiro (Brésil)	



La Chine célèbre le premier anniversaire des Jeux olympiques de 2008, à Pékin.

entre les différents sites. Par le passé, on a surtout construit de nouvelles routes, mais les villes et régions hôtes ont aussi beaucoup dépensé pour la construction d'aéroports ou la rénovation/construction de réseaux de transports en commun (Essex and Chalkley, 2004). Le Shinkansen mis en service à l'occasion des Jeux de Nagano, par exemple, a raccourci de beaucoup la durée du trajet jusqu'à Tokyo.

Dans les villes moins développées, la mise en place de réseaux de télécommunications modernes représente aussi un gros investissement. Leur déploiement produit une activité économique non négligeable dans la communauté d'accueil, par la création de nombreux emplois d'ouvriers du bâtiment ainsi que l'achat et le transport des matériaux de construction en grande quantité.

Les équipements construits à l'occasion d'événements sportifs apportent un flux continu d'avantages économiques à l'agglomération ou à la région hôte au-delà de la période de construction elle-même puisque les sites restent utilisables pendant des années ou des décennies. De plus, les améliorations apportées aux réseaux de transport en commun peuvent stimuler les économies locales et régionales à condition que les entreprises soient en mesure de les utiliser.

Les avantages économiques indirects induits par les grands événements sportifs peuvent être plus importants que les avantages directs, mais ils sont plus difficiles à quantifier. L'un de ces avantages indirects est la publicité offerte par les Jeux. De nombreuses agglomérations ou régions hôtes considèrent que les Jeux olympiques sont un moyen de renforcer leur image sur la scène internationale. De ce point de vue, la couverture médiatique avant et pendant les Jeux olympiques, ou un autre grand événement, est bien une sorte de campagne publicitaire. Elle peut faire venir des touristes qui n'auraient pas spontanément pensé à cette ville ou à cette région et qui contribuent ainsi sensiblement et de façon durable à l'activité économique.

En pratique, c'est souvent différent. Ainsi, l'un des objectifs des Jeux de Sydney était de renforcer les flux touristiques après les Jeux, mais, comme le dit Graham Matthews, ancien prévisionniste au

Ministère des finances australien : «Grâce aux Jeux, nous nous sommes sentis bien, grisés et électrisés, mais, objectivement, il est difficile de savoir s'il y a eu des retombées positives directes au plan international de cette brève visibilité» (Burton, 2003).

Ritchie et Smith (1991) ont mené une étude sur la connaissance des sites olympiques par les Européens et les Nord-Américains. Ayant sondé par téléphone plusieurs milliers de personnes entre 1986 et 1989, ils conclurent que moins de 10 % des résidents nord-américains interrogés et moins de 30 % des Européens se souvenaient qu'Innsbruck (Autriche) avait accueilli les Jeux d'hiver de 1976. Seuls 28 % des Nord-Américains et 24 % des Européens interrogés se souvenaient que les Jeux d'hiver de 1980 avaient eu lieu à Lake Placid, dans l'État de New York. D'autres études ont montré qu'en 1991 presque plus personne ne se souvenait que les Jeux d'hiver de 1988 s'étaient tenus à Calgary (Matheson, 2008). Lorsque les Jeux s'accompagnent de mauvais temps, de pollution, d'affaires politiques ou d'actes terroristes, ils peuvent même porter atteinte à la réputation du lieu.

Les autres grands événements sportifs, comme le Super Bowl ou la Coupe du monde, connaissent des dynamiques économiques similaires bien que les dépenses d'équipement soient bien moindres. Des études économétriques multivariées portant sur l'impact de la Coupe du monde ont montré que l'organisation de cette compétition internationale quadriennale n'a pas ou peu d'effet positif sur les revenus et le niveau d'emploi des régions organisatrices.

Pourtant, organiser les Jeux olympiques ou la Coupe du monde peut avoir de vrais avantages intangibles pour la ville ou la région organisatrice, dont les résidents ont tendance à tirer une vraie fierté et à se sentir collectivement valorisés : leur région se retrouve au centre du monde médiatique pendant une période courte mais intense; la préparation et le travail nécessaires à l'organisation de l'événement exigent beaucoup de temps et d'efforts, souvent ceux de bénévoles, et donnent lieu à un sentiment de réussite local et national. Tous ces éléments sont importants et valables bien que les chercheurs aient du mal à en établir la valeur monétaire.

Inconvénients possibles : incertitudes et coûts élevés

Le modèle de financement des Jeux olympiques fut bouleversé par un événement majeur en 1976. Leur modèle économique actuel en dérive. En effet, cette année-là, Montréal accueillait les Jeux d'été. Alors que les autorités municipales avaient estimé le coût des Jeux à 124 millions de dollars, la ville de Montréal accumula une dette de 2,8 milliards de dollars, équivalant à 10 milliards de dollars de 2009, qu'elle mit trente ans à rembourser (Burton, 2003).

Lorsque les Jeux de Montréal s'achevèrent, Moscou s'était déjà engagé à organiser les Jeux de 1980, mais aucune ville ne souhaitait se porter candidate à l'organisation des Jeux de 1984. Après une recherche frénétique, Los Angeles accepta de le faire à condition de ne pas en supporter le coût financier. N'ayant guère le choix, le Comité international olympique (CIO) accepta cette condition et attribua donc les Jeux d'été de 1984 à Los Angeles.

Le Comité d'organisation des Jeux olympiques (COJO) de Los Angeles (LA OCOG) réussit à produire un petit excédent de quelque 300 millions de dollars et refonda le modèle financier olympique : moins de financements publics, plus de financements privés. La ville de Los Angeles dépensa peu en construc-

tion, et Peter Ueberroth, le président du LA OCOG, réussit à lever de fortes sommes en vendant aux grandes entreprises des plans de sponsorship. La réussite financière relative des Jeux de Los Angeles lança une nouvelle phase de concurrence entre les villes candidates à l'organisation des Jeux.

Malheureusement, l'expérience de Los Angeles était unique. Les villes hôtes qui lui ont succédé n'ont pas réussi à mobiliser des soutiens privés de même ampleur. Plusieurs milliards de dollars de fonds publics furent engagés à Séoul (1988), Barcelone (1992), Nagano (1998), Sydney (2000), Athènes (2004) et Pékin (2008).

À l'occasion des Jeux de Barcelone, le gouvernement espagnol s'est retrouvé endetté à hauteur de 4 milliards de dollars, et les autorités municipales et régionales à hauteur de 2,1 milliards de dollars. Le COJO de Nagano avait bien dégagé un excédent de 28 millions de dollars, mais les différentes institutions publiques japonaises se sont retrouvées avec une dette de 11 milliards de dollars (Burton and O'Reilly, 2009). Pour Athènes, l'investissement public dépassait les 10 milliards de dollars, et pour Pékin, 40 milliards.

Les budgets initiaux (le budget du COJO dans le cas des Jeux olympiques) sous-estiment toujours le coût total de l'événement. Le budget du COJO ne couvre que les coûts de fonctionnement des Jeux, notamment les cérémonies d'ouverture et de remise des médailles, le transport des athlètes aux différents sites, le programme culturel, le centre de presse et la sécurité. Le coût total supporté par la ville hôte comprend la construction ou la mise aux normes des sites, l'hébergement des athlètes et des visiteurs, les aménagements pour la presse et d'autres équipements connexes. De nombreux sites, tels les vélodromes ou les pistes de bobsleigh/skeleton/luge, sont extrêmement coûteux à construire du fait de leur grande spécialisation. De plus, les sites olympiques doivent avoir une très grande capacité : les stades où sont organisées les cérémonies d'ouverture et de clôture des Jeux olympiques d'été peuvent souvent accueillir plus de 100.000 spectateurs.

Entre la présentation de la candidature à l'organisation d'un événement et son organisation effective, les coûts de construction et la valeur du foncier peuvent augmenter de beaucoup. De plus, les premiers partisans de l'organisation d'un tel événement dans leur ville ont intérêt à sous-estimer les vrais coûts tant que le soutien du public n'est pas acquis. Quand les villes candidates se lancent dans la bataille, elles ont naturellement tendance à faire des propositions équivalentes à celles de leurs concurrentes et à enjoliver leurs propres plans.

Les budgets prévisionnels ne couvrent jamais toutes les dépenses. Athènes avait prévu que ses Jeux coûteraient 1,6 milliard de dollars, mais la facture s'approcha des 16 milliards de dollars en comptant les coûts d'équipement et d'infrastructure. Pékin avait prévu 1,6 milliard de dollars (budget de fonctionnement du COJO de Pékin), mais la facture s'approcha des 40 milliards de dollars en comptant les coûts d'équipement et d'infrastructure tels que le rallongement du métro pékinois. Le budget initial pour les Jeux olympiques d'hiver de 2014 à Sotchi (Russie) était de 12 milliards de dollars, mais les dernières prévisions, fin 2009, laissaient entrevoir une dépense de 33 milliards de dollars, dont 23 milliards de dollars d'argent public (*Sports Business Daily*, 2009).

Les villes intéressées par l'organisation des Jeux olympiques peuvent dépenser jusqu'à 100 millions de dollars pour leur candidature. Si le processus de candidature était parfaitement concu-

rentiel, les avantages économiques attendus devraient être annulés dans le processus d'enchères : la ville dont le bénéfice attendu est le plus grand devrait pouvoir remporter les Jeux en faisant une enchère à 1 dollar de plus que le bénéfice attendu par la deuxième ville la mieux placée, produisant ainsi un petit bénéfice pour la ville retenue, mais le processus n'est pas monétisé, les villes font leurs enchères en proposant des équipements pour les Jeux et en en garantissant le financement et la sécurité. Depuis le 11 septembre 2001, les frais de sécurité sont énormes : plus de 1,4 milliard de dollars et 40.000 agents de sécurité en 2004 à Athènes. Il y aurait eu plus de 80.000 agents de sécurité en 2008 à Pékin.

Londres prévoyait que les Jeux de 2012 coûteraient moins de 4 milliards de dollars, les dernières estimations s'approchent des 19 milliards de dollars (*Sports Business Daily*, 2009). À mesure que le budget dérapait, certains projets ont été revus à la baisse. Ainsi, le projet de toit recouvrant le stade olympique a été abandonné. Malgré cela, le stade devrait coûter plus de 850 millions de dollars pour un budget initial de 406 millions. Les autorités n'ont pas trouvé d'équipe de football ou de rugby prête à y jouer ses matchs à domicile après les Jeux. Les contribuables britanniques devront donc couvrir une dépense annuelle supplémentaire de plusieurs millions de dollars pour l'entretenir. Il n'est donc guère surprenant que Tessa Jowell, Ministre chargée des Jeux olympiques, ait déclaré : « Aurions-nous présenté notre candidature si nous avions su ce que nous savons ? Sans doute pas. » (*Sports Business Daily*, 2008, citation d'un article du *London Telegraph*)

Certaines dépenses se traduiront par une amélioration et la modernisation des infrastructures de la ville hôte, d'autres lui laisseront de véritables usines à gaz. De nombreux équipements construits pour les Jeux se retrouvent inutilisés ou sous-utilisés après les 16 ou 17 jours de compétition, coûtent plusieurs dizaines de millions de dollars en entretien et occupent des terrains de plus en plus rares. Ainsi, à Turin, la construction de la piste de bobsleigh coûta 108 millions de dollars, et comme Evelina Christillin, Vice-Présidente du Comité organisateur des Jeux olympiques de Turin, l'a reconnu devant un journaliste du *Wall Street Journal* : « Je ne peux vous mentir. La piste de bobsleigh ne servira à rien d'autre. C'est un coût net. » (Kahn and Thurow, 2006)

Les recettes totales avoisinent aujourd'hui 4 à 5 milliards de dollars pour les Jeux olympiques d'été et moitié moins pour les Jeux d'hiver, dont les coûts sont aussi moindres, car ils rassemblent moins de participants sur moins de sites et exigent moins de constructions nouvelles. Près de la moitié des bénéfices alimentent les budgets des fédérations internationales, des comités nationaux olympiques et du CIO lui-même.

Ainsi, s'il y a un intérêt économique à organiser les Jeux olympiques, ce n'est sans doute pas qu'ils améliorent l'état des finances locales. La question se pose donc de savoir si des avantages économiques plus vastes, plus durables ou moins visibles existent bien.

Démultiplier les effets

Il y a peu d'informations objectives confirmant l'impact économique des Jeux olympiques et des autres grands événements sportifs. Dans l'ensemble, les études existantes ont été rédigées par les villes et régions hôtes, qui ont un intérêt à justifier l'ampleur des dépenses liées à ces événements, et comportent de nombreux défauts.

Pour obtenir des informations plus fiables, mieux vaut se référer aux estimations de l'impact économique faites dans les études scientifiques déjà publiées. Les auteurs n'ont aucun intérêt personnel à la réussite des événements et le processus d'examen par les pairs permet de vérifier les méthodes et les hypothèses utilisées. Ces études font apparaître l'impact économique suivant : bien qu'un petit nombre d'emplois soient créés à l'occasion des Jeux, il ne semble pas y avoir d'effet visible sur les revenus, ce qui semble indiquer que les travailleurs n'en profitent pas (Hagn and Maennig, 2009; Matheson, 2009). De plus, l'effet des Jeux, qui n'est pas toujours positif, dépend de la réaction du marché du travail à la création de ces nouveaux emplois (Humphreys and Zimbalist, 2008). Il semble que l'impact économique de l'organisation de la Coupe du monde, si tant est qu'il y en ait un, est encore moindre (Hagn and Maennig, 2008, 2009).

Si les avantages économiques tirés de l'organisation des Jeux sont faibles, voire inexistantes, que peuvent faire les villes et régions hôtes pour les maximiser? À l'analyse des expériences passées, on peut identifier deux pistes importantes : premièrement, les villes et régions hôtes doivent faire des choix réfléchis d'utilisation des terrains et, deuxièmement, elles doivent maximiser l'utilisation des sites rénovés ou neufs au-delà des Jeux.

Il y a de moins en moins de terrains disponibles dans les zones urbaines où les Jeux d'été sont généralement organisés et dans les zones montagneuses où les Jeux d'hiver sont organisés, alors qu'organiser les Jeux nécessite de vastes espaces où installer les équipements sportifs, les parkings, l'hébergement des athlètes, de la presse, du personnel et des visiteurs.

Des Jeux ratés laissent dans leur sillage des structures peu ou pas utilisées qui occupent des terrains précieux et coûtent cher en entretien. Ainsi, l'entretien du Stade olympique de Sydney (Australie) avec ses 90.000 sièges coûte 30 millions de dollars par an. De nombreux sites utilisés pendant les Jeux d'Athènes en 2004 sont soit vides, soit rarement utilisés, et occupent des terrains précieux dans ce centre urbain surchargé. Quant aux Jeux de Pékin, ils ont laissé plusieurs bâtiments coûteux comme le Cube d'eau (la piscine olympique), qui est en sous-utilisation chronique. À l'inverse, les Jeux réussis, comme les Jeux d'été de Los Angeles, utilisent autant que possible les équipements existants et exploitent au mieux les rares ressources foncières en ville. Le stade qui a servi aux cérémo-

nies d'ouverture et de clôture à Atlanta en 1996 a été transformé en stade de baseball dès la fin des Jeux. Les urbanistes olympiques doivent concevoir des équipements durablement utiles et intégrés intelligemment dans les villes et régions hôtes.

Les pays en développement en profitent le plus

L'impact de l'organisation des grands événements sportifs varie selon le niveau de développement des villes et régions hôtes. Bien préparée, l'organisation de ces manifestations peut stimuler la construction de réseaux modernes de transport ou de communication et d'équipements sportifs, dont les zones les moins développées profitent généralement le plus.

Bien que l'organisation des Jeux exige de grandes dépenses publiques pour financer des améliorations qui auraient pu se faire sans les Jeux, le fonctionnement des pouvoirs publics est souvent tellement grippé que ces infrastructures auraient pu attendre encore plusieurs années ou plusieurs décennies leur financement. De plus, le CIO contribue au financement des projets jugés souhaitables (Preuss, 2004).

Dans les régions plus développées, là où les terrains sont déjà rares lors de la présentation de la candidature et des premières prévisions (et où ils continueront de se raréfier pendant les sept à dix années de sélection et de préparation olympiques) et où les marchés du travail et des ressources sont tendus, l'organisation des Jeux peut conduire à une mauvaise utilisation des ressources foncières, une pression sur les prix et les salaires, et à alimenter l'inflation.

Bien réfléchir avant d'agir

La valeur économique et non économique de l'organisation de grands événements sportifs comme les Jeux olympiques est complexe et varie d'un lieu à l'autre. Il est impossible de tirer des conclusions simples de cette analyse, mais les villes candidates aux prochains Jeux olympiques d'hiver — Annecy (France), Munich (Allemagne) et Pyeongchang (Corée du Sud) — et les nombreuses villes candidates aux Jeux d'été de 2020 feraient bien d'éviter le battage olympique et d'analyser à froid les objectifs de développement à long terme de leurs régions. ■

Andrew Zimbalist est professeur d'économie, titulaire de la chaire Robert A. Woods, au Smith College.

Bibliographie :

- Burton, Rick, 2003, "Olympic Games Host City Marketing: An Exploration of Expectations and Outcomes," *Sport Marketing Quarterly*, Vol. 12, No. 1, p. 37-47.
- , and Norm O'Reilly, 2009, "Consider Intangibles When Weighing Olympic Host City Benefits," *Sports Business Journal*, September 7, p. 33.
- Essex, Stephen, and Brian Chalkley, 2004, "Mega-Sporting Events in Urban and Regional Policy: A History of the Winter Olympics," *Planning Perspectives*, Vol. 19, No. 1, p. 201-32.
- Hagn, Florian, and Wolfgang Maennig, 2008, "Employment Effects of the Football World Cup 1974 in Germany," *Labour Economics*, Vol. 15, No. 5, p. 1062-75.
- , 2009, "Large Sport Events and Unemployment: The Case of the 2006 Soccer World Cup in Germany," *Applied Economics*, Vol. 41, No. 25, p. 3295-302.
- Humphreys, Brad, and Andrew Zimbalist, 2008, "The Financing and

- Economic Impact of the Olympic Games," in The Business of Sports, Vol. 1, ed. by Brad Humphreys and Dennis Howard (Westport, Connecticut: Praeger).*
- Kahn, Gabriel, and Roger Thurow, 2006, "Quest for Gold: In Turin, Paying for Games Went Down to the Wire," *The Wall Street Journal*, February 10, p. A1.
- Matheson, Victor, 2008, "Caught under a Mountain of Olympic Debt," *The Boston Globe*, August 22.
- , 2009, "Economic Multipliers and Mega-Event Analysis," *International Journal of Sport Finance*, Vol. 4, No. 1, p. 63-70.
- Preuss, Holger, 2004, *The Economics of Staging the Olympics (Northampton, Massachusetts: Edward Elgar).*
- Ritchie, J.R. Brent, and Brian H. Smith, 1991, "The Impact of a Mega-Event on Host Region Awareness: A Longitudinal Study," *Journal of Travel Research*, Vol. 30, No. 1, p. 3-10.
- Sports Business Daily, 2008, November 14.
- , 2009, September 30.

L'effet olympique sur le commerce

Les pays qui offrent d'accueillir les Jeux olympiques indiquent par là qu'ils sont prêts à libéraliser le commerce

Andrew K. Rose et Mark M. Spiegel

LES ÉCONOMISTES sont d'ordinaire sceptiques quand ils entendent parler de travaux publics d'infrastructure en vue de l'organisation d'événements sportifs, et à juste titre. Les partisans de la construction de nouveaux stades ou de l'organisation de méga-manifestations sportives sont en général naïfs ou soucieux de leur intérêt personnel. En réalité, ces événements sont onéreux, surtout pour les pays en développement. Le coût de la cérémonie d'ouverture des Jeux de Pékin de 2008 est estimé à bien plus de 100 millions de dollars — somme énorme quand on sait qu'au moins 100 millions de Chinois vivent avec moins de 1 dollar par jour.

Rio de Janeiro a récemment gagné le droit d'organiser les Jeux de 2016, avec une soumission de 15 milliards de dollars, soit plus de 2.000 dollars par habitant de Rio, même avant le dépassement prévisible des coûts. Une grande partie de ces fonds sera affectée à la modernisation du système de transport de la ville. Mais, si les investissements dans les transports se justifient pour une grande ville dans la perspective des Jeux olympiques, ne se justifient-ils pas en soi sans une telle motivation? Les décisions d'investissement à long terme doivent-elles vraiment être liées à une demande record qui dure à peine deux semaines et demie? Plus généralement, les économistes ont du mal à saisir les raisons qui poussent un pays à accueillir une méga-manifestation sportive comme les Jeux olympiques. Les effets économiques nets directs de tels événements sont rarement importants et en général négatifs; leurs avantages non économiques sont difficiles à vérifier. Le financement de méga-manifestations constitue-t-il vraiment un bon usage des deniers publics? Peut-être: le scepticisme des économistes professionnels est rarement partagé par les décideurs et la population locale, qui accueillent généralement avec enthousiasme ce genre de spectacles. Dans la pratique, les pays se livrent à une concurrence féroce pour obtenir le droit d'organiser des méga-événements. Est-ce à dire que quelque chose échappe aux économistes?

C'est ce que croit fermement le Comité international olympique (CIO). En effet, il est d'avis que les visiteurs seront attirés par les sites et produits de la ville d'accueil après y avoir été sensibilisés tout au long des Jeux. Cela revient à dire que les Jeux olympiques stimuleront les exportations de la nation d'accueil, en particulier son tourisme. Nous doutons de la validité pratique de cet argument: tout élan donné aux exportations par les Jeux olympiques semblerait à la fois faible et temporaire. Aussi avons-nous commencé notre étude récente par une analyse empirique de cette théorie.

Nous utilisons un modèle de gravité standard pour le commerce, dans lequel le volume des échanges entre deux pays est fonction de la distance qui les sépare et de plusieurs autres variables explicatives. Ce modèle a servi dans de nombreux ouvrages à expliquer, pour une grande part, la variation du niveau des échanges d'un pays à l'autre. Nous ajoutons une variable représentative des effets olympiques persistants. Résultat: nous avons tout lieu de penser que les Jeux olympiques ont un gros effet positif sur les exportations (qui augmentent d'environ 30%). Notre scepti-



Cérémonie d'ouverture des Jeux olympiques de Barcelone, en 1992.

ticisme semblerait donc injustifié : l'«effet olympique» permanent sur les exportations est considérable et positif.

Notre étude de 2009 montre par ailleurs que tous les échanges augmentent, les importations comme les exportations. Nous soumettons en outre nos résultats à divers autres tests de sensibilité. L'effet olympique sur le commerce reste positif et important jusqu'au bout. Nous portons ensuite notre attention sur d'autres méga-événements, tels que la Coupe du monde et les foires mondiales, et constatons qu'ils ont eux aussi un gros impact positif sur le commerce.

Pourquoi l'organisation d'un méga-événement est-elle associée à une croissance des échanges? Certains indices laissent penser qu'elle est liée, dans la pratique, à une ouverture commerciale. En juillet 2001, Pékin s'est vu confier l'organisation de la XXIX^e Olympiade. Juste deux mois plus tard, la Chine concluait avec succès des négociations avec l'Organisation mondiale du commerce (OMC), rendant ainsi officiel son engagement de libéraliser les échanges. Et ce n'est pas une coïncidence isolée. Rome s'est vu attribuer les Jeux de 1960 en 1955, année où l'Italie a entamé les démarches menant à la convertibilité de sa monnaie, a rejoint les Nations Unies et, surtout, a engagé les négociations qui ont conduit deux ans plus tard au Traité de Rome et à la création de la Communauté économique européenne (CEE), prédécesseur de l'Union européenne d'aujourd'hui. Les Jeux de Tokyo de 1964 ont coïncidé avec l'entrée du Japon au FMI et à l'OCDE. Barcelone s'est vu attribuer les Jeux de 1992 en 1986, année où l'Espagne a rejoint la CEE; la décision de confier à la Corée l'organisation des Jeux de 1988 a coïncidé avec la libéralisation politique du pays. La corrélation s'étend au-delà des Jeux olympiques; la Coupe du monde de football s'est tenue au Mexique en 1986, année de la libéralisation de ses échanges et de son entrée au GATT, prédécesseur de l'OMC.

La véritable explication de l'effet olympique sur le commerce semble donc être que les pays qui libéralisent leurs échanges accueillent en même temps des méga-événements comme les Jeux olympiques. Peut-être l'organisation de tels événements conduit-elle à une ouverture commerciale par les activités ou les infrastructures qui y sont associées. Pas si vite! En appliquant aux candidatures *infructueuses* la même méthodologie qu'à celles qui ont abouti, nous constatons qu'elles ont elles aussi, sur le commerce, un effet positif aussi important que l'organisation effective des Jeux.

Comme l'accueil effectif des Jeux n'a pas, sur les pays organisateurs, un effet sensiblement plus marqué que sur les pays dont la candidature n'a pas abouti, nous concluons que la simple candidature, fructueuse ou non, d'un pays lance un signal positif. Parce que les candidatures sont généralement suivies de mesures de libéralisation, il semble logique de penser que la tentative d'un pays d'accueillir un méga-événement signale sa volonté de libéraliser les échanges.

Pourquoi un pays opterait-il pour un signal aussi coûteux? Nous introduisons un modèle dans lequel l'émission de ce signal conduit à des investissements additionnels irréversibles liés au commerce et, surtout, crée un climat politique où la remise en cause du méga-événement ou de la libéralisation commerciale entraînerait un coût prohibitif. Les grandes vagues de libéralisation commerciale, tout comme les méga-événements, sont des entreprises rares et oné-

reuses, très médiatisées et de longue haleine. Mais les avantages à long terme de la libéralisation peuvent plus que compenser les coûts à court terme de l'accueil d'un méga-événement, et relier les deux dans l'esprit du public semble donc relever d'une sage stratégie. D'ailleurs, les coûts d'accueil sont généralement supportés par les secteurs de l'économie qui profitent le plus de la libéralisation des échanges, tels que la ville hôte et le gouvernement national. Cet alignement des coûts et des avantages font de la candidature du pays un signal efficace de la libéralisation.

Nous faisons abstraction dans nos travaux d'un certain nombre de questions liées aux méga-événements. Le Brésil accueille les Jeux de 2016, mais il accueille également, juste deux ans auparavant, la Coupe mondiale de football, qui est presque tout aussi médiatisée. Si les pays utilisent leur candidature comme signal de leur ouverture au monde, pourquoi le faire plusieurs fois? Vancouver est le site des Jeux olympiques d'hiver de 2010, et Londres, celui des Jeux d'été de 2012. Quelles raisons poussent les économies libérales à poser leur candidature? Qu'est-ce que les États-Unis ont bien pu tirer de l'échec de leur tentative pour faire de Chicago la ville d'accueil de la huitième Olympiade américaine? À l'évidence, il y a une autre raison aux multiples candidatures des économies libéralisées, même si, outre l'argument de base, il est probable qu'un pays se sente obligé d'entretenir sa réputation de candidat valable en lançant des signaux répétés. De plus, il y a d'autres moyens de signaler son ouverture au monde. Qu'est-ce que l'accueil d'un méga-événement sportif a de si spécial? Il y a clairement des raisons qui nous échappent, et de nombreux points restent à éclaircir. Cependant, d'un point de vue intuitif, notre argument semble valable, en particulier lorsqu'il s'applique aux économies émergentes en passe de s'affirmer sur la scène internationale. La ville de Sotchi, en Russie, accueille les Jeux olympiques d'hiver de 2014; la Coupe du monde de 2010 a lieu en Afrique du Sud. Pour ces pays, et peut-être pour le Brésil, l'accueil d'un méga-événement revient à marquer résolument son appartenance à la communauté internationale. Les avantages qui y en découlent peuvent plus que compenser les coûts énormes de l'organisation des Jeux.

La libéralisation est toujours une entreprise difficile; la plupart des pays qui s'engagent dans cette voie n'arrivent jamais au bout. C'est pourquoi, lorsqu'un pays a vraiment l'intention d'ouvrir ses frontières, il lui semble naturel d'émettre un signal coûteux. En bref, quand un pays souhaite entrer sur la scène mondiale, il peut le faire savoir chez lui et au-delà des frontières en offrant d'accueillir un méga-événement. ■

Andrew K. Rose est professeur d'analyse et de politique économiques, titulaire de la chaire B.T. Rocca, à la Haas School of Business, université de Californie à Berkeley, et Mark M. Siegel est Vice-Président pour la recherche internationale à la Banque fédérale de réserve de San Francisco.

Bibliographie :

Rose, Andrew K., et Mark M. Spiegel, 2009, «The Olympic Effect», CEPR Discussion Paper 7248 (London: Centre for Economic Policy Research). Étude publiée également sous forme d'un document de travail de la Banque fédérale de réserve de San Francisco (Working Paper 09-06) et du National Bureau of Economic Research (Working Paper 14.854).

Un bon départ

Si la vie est comme le cricket, le succès d'une carrière dépend beaucoup du hasard

Shekhar Aiyar et Rodney Ramcharan

DÉCROCHER un bon premier emploi, est-ce une question de chance ou d'aptitude? Les règles du jeu sont-elles les mêmes pour quelqu'un qui obtient son diplôme en période d'expansion économique et quelqu'un qui l'obtient en période de récession? Et combien de temps dure l'effet d'un bon premier emploi sur une carrière professionnelle? Toutes ces questions sont au cœur des notions sociétales d'équité. Si, par exemple, la fortune de Bill Gates, le magnat du logiciel, tenait uniquement à la chance, qu'y aurait-il de mal à la redistribuer aux moins chanceux? Mais si le succès d'une carrière tient uniquement à l'effort et à l'aptitude, de hauts niveaux d'imposition seraient à la fois injustes et inopérants.

À en croire les études consacrées au travail, l'obtention d'un bon premier emploi a de nombreux effets positifs durables sur une carrière professionnelle sous forme notamment d'un niveau de rémunération et d'emploi plus élevé tout au long de la vie. Si les premiers emplois étaient attribués au hasard, cela impliquerait une plus grande intervention de la chance dans la détermination des résultats professionnels à long terme. Mais les premiers emplois ne sont pas attribués au hasard. Les personnes qui donnent l'impression d'être très capables ont des chances d'obtenir de bons postes au départ et, dans la mesure où cette impression s'avère fondée, elles ont aussi des chances de réussir leur carrière. Les aptitudes intrinsèques étant dures à observer pour l'économiste, il est difficile de déterminer l'importance du rôle de la chance sur les marchés du travail.

Le sport — et, en particulier, le «test-cricket» international, qui oppose deux équipes nationales pendant cinq jours — offre un cadre idéal, bien qu'inédit, pour étudier l'importance relative de la chance dans le bilan d'ensemble d'une carrière. Les performances sont observables et facilement mesurées. Les enjeux sont élevés, le nombre de places dans les équipes nationales limité, et le succès très bien récompensé. De plus, dans le cas du test-cricket, les performances dépendent non seulement des aptitudes, mais aussi d'une bonne connaissance des conditions géographiques et atmosphériques locales, qui varient considérablement et systématiquement entre les pays participant aux «test-matches». Nous avons utilisé les données relatives à tous les joueurs de test-matches ayant fait leurs débuts entre 1950 et 1985 pour faire la part entre leurs aptitudes intrinsèques et la chance pendant leur première série de matches. Nous avons pour cela cherché à établir



«Test-match» de cricket entre l'Afrique du Sud et l'Australie, au Cap.

s'ils avaient disputé ces matches dans leur pays ou à l'étranger, fait qui ne semble guère devoir être influencé par le débutant et qui est surtout une question de chance.

Qu'on est bien chez soi!

Nous avons constaté que le fait de jouer dans son pays a un effet positif important et significatif sur les performances d'un joueur pendant sa première série de test-matches et que celle-ci a elle-même une incidence marquante sur sa productivité pendant sa carrière. Pour les batteurs, le fait de jouer chez eux augmente leur moyenne à la batte du pourcentage considérable de 33 %. Pour les lanceurs, les joueurs en défense qui lancent la balle aux batteurs, le fait de faire leur début dans leur pays améliore leur moyenne au lancer d'environ 18 %, c'est-à-dire qu'il réduit de ce pourcentage le nombre moyen de points qu'ils concèdent par batteur affronté (voir encadré).

Pourquoi le lieu de la première série importe-t-il tant? Dans une certaine mesure, il s'agit simplement de l'avantage de jouer chez soi dont bénéficie l'équipe qui reçoit dans n'importe quel sport, mais cela va au-delà du soutien apporté par la foule locale. Les facteurs géographiques et atmosphériques jouent aussi un rôle important.

L'Angleterre est réputée présenter des conditions favorables au «swing bowling», technique de lancer qui fait dévier la balle, alors que celle-ci rebondit plus haut sur le «pitch» en Australie. Il est aussi connu que, dans le sous-continent indien, les conditions du «pitch» se détériorent vers la fin d'un test-match et favorisent alors un lancer lent. Les joueurs de chaque pays étant davantage familiarisés avec les conditions locales, l'avantage de jouer chez soi est important. Cet avantage a, en outre, des chances d'être plus fort si le joueur a une faible expérience du cricket international. Les débutants qui n'ont joué qu'au niveau national ignorent en général tout des conditions qui règnent à l'étranger.

L'importance persistante de la chance

Les performances d'un débutant permettent de prédire facilement ses résultats professionnels à long terme. Pour le batteur comme le lanceur, une bonne moyenne à ses débuts est étroitement liée à une bonne moyenne pendant sa carrière.

Une bonne performance en début de carrière dépend à la fois de l'aptitude intrinsèque et de la chance. Étant donné que seule l'incidence de la chance sur les carrières nous intéresse, nous utilisons la méthode en deux étapes des *variables instrumentales* pour éliminer l'influence de l'aptitude. Nous commençons donc par étudier la corrélation entre les moyennes enregistrées par les joueurs à leurs débuts et l'endroit où ils ont fait ces débuts. Cet endroit étant une question de chance, nous utilisons ensuite la part jouée par l'endroit de leurs débuts dans la performance des joueurs comme variable explicative de la moyenne qu'ils enregistrent pendant leur carrière. Cette procédure en deux temps permet d'isoler l'effet de la chance sur le bilan d'ensemble des carrières. Si l'effet de la chance *n'était pas* persistant, nous devrions constater une absence de corrélation entre les moyennes enregistrées au début et pendant l'ensemble de la carrière. Or, nous observons que la corrélation reste fortement significative même si, comme on peut s'y attendre, son ampleur diminue. La conclusion finale est que non seulement la chance, sous forme des conditions favorables dont le joueur jouit chez lui, influe sur la performance de ses débuts, mais que cet effet ne disparaît pas pendant le déroulement de sa carrière internationale.

Chose importante, notre stratégie économétrique est fondée sur le fait que l'endroit où le joueur de test-cricket fait ses débuts est *exogène*, c'est-à-dire qu'il n'est pas lié à son aptitude intrinsèque. Sur le marché plus général du travail, cela n'est souvent pas le cas, et des conditions initiales apparemment exogènes pourraient être liées à l'aptitude.

Pourquoi la chance persiste

Pourquoi la chance est-elle si persistante? Les études avancent au moins deux explications possibles, qui sont des analogues parfaits dans notre échantillon. Premièrement, ceux qui enregistrent une bonne performance pendant la série de leurs débuts, ce qui est analogue à un bon premier emploi, peuvent acquérir, de ce fait, certaines compétences qui peuvent porter leurs fruits pendant le reste de leur carrière. Par exemple, plus les batteurs résistent longtemps à des lanceurs internationaux de haut niveau pendant leurs débuts, plus ils sont susceptibles d'acquérir une plus grande

Débutant, superstar

L'amélioration de 33 % de la moyenne à la batte et la réduction de 18 % de la moyenne au lancer dont bénéficie un joueur qui fait ses débuts dans son pays correspondent à peu près à la différence de performance entre une superstar et un joueur compétent.

Par exemple, la moyenne à la batte du grand batteur indien, Sunil Gavaskar, était environ trois fois supérieure à celle de contemporains compétents comme Keith Fletcher ou Larry Gomes. La moyenne au lancer du légendaire lanceur australien Dennis Lillee était, quant à elle, inférieure d'environ 15 % à celle de son lanceur d'appui, Max Walker.

confiance en soi et une meilleure technique qui continueront de leur être profitables à l'avenir. C'est ce qu'on appelle l'*hypothèse du capital humain*. Deuxièmement, ceux à qui il incombe de sélectionner l'équipe nationale peuvent ne pas tenir compte des différences entre les endroits où les joueurs ont fait leurs débuts lorsqu'ils décident de les garder ou non dans l'équipe, pénalisant ainsi ceux qui ont fait leurs débuts à l'étranger. C'est ce qu'on appelle le *biais affectant le signal*. Il convient de noter que celui-ci peut coexister avec l'hypothèse du capital humain.

Nous utilisons les données sur les joueurs qui ont été sélectionnés et ceux qui ne l'ont pas été pour construire un modèle simple de la décision de sélection après la série de matchs de début d'un joueur. Nous voyons confirmée l'hypothèse du capital humain tant pour les batteurs que pour les lanceurs : de bonnes performances en début de carrière permettent d'acquérir des compétences utiles. Nous constatons aussi que les sélectionneurs sont vulnérables au biais affectant le signal pour les batteurs comme pour les lanceurs. Mais ce biais est beaucoup plus important pour les deuxièmes que pour les premiers. Les comités de sélection pénalisent les uns comme les autres pour un début à l'étranger, mais ils pénalisent beaucoup plus les lanceurs peut-être parce qu'une performance médiocre au lancer risque beaucoup plus qu'une performance médiocre à la batte de faire perdre une équipe.

Merci à la chance

Il serait faux de généraliser les résultats de cette étude à tous les autres marchés du travail, mais il semble bien que la chance joue un rôle important dans le succès des premières performances même si l'aptitude et l'effort peuvent renforcer son effet. Nos conclusions décevront donc probablement les puristes des deux camps, c'est-à-dire ceux qui estiment que le succès tient uniquement à la chance ou à l'aptitude. Nous devons toutefois ajouter que le marché des joueurs de test-cricket présente, par rapport aux autres marchés du travail, des différences qui devraient *réduire* le rôle de la chance plutôt que l'augmenter. En effet, pour ceux qui sélectionnent l'équipe des test-matches, la performance des joueurs est facilement mesurable et les différences entre les conditions existant dans les divers pays sont bien connues. De plus, l'effort requis pour procéder à une sélection méticuleuse est probablement très faible par rapport à l'importance de prendre la bonne décision. Les comités de sélection semblent néanmoins pénaliser systématiquement les lanceurs comme les batteurs qui ont eu la malchance de débiter à l'étranger, et davantage les lanceurs que les batteurs. Il semble donc probable que ce type de biais soit largement répandu chez toutes les catégories d'employeurs, pour lesquels les mesures des performances sont plus ambiguës, les différences entre les conditions initiales plus difficiles à évaluer, et la décision elle-même a peu de chances d'être anticipée, dans le monde entier, par des millions d'amateurs fanatiques aux idées bien arrêtées. ■

Shekhar Aiyar est économiste principal au Département Asie et Pacifique du FMI et Rodney Ramcharan est économiste principal au Département Afrique du FMI.

Cet article repose sur un document de travail du FMI à paraître sous le titre «What Can International Cricket Teach Us About the Role of Luck in Labor Markets?».



Immobilier : les prix

Prakash Loungani

Dans une perspective historique, l'important n'est pas la tendance des prix de l'immobilier, mais leur volatilité

EN 1625, Pieter Fransz construisit une maison dans Herengracht, un nouveau quartier d'Amsterdam. Dans les années 1620, les Pays-Bas devinrent une puissance mondiale — Amsterdam créant le premier grand marché boursier ainsi que des marchés de matières premières et d'opérations à terme — et les prix de l'immobilier doublèrent en moins de dix ans. Pendant les trois siècles suivants, le prix de la maison fut déprimé par les guerres, les récessions et les crises financières, puis se redressa (Shorto, 2006). Quand la famille céda la maison, dans les années 80, sa valeur réelle, c'est-à-dire corrigée de l'inflation, n'avait que doublé en 350 ans, soit un rendement très modeste de l'investissement.

D'un point de vue historique, les prix des logements à Herengracht ne sont pas remarquables par leur tendance, mais par leurs fluctuations (graphique 1) : les innovations et les périodes prospères les ont fait monter pendant des années et — juste au moment où l'on était convaincu que, cette fois, la hausse continuerait — des chocs survenaient et les faisaient rechuter.

À partir de la fin des années 90, les prix à Herengracht, et plus généralement à Amsterdam, ont doublé en

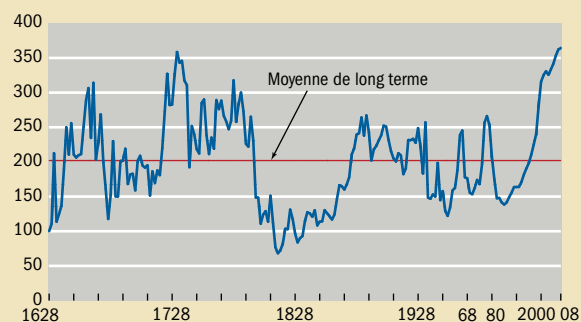
dix ans, avant d'amorcer une nouvelle baisse brutale. Ce récent va-et-vient s'inscrit dans un cycle mondial d'envolée, puis d'effondrement, des prix de l'immobilier. Aux États-Unis, leur ascension a résulté d'innovations financières. En Irlande, elle a coïncidé avec une accélération historique de la croissance; en Espagne et en Australie, elle a été stimulée par l'immigration; en Islande, elle a été générée par un formidable essor du système financier national. En 2006, les prix ont commencé à fléchir, aux États-Unis d'abord, puis ailleurs (graphique 2).

Graphique 1

Perspective à long terme

De 1628 à 2008, les prix des logements dans le quartier du Herengracht ont fluctué, mais les prix réels ont doublé en moyenne.

(1628 = 100)



Source : Eicholtz, Piet M.A., 1997, "The Long-Run House Price Index: The Herengracht Index, 1628-1973," *Real Estate Economics*, actualisé jusqu'en 2008 par Eicholtz.



Le quartier du Herengracht, à Amsterdam, où vivait Pieter Fransz.

vont-ils encore baisser?

On estime généralement que ce cycle expansion–repli est largement responsable de la crise financière mondiale, elle-même considérée comme la plus grande menace qu’ait connue l’économie internationale depuis la Dépression des années 30. Dans l’intérêt de la stabilité macroéconomique, nationale et mondiale, il faut comprendre les éléments qui sont à la base des cycles de l’immobilier et trouver les moyens de les atténuer.

Que savons-nous de l’incidence et de l’amplitude (variation des prix du point haut au point bas, et vice versa) des cycles des prix immobiliers dans le monde? Quelles en sont les causes? Et quelles conclusions peut-on en tirer pour prévoir l’évolution future?

Le cycle des prix de l’immobilier

La hausse des prix de l’immobilier dans 18 pays avancés¹, qui a commencé au milieu des années 90 et continué pendant dix ans, a été supérieure à celle des cycles passés. La baisse amorcée il y a trois ans se poursuit.

Cycle	Phase de hausse		Phase de baisse	
	Durée	Variation des prix ²	Durée	Variation des prix ³
1970–milieu années 90	21 trimestres	+40 %	18 trimestres	-22 %
Milieu années 90–présent	41 trimestres	+114 %	13 trimestres	-15 %

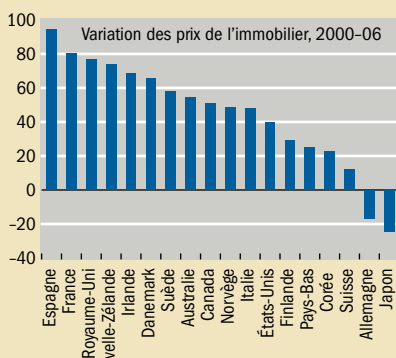
Source : Igan and Loungani (à paraître).
¹Les 18 pays sont : l’Allemagne, l’Australie, le Canada, la Corée, le Danemark, les États-Unis, l’Espagne, la Finlande, la France, l’Irlande, l’Italie, le Japon, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.
²Prix réels, du point bas au point haut.
³Prix réels, du point haut au point bas.

Graphique 2

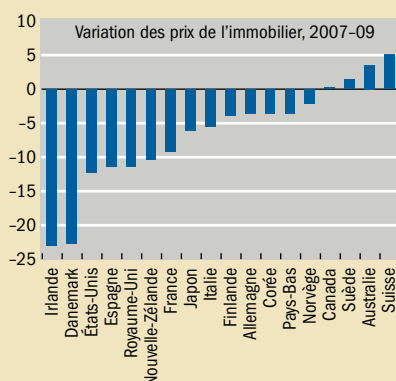
De la hausse à la baisse

Dans la plupart des pays avancés, les prix de l’immobilier ont augmenté de 2000 à 2006. Depuis 2007, la baisse est tout aussi générale.

(pourcentage)



(pourcentage)



Source : Organisation de coopération et de développement économiques.

Illustration des cycles

Plus les séries statistiques sont anciennes, plus il est facile de « dater » les points de retournement. Les séries de prix de l’immobilier remontant au XVII^e siècle, comme celle du quartier du Herengracht, sont rares. Mais, dans beaucoup de pays membres de l’OCDE, les données remontent jusqu’à 1970, ce qui est une durée suffisante pour dater de façon fiable les cycles de l’immobilier.

De 1970 jusqu’au milieu des années 90, les phases de hausse des prix de l’immobilier dans 18 économies de l’OCDE ont duré un peu plus de cinq ans, les prix réels (corrégés de l’inflation) augmentant de 40 % en moyenne (voir tableau). Elles ont habituellement été suivies d’une

Prix de l'immobilier : fondamentaux ou bulles?

Robert Shiller est renommé pour avoir prévu le krach boursier américain de 2000-01 (voir *F&D* de septembre 2008). En 2003, il avertit que les prix de l'immobilier américain constituaient aussi une « bulle », c'est-à-dire qu'ils étaient devenus bien supérieurs à ce que justifiaient des facteurs fondamentaux comme la croissance des revenus, les taux d'intérêt, l'évolution démographique et les coûts de construction. Il montra que les ratios prix/loyers et prix/revenus étaient au plus haut depuis un siècle.

Shiller pense que les bulles se forment parce que les anticipations de prix d'actifs résultent souvent de récits, d'une perception sociale de la réalité et d'une croyance excessive en des évolutions favorables. Des comportements malhonnêtes et antisociaux peuvent aussi accentuer le mouvement. À propos du marché immobilier américain, il pense que l'on s'est persuadé que les prix ne baissent jamais, ou que ce serait différent cette fois. Les conséquences de cette erreur ont été aggravées par la commercialisation de crédits immobiliers à des personnes manifestement incapables de les rembourser et par leur conversion en titres échangeables.

En revanche, James Kahn, économiste à l'université Yeshiva, affirme, dans une étude réalisée avec Robert Rich de la Banque fédérale de réserve de New York, que l'envolée des prix de l'immobilier peut s'expliquer par des facteurs fondamentaux, notamment les anticipations de hausse des revenus. Selon Kahn, la poussée des prix, du milieu des années 90 à 2007, reposait sur la conviction que les gains de productivité permettraient une progression continue des revenus. La dynamique s'est inversée en 2007, quand la perception du ralentissement de la productivité a enrayé le boom du logement et mis en question la viabilité des crédits immobiliers basée sur une hausse constante des prix. Bien que la décélération des gains de productivité ait commencé en 2004, elle n'aurait été ressentie qu'en 2007.

Kahn estime aussi qu'à cause de l'inélasticité de l'offre de logements, leurs prix peuvent augmenter plus vite que les revenus dans les périodes où la croissance est supérieure à la moyenne, puis chuter brutalement quand elle ralentit. L'amplification consécutive de la réaction des prix au changement des facteurs fondamentaux se manifeste à la façon du scénario expansion-repli qui s'est mis en place récemment.

baisse sur quatre ans et demi, effaçant à peu près la moitié de la hausse précédente.

Le passé aide à comprendre le cycle actuel des prix de l'immobilier, qui a débuté, dans la plupart des pays, entre le milieu des années 90 et le début des années 2000. La phase de hausse a été en moyenne deux fois plus longue qu'auparavant (41 trimestres au lieu de 21) et plus prononcée, les prix montant presque trois fois plus. La durée de la baisse actuelle s'approche de celle des cycles passés et, jusqu'à présent, son amplitude est comparable. Mais, comme les prix ont beaucoup plus augmenté que dans le passé, ils pourraient baisser davantage.

Les causes des cycles de l'immobilier

Comment expliquer les cycles des prix de l'immobilier illustrés par le tableau? À la fois par des corrélations à long terme et par des déterminants à court terme.

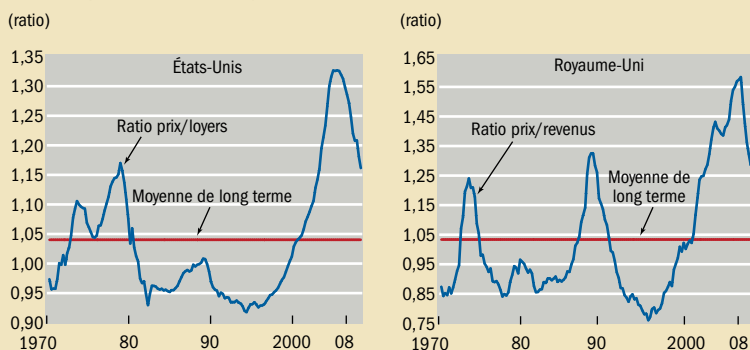
Corrélations à long terme : Selon la théorie économique, les prix des logements, les loyers et les revenus doivent évoluer parallèlement sur longue période. Pour comprendre pourquoi, considérons d'abord les prix et les loyers. Acheter et louer sont les deux moyens possibles de répondre au besoin de se loger. À longue échéance, il ne peut donc y avoir dissociation des prix et des loyers. Si cela se produisait, les particuliers arbitreraient entre acquisition et location, provoquant des ajustements qui restaureraient ce parallélisme. De même, sur longue période, les prix des logements ne peuvent trop s'écarter de la capacité à les acquérir, c'est-à-dire des revenus personnels.

Observons, par exemple, ces corrélations longues aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphique 3). De 1970 au début des années 2000, aux États-Unis, le rapport entre prix de l'immobilier et loyers est revenu quatre fois à sa moyenne de long

Graphique 3

Des évolutions indissociables

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, comme dans beaucoup de pays, loyers et revenus évoluent parallèlement aux prix de l'immobilier.

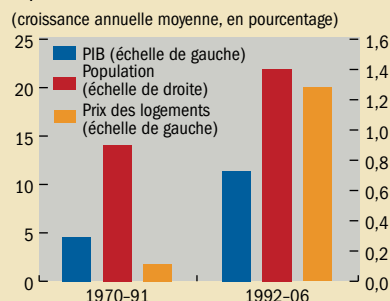


Source : Organisation de coopération et de développement économiques.

Graphique 4

Ce qui fait monter les prix

Une forte croissance des revenus et de la population peut faire grimper les prix réels des logements, comme on l'a vu en Irlande à partir de 1992.

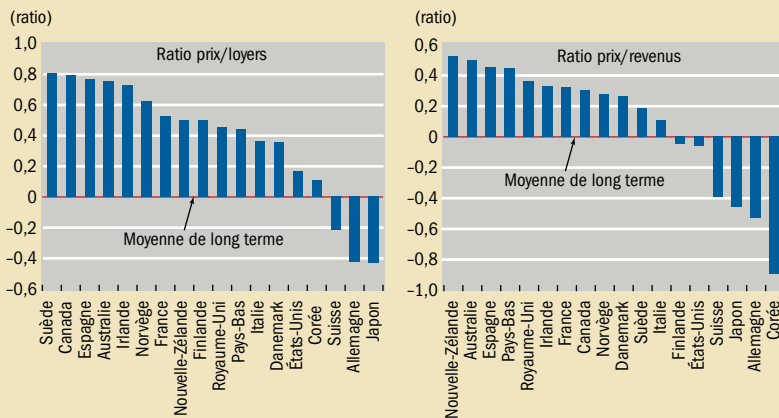


Source : calculs de l'auteur basés sur des données du FMI et de l'OCDE.

Graphique 5

Jusqu'à où peut aller la baisse?

Malgré de fortes diminutions, les ratios prix/loyers et prix/revenus restent supérieurs aux moyennes de long terme dans la plupart des pays avancés.



Source : Organisation de coopération et de développement économiques.

Note : La moyenne de long terme porte sur la période 1970-2000. Les ratios actuels sont ceux de fin 2009.

terme. Dans les années 70, les prix avaient beaucoup plus augmenté que les loyers, mais, de 1980 à 2000, le ratio prix/loyers a glissé un peu en deçà de sa moyenne sur longue période. Passé bien au-dessus de cette moyenne de 2000 à 2006, il a commencé ensuite à s'en rapprocher. Au vu de cette évolution, comme de l'amplitude des cycles passés, la correction pourrait se poursuivre. Au Royaume-Uni, la situation

Si les prix de l'immobilier augmentent aussi rapidement, c'est parce que l'offre de logements a du mal à suivre.

est similaire pour le ratio prix/revenus. De 1970 à 2000, il a oscillé autour de sa moyenne de long terme, avec quelques rares pics. Depuis 2006, il redescend vers cette moyenne, tout en restant bien au-dessus.

Déterminants à court terme : Bien que les corrélations à long terme représentent un ancrage, les prix de l'immobilier s'en écartent sur courte période, souvent très sensiblement et durablement. Une forte demande les fait monter et, fréquemment, les facteurs sous-jacents ne peuvent expliquer l'intégralité de la hausse. L'Irlande en est une bonne illustration (graphique 4). De 1992 à 2006, les revenus y ont augmenté de plus de 10 % par an, soit plus de deux fois la moyenne des deux décennies précédentes. La croissance démographique s'est aussi accélérée à partir de 1992. Or, la hausse des prix de l'immobilier a été supérieure dans les deux cas : près de 20 % par an de 1992 à 2006, dix fois plus que pendant les vingt années précédentes.

Si les prix de l'immobilier augmentent aussi rapidement, c'est parce que l'offre de logements a du mal à suivre, et aussi à cause de l'interaction de l'immobilier et des marchés financiers. Les logements servant de garantie, la hausse peut avoir un effet en retour : la valorisation des garanties incite les banques à prêter plus aux ménages, ce qui entretient le boom des prix de l'immobilier. Cette rétroaction peut se produire indépendamment de la cause initiale de la hausse — une progression de la demande, des mesures officielles, telles que le maintien de taux d'intérêt bas, ou des changements institutionnels facilitant l'obtention de crédits immobiliers.

De plus, les facteurs fondamentaux n'expliquent pas entièrement toutes les variations de prix partout et toujours. Comme l'affirment Robert Shiller, économiste à l'université Yale, et d'autres,

les prix de l'immobilier sont parfois déterminés par des éléments psychologiques et sociologiques, qui peuvent aussi amplifier la réaction des prix aux données fondamentales (voir encadré).

La baisse va-t-elle se poursuivre?

Malgré des signes de stabilisation, la correction générale des marchés immobiliers a continué en 2009. Dans l'OCDE, les prix réels ont baissé de quelque 5 % en moyenne du quatrième trimestre de 2007 au troisième trimestre de 2009.

Jusqu'à où peuvent-ils baisser? Pour répondre, il faut considérer plusieurs facteurs.

D'abord, dans la plupart des pays, les prix de l'immobilier sont encore très supérieurs à leurs niveaux d'avant la hausse des premières années 2000. Ensuite, ils restent élevés par rapport aux loyers et aux revenus, qui, on l'a dit, servent souvent de points d'ancrage à long terme. Le graphique 5 montre de combien les ratios prix/loyers et prix/revenus devraient baisser dans chaque pays pour revenir à leur moyenne de long terme. Enfin, selon les modèles économétriques, les prix ont plus augmenté de 2000 à 2006 que ne peuvent l'expliquer les déterminants immédiats ou les corrélations à long terme; jusqu'à présent, la correction n'a pas effacé tous les excès.

D'où une conclusion inquiétante : il y a encore une marge de baisse dans de nombreux pays. ■

Prakash Loungani est conseiller au Département des études du FMI.

Bibliographie :

Igan, Deniz, and Prakash Loungani, à paraître, "Global Housing Cycles," *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).

Shorto, Russell, 2006, "This Very, Very, Old House," *The New York Times Magazine*, March 5.



Éviter le protectionnisme

Cargaison au terminal de Maersk, à Long Beach, en Californie.

Christian Henn et Brad McDonald

Jusqu'à présent, le monde a résisté à la tentation du protectionnisme, mais peut-être que le plus dur reste à faire

LES RÉCESSIONS et leurs conséquences font le lit du protectionnisme. Quand la production baisse et que le chômage augmente, l'idée que les échanges avec l'étranger y sont pour quelque chose est séduisante. La tentation grandit d'exporter le chômage en bloquant les importations et en subventionnant les industries nationales, même si de telles mesures sont manifestement contre-productives.

La Crise de 1929 a engendré des mesures ultra-protectionnistes qui ont aggravé le chaos économique et social aux quatre coins du monde.

La crise financière qui sévit à l'heure actuelle est généralement considérée comme la pire calamité économique que le monde ait connue depuis les années 30. Les marchés financiers se sont figés. La production s'est effondrée, surtout dans les pays avancés. Le commerce mondial s'est contracté dans les derniers mois de l'année 2008. Les dirigeants disent avoir tiré les leçons de la grande crise des années 30 et s'être engagés à résister aux pressions protectionnistes. Y sont-ils parvenus? Même en admettant qu'ils aient réussi, le problème est-il vraiment réglé?

L'effondrement du commerce

En période de récession, le commerce connaît habituellement un déclin plus brutal que l'activité économique en général. Néanmoins, la contraction soudaine de 17 % en volume du commerce international enregistrée entre octobre 2008 et janvier 2009 a d'abord semblé hors de proportion avec la baisse concomitante, mais relative-

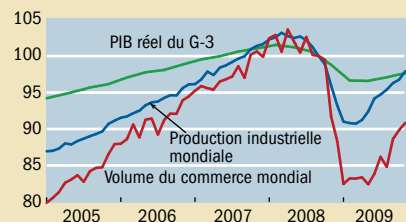
ment modeste, du PIB réel de 2 % dans les principaux pays avancés (graphique 1). Toutefois, la sévérité du recul des échanges ne paraît pas résulter d'un recours flagrant au protectionnisme. Elle semble plutôt liée à un ralentissement planétaire de la demande, dont l'effet sur le commerce a été particulièrement sensible en raison de trois caractéristiques récentes des courants d'échanges.

Premièrement, le commerce des biens durables et autres achats «différables», qui représentent une part très importante du commerce total, est celui qui a le plus chuté. Les turbulences financières ont eu raison des marchés du crédit,

Graphique 1

Sans comparaison

Par rapport au recul de la production, notamment industrielle, le repli du commerce international pendant les derniers mois de 2008 a été bien plus prononcé qu'au cours des récessions précédentes. (septembre 2008 = 100)



Sources : Centraal Planbureau (Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.
Note : Le PIB réel est une moyenne simple des PIB des États-Unis, des pays de la zone euro et du Japon, corrigés des variations saisonnières.

qui se sont grippés. Au plus fort du climat d'incertitude qui régnait sur les marchés financiers, les consommateurs (déjà perturbés par des pertes patrimoniales liées au secteur du logement et par des revers boursiers) ont préféré reporter leurs achats de biens durables (produits électroniques, voitures, etc.), et ce phénomène a eu une ampleur sans précédent. Face à la baisse de la demande et au surcoût du capital, les entreprises ont remis leurs projets d'investissement, ce qui a pesé sur la demande de biens d'équipement. Si les biens d'équipement et les biens durables constituent la majeure partie du commerce mondial de marchandises (graphique 2), leur poids dans le PIB mondial — constitué pour l'essentiel par les services et les biens non durables — est nettement moindre. Cette asymétrie pourrait expliquer la moitié au moins de l'effondrement des échanges internationaux (Levchenko, Lewis, and Tesar, 2009; Baldwin, 2009).

Deuxièmement, compte tenu de l'étendue de la chaîne mondiale de l'offre, les composants sont échangés un certain nombre de fois avant l'élaboration du produit final. Un repli de l'activité amplifie ces effets de chaîne : les biens dont l'achat est différé relèvent des chaînes d'offre les plus longues et, en période de ralentissement, les entreprises diminuent leurs commandes d'intrants intermédiaires pour réduire à la fois la production et les stocks (Freund, 2009). Les techniques de production juste-à-temps ont permis de contenir le niveau des stocks, mais elles propagent plus vite les effets d'une baisse soudaine de la demande. Cet ajustement des stocks peut expliquer en partie la soudaineté avec laquelle le commerce mondial a chuté fin 2008 et début 2009, avant de se stabiliser rapidement. Les pays les plus intégrés dans les chaînes mondiales de l'offre sont ceux dont le commerce a été le plus brutalement affecté. Les exportations japonaises, par exemple, ont baissé d'un tiers durant cette période.

Troisièmement, le recours accru au financement du commerce international est un des facteurs de contraction des échanges. Comme les chaînes de l'offre sont mondiales, les produits mettent davantage de temps à atteindre le consommateur final, et les entreprises ont donc besoin de financements de longue durée pour leur fonds de roulement. C'est la raison pour laquelle le financement du commerce par les banques, qui crée des liens assurantiels entre exportateurs et importateurs, joue un rôle plus important qu'avant. Au tout début de la crise au moins, le renchérissement et la raréfaction des crédits commerciaux ont eu un impact négatif, surtout dans les pays émergents (Dorsey, 2009).

Les échanges commencent à se redresser, mais la durabilité de la reprise n'est pas encore garantie. Les exportations mondiales ont augmenté d'environ 10 % en volume entre mai et novembre 2009 (graphique 3). À cet égard, les chaînes mondiales de l'offre semblent jouer un rôle décisif : les régions les plus intégrées dans ces chaînes, comme l'Asie de l'Est, sont celles où la reprise des échanges est la plus vigoureuse. En revanche, les importations des pays avancés ont ralenti depuis septembre (graphique 4). L'ouverture des marchés demeurera primordiale pour soutenir le commerce et une reprise généralisée.

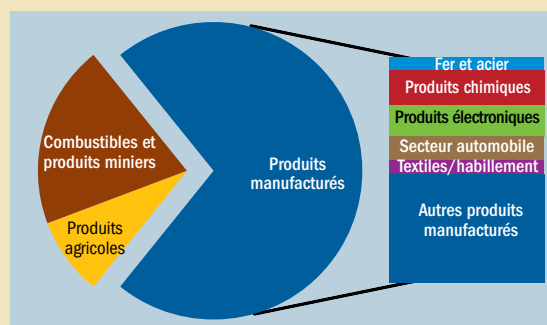
Protectionnisme en mode mineur

Le protectionnisme n'a guère joué de rôle dans la contraction brutale du commerce de biens et de services en 2008 et 2009. À tous points de vue ou presque, le recours au protectionnisme est

Graphique 2

Achats différables

Les biens de consommation durables et d'équipement représentent une part importante du commerce mondial.



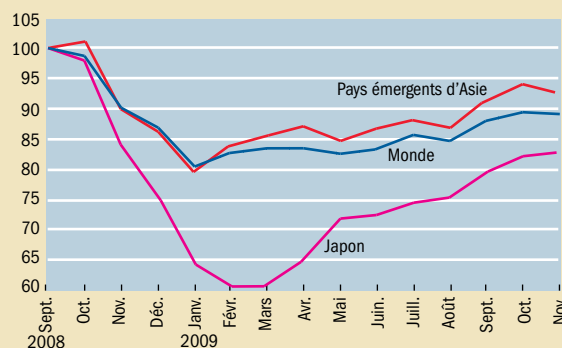
Source : Organisation mondiale du commerce, *Statistiques du commerce international*.
Note : Les données se rapportent à 2007.

Graphique 3

Les plus touchés

Les pays les plus intégrés dans la chaîne mondiale de l'offre sont ceux où la reprise a été la plus rapide.

(exportations en volume, septembre 2008 = 100)



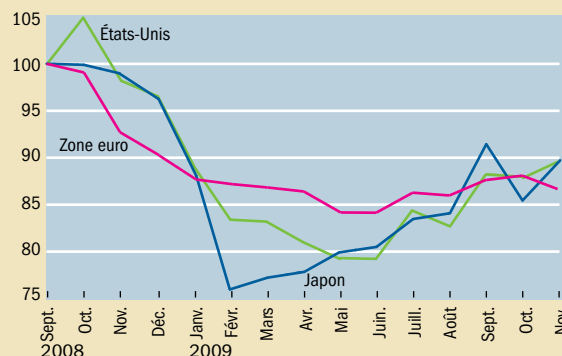
Source : Centraal Planbureau (Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique).

Graphique 4

Nouveau ralentissement

Après le rebond du début 2009, la progression des importations dans les pays avancés a commencé à ralentir en septembre.

(niveau des importations, septembre 2008 = 100)



Source : Centraal Planbureau (Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique).

relativement modeste depuis le début de la crise. L'OMC estime que moins de 1 % des échanges transfrontaliers ont été soumis à de nouvelles mesures protectionnistes (OMC, 2009). Si plusieurs pays ont relevé les droits de douane sur certaines catégories de produits, seule une petite minorité a opté pour des hausses plus généralisées. Alors même que les plafonds fixés par l'OMC leur laissent une marge significative, de nombreux pays en développement ont évité d'augmenter leurs droits de douane, montrant peut-être ainsi qu'ils sont conscients de l'importance de l'ouverture des marchés pour leurs propres performances économiques et pour la reprise mondiale.

En tout cas, les mesures commerciales prises face à la crise pourraient avoir faussé les règles du jeu sur certains marchés. Il se peut que les renflouements financés par les contribuables et l'augmentation des subventions aient modéré les pressions en faveur de mesures plus préjudiciables, mais ils ont eu tendance à favoriser les entreprises nationales, en particulier dans les secteurs financiers et manufacturiers. La multiplication des marchés publics privilégiant les entreprises nationales a aussi désavantagé les concurrents et diminué l'effet des mesures de relance sur la croissance mondiale. Parmi les autres réactions feutrées à la crise figurent les obstacles non tarifaires, par exemple l'introduction de procédures restrictives d'autorisation des importations ou de formalités douanières plus lourdes, ou encore la multiplication des normes réglementaires applicables aux produits. Enfin, au second semestre de 2009, quand le commerce a redémarré, les différents secteurs d'activité se sont mis à réclamer des mesures antidumping à un rythme plus soutenu (Bown, 2009).

L'expérience des années 30

Les décideurs politiques ont eu raison d'évoquer la crise des années 30. En 1929, le Congrès américain avait commencé à réfléchir à une augmentation substantielle des droits de douane avant même le krach boursier. En juin 1930, malgré les protestations de nombreux économistes, la loi Smoot-Hawley relative aux droits de douane a été promulguée, nourrissant un profond ressentiment dans les autres pays et déclenchant quelques mesures de représailles. La conférence de la SDN qui devait se réunir en

Priorités politiques

Au tout début de la crise, les dirigeants politiques se sont montrés particulièrement conscients des dangers du protectionnisme. Les dirigeants des pays avancés et émergents du G-20 se sont engagés en novembre 2008 à «s'abstenir d'instituer de nouveaux obstacles à l'investissement et au commerce de biens et de services, d'imposer de nouvelles restrictions aux exportations ou de prendre» des mesures pour stimuler les exportations qui ne seraient pas conformes aux règles de l'OMC.

En avril 2009, ils ont prolongé cet engagement jusqu'en 2010 et demandé à l'OMC et à d'autres institutions de surveiller le respect de cet engagement. Cette demande a incité l'OMC à poursuivre les activités entreprises en octobre 2008. Les rapports de suivi de l'OMC sont essentiels pour jauger les mesures commerciales qui ont été prises face à la crise. L'action du G-20 a été complétée par celle d'autres organisations internationales, des gouvernements et des entités non officielles telles que le dispositif «Global Trade Alert» du Centre for Economic Policy Research.

1930 pour éviter l'entrée dans un cycle protectionniste a été un échec. L'année 1931 a vu une détérioration de plus en plus rapide du commerce international et une course folle pour protéger les marchés intérieurs et les balances des paiements (Eichengreen and Irwin, 2009). De grands pays ont procédé à de fortes dévaluations, imposé des restrictions de change, ou encore largement relevé les droits à l'importation et contingenté les importations. Faute d'une politique monétaire indépendante, les pays dont la monnaie restait rattachée à l'or étaient plus susceptibles de restreindre leurs échanges, surtout quand leurs partenaires avaient dévalué leurs monnaies.

Le commerce mondial a diminué de 25 % en volume entre 1929 et 1933, la moitié ou presque de ce recul étant imputable au relèvement des barrières commerciales. Aux États-Unis, l'application du nouveau tarif s'est traduite par une hausse du droit de douane moyen sur les importations taxables, qui est passé de 40 %, un chiffre déjà élevé, à 47 %. Mais la conjonction de la déflation et des droits «spécifiques» a eu des effets encore plus marqués. Selon Irwin (1998), les augmentations du tarif effectif (résultant à la fois de la loi Smoot-Hawley et de la déflation) ont provoqué une baisse de 12 à 20 points de pourcentage des importations américaines entre 1930 et 1932.

Bien que le protectionnisme n'ait pas été à l'origine de la crise des années 30, le renforcement des obstacles au commerce l'a aggravé et, pire encore, a contribué à asphyxier la reprise. La production mondiale est revenue à son niveau d'avant la crise en 1938, mais avec un ratio commerce/PIB inférieur d'environ 20 % à celui de 1929. Bien que les différentes séries de restrictions aient été progressivement supprimées à partir de 1934, il a parfois fallu plusieurs dizaines d'années pour revenir sur les initiatives malheureuses prises entre 1930 et 1932.

La tentation provisoirement repoussée

Compte tenu de sa sévérité, la crise actuelle aurait bien pu déboucher sur d'innombrables mesures protectionnistes. Cela n'a pas été le cas, pour plusieurs raisons.

- Les économistes et les autorités ont souligné très tôt que le recours au protectionnisme risquait d'aggraver et de prolonger la crise. En particulier, l'extrême attention accordée à cette question par les dirigeants des pays avancés et émergents du G-20 et la surveillance globale assurée par l'OMC ont incité les décideurs nationaux à rester vigilants (voir encadré).

- Les institutions multilatérales comme l'OMC et le FMI ont joué la transparence et fait un travail de sensibilisation aux effets négatifs du protectionnisme sur les partenaires commerciaux. Des règles multilatérales ont défini les types de réponses à la crise considérées comme responsables.

- En adoptant rapidement des mesures vigoureuses pour stimuler les dépenses, assouplir leur politique monétaire et soutenir le secteur financier, les autorités ont contribué à atténuer et abrégé la crise. Les aides directes ou indirectes aux entreprises ont peut-être aidé à modérer les pressions en faveur de mesures protectionnistes pures et simples.

- Environ 99 % des droits à l'importation sont *ad valorem*, c'est-à-dire exprimés en pourcentage de la valeur des importations. De ce fait, la baisse des prix à l'importation s'est traduite par une diminution des droits versés (OMC, 2008). Dans les

années 30, en revanche, beaucoup de droits étaient *spécifiques* : quand les prix des produits d'importation baissaient, les droits perçus augmentaient en pourcentage de la valeur.

• Les vastes réseaux de l'offre mondiale et l'investissement direct étranger influencent l'économie politique de la politique commerciale. Les entreprises nationales exploitant des sites à l'étranger ou important de très grosses quantités d'intrants ont plus qu'intérêt à ce que soit préservée l'ouverture des marchés, ce qui tend à compenser la tentation protectionniste.

Et demain?

Bien que le recours au protectionnisme n'ait pas été aussi massif qu'on ne le redoutait initialement, des pressions continuent de s'exercer. Elles pourraient même s'accroître en 2010, car les taux de chômage dans les pays avancés demeurent à leurs niveaux les plus élevés depuis plusieurs années. Les coûts du protectionnisme, qui menacerait la reprise et freinerait la croissance mondiale pendant des années, suffiraient à justifier la mise en garde habituelle contre toute forme de complaisance. Mais il y a aussi d'autres raisons de s'inquiéter.

Les pertes d'emplois comptabilisées en 2008 et 2009 ont coïncidé avec un recul des importations, le commerce s'étant contracté bien plus que l'activité économique en général. Comme la part de marché des importations était en baisse, personne ne rendait les produits de fabrication étrangère responsables de la montée du chômage, et ceux qui avaient à cœur d'enrayer le phénomène ne voulaient pas non plus frapper spécifiquement les importations. Mais comme le commerce s'est mis à croître plus vite que l'activité générale, les pressions protectionnistes pourraient réapparaître quand la part de marché des importations reviendra à son niveau d'avant la crise, surtout dans les pays où le chômage reste significatif et dans les secteurs où la reprise est lente.

D'autres facteurs pourraient nourrir la tentation du protectionnisme. Par le passé, les *déficits courants multilatéraux ou bilatéraux* ont souvent servi d'argument aux partisans de pratiques commerciales restrictives. Bien que la contraction récente des échanges ait réduit les déséquilibres extérieurs, on ignore dans quelle mesure ils pourraient s'accroître de nouveau. Quand les *mesures de relance budgétaires, monétaires et financières* seront levées, les entreprises et les secteurs touchés pourraient se mettre à réclamer des mesures protectionnistes. Comme l'a montré la crise des prix alimentaires de 2007–08, le renchérissement des produits de base risque d'inciter certains pays à taxer ou à restreindre leur exportation. Enfin, dans certains pays émergents, l'*afflux de capitaux* a entraîné une appréciation sensible de la monnaie. Même quand le nouveau taux de change se justifie, il peut lourdement peser sur la compétitivité extérieure des exportateurs et des industries nationales, et susciter une demande de protection contre les importations et de soutien des exportations.

L'erreur protectionniste

Renforcer les obstacles au commerce serait une bien mauvaise stratégie pour affronter la conjoncture. En outre, comme il est difficile de supprimer des mesures existantes, les initiatives protectionnistes prises aujourd'hui pourraient freiner la croissance économique durant des années. Les décideurs politiques sont heureusement conscients du fait que les obstacles au commerce

peuvent parasiter la reprise. Il est probable qu'un trop grand nombre de restrictions ont été instaurées, mais leur champ d'application est relativement modeste. Néanmoins, les pressions protectionnistes pourraient s'intensifier en 2010, car le chômage devrait rester substantiel et les importations vont rebondir.

À brève échéance, trois facteurs auront une influence décisive sur l'avenir du commerce international :

La surveillance plus étroite des mesures commerciales a une influence bénéfique sur les politiques conduites. Le fait d'identifier clairement les mesures discriminatoires, sans en surestimer la fréquence ou les conséquences, s'est révélé réellement dissuasif. On peut continuer d'agir en ce sens.

Le risque d'un protectionnisme déguisé ou sournois existe toujours. Il peut se matérialiser non pas sous forme de droits de douane, mais via des procédures de passation des marchés publics, des normes de produits, des procédures douanières, ou d'autres mesures dont les effets protectionnistes sont moins flagrants.

Le succès des négociations commerciales multilatérales du Cycle de Doha contribuerait à garantir que les marchés resteront ouverts, ce qui permettra au commerce de participer à la reprise économique et de soutenir une croissance vigoureuse au cours des prochaines années. Abaisser les droits de douane, réduire le potentiel de distorsion des échanges des subventions agricoles, rendre les politiques commerciales plus transparentes et durcir les règles multilatérales dans des domaines connexes tels que l'aide alimentaire et les subventions pour la pêche sont autant d'actions qui réduiraient les risques de conflits commerciaux futurs et renforceraient les relations économiques internationales. ■

Christian Henn est économiste et Brad McDonald est chef de division adjoint au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.

Bibliographie :

- Baldwin, Richard, ed., 2009, *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*. Disponible à VoxEU.org.
- Bown, Chad, 2009, "The Global Resort to Antidumping, Safeguards, and other Trade Remedies amidst the Economic Crisis," *World Bank Policy Research Working Paper WPS5051* (Washington).
- Dorsey, Thomas, 2009, «Le commerce extérieur en mal de financements», *Finances & Développement*, volume 46, n° 1, p. 18–19.
- Eichengreen, Barry, and Douglas A. Irwin, 2009, "The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?" *NBER Working Paper 15142* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Freund, Caroline, 2009, "The Trade Response to Global Downturns: Historical Evidence," *World Bank Policy Research Working Paper WPS5015* (Washington).
- Irwin, Douglas A., 1998, "The Smoot-Hawley Tariff: A Quantitative Assessment," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, No. 2, p. 326–34.
- Levchenko, Andrei A., Logan Lewis, and Linda L. Tesar, 2009, "The Collapse of International Trade During the 2008–2009 Crisis: In Search of the Smoking Gun," *Gerald R. Ford School of Public Policy Research Seminar in International Economics Discussion Paper 592* (Ann Arbor, Michigan: University of Michigan).
- Organisation mondiale du commerce (OMC), 2008, *Profils tarifaires dans le monde, 2008* (Genève).
- , 2009, «Tour d'horizon de l'évolution de l'environnement commercial international» (Genève, novembre).

Le défi du siècle

Le changement climatique renvoie aux dysfonctionnements des marchés mondiaux; il doit être traité en même temps que le surendettement et les autres déséquilibres économiques planétaires

Alex Bowen, Mattia Romani et Nicholas Stern

TROIS problèmes pèsent sur l'économie mondiale : la dette des États, le fossé entre pays qui épargnent et pays qui consomment, et l'avènement nécessaire d'une économie bas-carbone. Ces trois aspects sont liés et méritent une approche commune. Certaines solutions sont complémentaires, d'autres sont contradictoires. Le FMI est bien placé pour jouer un rôle essentiel.

Défis

Tout d'abord, en raison de la dernière crise financière et du ralentissement de la croissance, les États du monde entier ont augmenté les dépenses pour soutenir les systèmes financiers et la relance budgétaire; dans le même temps, les recettes fiscales baissaient. Ils sont désormais confrontés à une dette publique croissante et doivent démontrer aux créanciers la crédibilité de leurs stratégies de réduction du déficit à moyen terme. Comme le soulignent Carlo Cottarelli et José Viñals du FMI, c'est un défi pour les finances publiques étant donné que le ratio dette publique/PIB des pays avancés devrait augmenter de plus de moitié et passer de 75 % à 115 % sur la période 2008-14 (*F&D*, décembre 2009) si rien n'est fait entre-temps. Il est peu probable que ce défi soit relevé dans les dix ans à venir.

Deuxièmement, l'économie mondiale accuse d'importants déséquilibres macroéconomiques, notamment en ce qui concerne l'épargne et l'investissement et le compte de capital. Ces déséquilibres hypothèquent la reprise de la croissance mondiale et le retour aux taux de croissance du début du nouveau millénaire, avec d'un côté les pays endettés qui s'acharnent à réduire leurs déficits courants et de l'autre, les pays créanciers qui n'arrivent pas à stimuler suffisamment la demande intérieure. Toutefois, rectifier ces déséquilibres trop brutalement pourrait de nouveau miner la stabilité des systèmes financiers et les flux d'investissements et d'échanges commerciaux. La pression politique engendrée par la hausse du chômage pourrait bien freiner les échanges. La réduction de ces déséquilibres devra donc se faire de façon ciblée, claire, mais progressive.

Troisièmement, le monde doit passer à une économie bas-carbone. Si rien ne change, la concentration de gaz à effet de serre (GES) va augmenter et pousser les températures à des niveaux que le monde n'a plus connus depuis des dizaines de millions d'années, avec des conséquences désastreuses. Les émissions annuelles de GES se situent actuellement autour de 47 milliards

de tonnes d'équivalent dioxyde de carbone. Pour avoir 50 % de chances de limiter la hausse des températures à 2°C (par rapport au milieu du XIX^e siècle), objectif accepté depuis longtemps déjà par la communauté internationale pour éviter les dangers du réchauffement climatique, il faudrait que les émissions retombent à 44 milliards de tonnes d'ici 2020, bien en-deçà de 35 milliards de tonnes d'ici 2030 et qu'elles tombent largement sous la barre des 20 milliards de tonnes en 2050. Si l'économie mondiale croît de 2 ou 3 % par an pendant les 40 prochaines années (ce qui équivaut à tripler), il faudra donc diviser par 8 les émissions par unité produite et réduire à presque zéro les émissions de carbone de la production d'électricité d'ici 2050. Pour remédier aux défaillances du marché causées par les externalités liées aux émissions de gaz à effet de serre, des politiques avisées et des investissements importants et continus seront nécessaires pour réduire les émissions. Cette transformation radicale prendra plusieurs décennies mais les 10 prochaines années seront décisives. Elles définiront les perspectives en matière de technologies et d'infrastructures, en particulier dans le secteur énergétique, avec le risque d'engager à long terme des capitaux sur des secteurs à forte intensité carbonique. Il est dangereux de trop attendre, car les émissions augmentent la concentration de GES qu'il sera ensuite très difficile de réduire.

Synergies

Il est essentiel de bien comprendre les interactions entre ces trois défis : en ignorer ne serait-ce qu'un seul pourrait coûter extrêmement cher. Certaines synergies ont une importance toute particulière.

À court et à moyen terme, définir le prix du carbone, que ce soit sur un marché spécifique ou par la fiscalité, peut générer des recettes dont les économies ont cruellement besoin et alléger les déficits publics. De plus, en pleine récession mondiale, investir dans des infrastructures peu émettrices de carbone présente l'avantage de puiser dans des ressources sous-utilisées et de laisser ainsi la place à d'autres investissements importants.

À plus long terme, une production énergétique sans carbone permettrait de réduire les importations de combustibles fossiles, d'où un effet positif sur le compte courants déficitaires des importateurs nets de combustibles fossiles. Les pays résisteraient mieux aux variations brutales des cours de ces combustibles, ce qui limiterait d'autant le besoin de subventions à l'énergie.

Une croissance bas-carbone a d'autres avantages : un monde plus propre, plus sûr, plus paisible et à la biodiversité préservée.

Le passage à une économie bas-carbone créera de nouvelles possibilités d'investissement. Des incitations ciblées et des politiques crédibles à long terme stimuleront l'investissement privé dans ces technologies, contribuant à rétablir l'équilibre épargne/investissement surtout dans les pays à forte croissance et un fort taux d'épargne privée, où des investissements intérieurs sont indispensables pour améliorer la productivité.

Les changements technologiques nécessaires sont déjà engagés et annoncent probablement une phase d'innovation intense, à condition que les forces vives aient confiance dans la capacité des gouvernements de mener à long terme des politiques intelligentes contre le réchauffement climatique. Les défaillances des marchés qui entravent l'innovation doivent être gommées rapidement. Les technologies bas-carbone pourraient bien transformer notre économie au même titre, voire plus encore, que la machine à vapeur, l'électricité ou les technologies de l'information. Les avancées technologiques peuvent relancer l'économie, en relevant les défis mentionnés plus haut.

Tensions

Toutefois, il existe des points de tension entre ces trois défis et les politiques qui en découlent.

Dans une économie bas-carbone, il est possible qu'au départ les prix relatifs des produits à fortes émissions de carbone et de leurs substituts soient élevés, qu'une reconfiguration partielle des modes de production soit nécessaire, avec une moindre croissance du revenu réel. En outre, dans un premier temps, une technologie bas-carbone risque de freiner la productivité. Tout cela pourrait remettre en cause les aides publiques aux politiques contre le réchauffement climatique, étant donné l'impact de la récession mondiale sur les revenus réels et la confiance des consommateurs. En revanche, les recettes des taxes écologiques pourraient servir à alléger le poids des autres impôts, mais cette solution a ses limites, vu qu'il faut réduire la dette publique, stimuler les dépenses de recherche et développement et (dans les pays riches) augmenter les transferts financiers aux pays pauvres pour les aider à s'adapter au réchauffement climatique et à réduire leurs émissions. Si les autorités tirent parti des opportunités d'amélioration de la productivité, la facture énergétique pourrait rapidement baisser, malgré des prix élevés.

La réaction des exportateurs nets de combustibles fossiles sera décisive. S'ils baissent les prix, ils risquent de saper la transition en rendant les technologies alternatives proportionnellement plus chères. S'ils augmentent leurs prix et favorisent les revenus à court terme, ils risquent de trop peser sur les budgets publics et privés des pays importateurs d'énergie, les rendant encore plus vulnérables, augmentant l'épargne nette prévue et ralentissant l'activité économique mondiale. Face à ces difficultés, la tarification rigoureuse du carbone pourra être utile.

Stimuler l'investissement privé pourrait contribuer à résoudre l'un de ces déséquilibres, mais une économie bas-carbone repose sur la fourniture de biens collectifs comme les infrastructures d'énergie et de transport, ou encore la recherche et le développement dès les tout premiers stades; cela risque d'alourdir les budgets du secteur public et d'empêcher d'autres investissements. De nouvelles

méthodes de financement et de partage des risques pourraient devenir nécessaires pour soutenir les investissements importants dans les infrastructures, d'autant que la capacité d'intermédiation financière des systèmes bancaires du monde est affaiblie. De même, des méthodes innovantes seront nécessaires pour accompagner les pays en développement dans cette transition.

Le rôle du FMI

Les synergies et tensions décrites ci-dessus sont au cœur des compétences du FMI. Il existe un lien étroit entre, d'une part, la gestion des risques et des possibilités à court terme et, d'autre part, la promotion d'une croissance durable et de la stabilité financière à long terme. Le FMI est idéalement placé pour jouer un rôle essentiel, en particulier par les actions suivantes :

- **Aider les gouvernements** à analyser et élaborer des politiques afin de remédier aux défaillances du marché susceptibles de ralentir le passage à une économie bas-carbone.
- **Soutenir les politiques** visant à exploiter les synergies entre les investissements bas-carbone et la restauration de l'équilibre mondial entre épargne et investissement.
- **Surveiller et gérer les risques** liés aux tensions mentionnées plus haut afin de promouvoir les objectifs politiques en rapport avec les trois défis identifiés au cours de la prochaine décennie.
- **Aider à trouver de nouvelles sources de financement** pour lutter contre le réchauffement climatique afin de soutenir les pays dans leurs stratégies bas-carbone sans entamer leur capacité de bien gérer leurs finances publiques.
- **Cœurer avec d'autres institutions financières internationales** et les Nations Unies à la mise en place d'une coopération internationale reposant sur une même compréhension des synergies et des tensions, et soutenir les innovations internationales en matière de fiscalité, de finance et de partage des risques.

Dans ce contexte, la proposition du FMI de créer un fonds vert doit être saluée. Ce fonds accompagnera l'adaptation au réchauffement climatique et la transition vers des technologies bas-carbone à l'aide d'instruments financiers innovants plus attrayants pour les États contraints de réduire leurs déficits publics. Par ailleurs, ce fonds rassurera les pays en développement car ces nouveaux types de financement viennent s'ajouter à l'aide au développement.

Le réchauffement climatique oblige à penser aux dysfonctionnements du marché à l'échelle mondiale. Toute la difficulté consiste à gérer judicieusement la transition, délicate mais essentielle, vers une nouvelle période de prospérité et de stabilité mondiales. Un échec compromettrait considérablement la lutte contre la pauvreté. C'est sans conteste le défi du siècle en matière de finances et de politiques publiques. ■

Alex Bowen est chercheur principal et Mattia Romani chercheur principal associé au Grantham Research Institute de la London School of Economics. Nicholas Stern, Président du Grantham Research Institute, détient la chaire IG Patel d'économie et d'administration à la London School of Economics.

Bibliographie :

Cottarelli, Carlo, and José Viñals, "A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies," IMF Staff Position Note 09/22 (Washington: International Monetary Fund).



Transactions

Randall Dodd

Les innovations financières n'améliorent pas toutes l'efficacité. En voici trois aux effets contestables

TROIS innovations sur le marché électronique des actions et des options ont fait la une des journaux récemment : le «high-frequency trading» (transactions à haute fréquence), les «flash trades» (transactions éclair) et les «dark pools» (bourses de l'ombre). On considère généralement que des améliorations techniques de ce type améliorent l'efficacité, mais les trois innovations citées mettent à mal cette hypothèse et peuvent soulever des questions d'intérêt public par leur effet sur la stabilité.

L'étude des microstructures des marchés permet de comprendre les processus de détermination des prix. Les marchés sont souvent assimilés à des boîtes magiques. L'offre et la demande y entrent et une main invisible en sort le prix à la manière d'un magicien extirpant un lapin de son chapeau. Or des choses importantes se passent à l'intérieur de ces boîtes. Dans le cas du marché électronique des titres et des produits dérivés, la microstructure qui se trouve à l'intérieur de la boîte comprend les mécanismes nécessaires pour que les ordres d'achat et de vente (c'est-à-dire les prix offerts et demandés) arrivent sur un marché, que ces prix soient vus par les participants dudit marché et que les transactions soient effectuées en appariant les ordres d'achat et de vente. Si tout cela se déroule de façon immédiate et transparente et permet à tous les participants de voir et d'appliquer les mêmes prix, la réalité approche l'idéal d'efficacité des marchés. Si les marchés se segmentent et des avantages informationnels sont intégrés dans leurs mécanismes, l'efficacité et l'équité s'en ressentent.

Nous analysons ici ces questions de politique financière pour expliquer leur incidence sur l'efficacité de la détermination des prix au niveau des microstructures des marchés et déterminer comment des mesures réglementaires correctrices peuvent améliorer l'efficacité.

Les transactions à haute fréquence, les transactions éclair et les bourses de l'ombre trouvent

toutes leur origine dans deux innovations déterminantes du marché : le *courtage électronique* et les *systèmes alternatifs de transaction* (ATS) qui lui sont étroitement liés. Le courtage électronique l'a rapidement emporté sur le courtage traditionnel tant sur les places boursières que sur les marchés de gré à gré. Les systèmes informatiques appariaient automatiquement les ordres d'achat et de vente qui sont eux-mêmes transmis par ordinateur. Les salles de marché ont disparu de toutes les bourses de valeurs mobilières et de produits dérivés à l'exception des grandes places les plus en vue, comme la Bourse de New York, et même là les transactions à la corbeille coexistent avec les transactions électroniques. Les ATS sont des systèmes informatisés qui offrent la possibilité d'effectuer, à moindre coût, des transactions comme dans les bourses, mais qui sont souvent soumis à des obligations d'information moins rigoureuses et à des règles de courtage différentes.

Les transactions à haute fréquence

Les transactions à haute fréquence (THF), également connues sous le nom de «black box trading», utilisent des ordinateurs très rapides régis par des algorithmes pour analyser les données, déceler les possibilités d'investissement et gérer le flux d'ordres en direction des marchés. Une société de THF peut transmettre un millier d'ordres à la minute à un marché boursier et, tout aussi vite, les annuler et en soumettre de nouveaux. On estime que 90 % des ordres transmis par les opérateurs spécialisés dans ces transactions sont annulés. Par exemple, si le prix offert d'une action (pour l'acheter) est de 9,90 dollars et son prix demandé (pour la vendre) de 10 dollars, une société de THF peut chercher à réaliser un profit certes faible, mais sans risque, en portant le prix offert à 9,91 dollars et en ramenant le prix demandé à 9,99 dollars (soit un écart de prix de 8 cents) si d'après l'algorithme, ces modifications ont une probabilité assez élevée de déclencher aussitôt des transactions. Si ces nouveaux prix se traduisent effectivement par des transac-



opaques

tions immédiates, la société de THF gagne les 8 cents pour chaque action échangée. Le risque est que seule une jambe de la transaction soit exécutée immédiatement et que l'autre le soit plus tard après une modification des cours, ce qui se solderait par une perte. Si la société de THF achète l'action au prix de 9,91 dollars, mais ne trouve pas preneur au prix de 9,99 dollars et si les prix du marché tombent en dessous de 9,91 dollars, l'établissement concerné subit alors une perte à court terme.

Les THF peuvent rapporter gros. Le TABB Group, une société d'études des marchés financiers, estime que les profits tirés des THF se sont élevés à 21 milliards de dollars en 2008, année qui n'a pourtant pas été facile pour les marchés financiers. Les courtiers-opérateurs de premier plan, comme Goldman Sachs, les grands fonds spéculatifs, comme Citadel, et des établissements indépendants, comme GETGO, investissent massivement dans des superordinateurs et des logiciels spécialisés. Les opérations lucratives des THF font l'objet d'une concurrence si féroce que des sociétés paient pour installer leurs ordinateurs aussi près que possible de ceux des bourses et des ATS pour réduire au minimum le temps de «latence» ou les délais de communication. Certaines paient pour s'installer au même endroit que les moteurs d'appariement des ordres. Un délai d'une microseconde dans la passation d'un ordre peut faire qu'au lieu d'être le premier à pouvoir exécuter la transaction, on se trouve plus loin dans la queue avec un ordre exécutable non concrétisé. Le gain réalisé sur chaque transaction peut être faible (Rosenblatt Securities estime à un montant compris entre 0,001 et 0,002 dollar par action la recette moyenne des THF sur les actions), mais les volumes sont énormes, et des bourses et ATS versent des primes aux sociétés de THF pour le volume de transactions qu'elles génèrent. Ces primes se sont élevées à 3,7 milliards de dollars en 2008. On estime qu'aux États-Unis, les THF génèrent 73 % du volume total des transactions sur valeurs mobilières et environ 20 % dans les bourses d'options.

Les THF soulèvent des questions d'intérêt public. Certains de leurs détracteurs affirment qu'en raison de la très grande vitesse à laquelle ces transactions sont effectuées, les prix du marché réagissent plus fortement et plus rapidement aux nouvelles et événements importants. Ces inquiétudes rappellent celles qui se sont exprimées après le krach boursier de 1987, quand l'attention s'est focalisée sur les programmes de transactions automatisées qui déclenchaient automatiquement des ordres de vente de contrats à terme sur indice boursier au Chicago Mercantile Exchange à chaque fois que le cours des actions correspondantes baissait à la Bourse de New York.

Autre sujet de préoccupation : les THF réduisent l'égalité des conditions de concurrence en défavorisant les intermédiaires («teneurs de marché» ou «spécialistes») par rapport au reste du marché (les «clients»). Les ordres soumis par les clients ont priorité sur ceux des intermédiaires, conformément au précepte selon lequel les marchés sont essentiellement destinés aux clients, les intermédiaires n'intervenant que lorsque cela s'avère nécessaire pour apporter de la liquidité aux marchés ou maintenir la cotation dans les deux sens. Le problème est que les ordres THF jouent parfois le même rôle que les teneurs de marché en apportant de la liquidité et en assurant un écart serré entre les prix proposés à l'achat et à la vente, mais les opérateurs THF peuvent se retirer d'un marché qui est trop volatil ou fonctionne trop lentement. De ce fait, ils empiètent sur le terrain des intermédiaires lorsque les risques sont normaux et les laissent remplir leurs obligations de teneurs de marché quand la situation est plus risquée et les rendements sont moins bons, surtout si le marché est désordonné.

Les transactions éclair

Une opération normale en bourse consiste à passer un ordre d'acheter (ou de vendre) au prix (du marché) en vigueur ou à un prix (limite) prédéterminé. L'ordre est soumis à une bourse (ou un ATS) où il est automatiquement apparié à une offre permanente ou à un nouvel ordre de vente. L'ordre de vente qui est apparié à l'ordre d'achat initial peut émaner d'une autre bourse ou d'un autre ATS qui fait partie du système national de marché. Quoi qu'il en soit, tous les ordres et les transactions auxquelles ils donnent éventuellement lieu sont publics et peuvent être observés de la même façon par tous les participants au marché.

Ce n'est pas le cas pour les transactions éclair dans lesquelles un ordre passé à un ATS ou à une bourse est révélé pendant une fraction de seconde (un éclair) avant d'être transmis au système national de marché. Si un opérateur à l'endroit auquel l'information a été communiquée peut égaler la meilleure demande ou offre du système, il peut exécuter l'ordre en question avant que le reste du marché puisse en avoir connaissance. La Bourse de New York a permis pendant un certain temps à des opérateurs sélectionnés, qualifiés de «spécialistes», de voir avant les autres les ordres entrants, mais elle a mis fin à cette pratique pour permettre à tous les participants d'avoir accès dans les mêmes conditions à toutes les cotations.

Les transactions éclair occupent une place importante dans les activités de certaines bourses. La Bourse de New York a interdit cette pratique parce qu'elle l'a jugée incompatible avec

sa politique d'égalité des conditions de concurrence. Certains ATS entrent toutefois en concurrence directe avec les bourses établies pour le volume de transactions effectuées et ils ont adopté cette pratique pour détourner à leur profit une partie de l'activité.

Les transactions éclair soulèvent plusieurs questions d'intérêt public. Elles permettent à un segment privilégié du marché d'effectuer des transactions avant les autres opérateurs ou de le faire en ayant connaissance des ordres avant eux. Cela est contraire au principe d'équité du marché, qui est inscrit dans la réglementation américaine notamment, et nuit à l'efficacité qui en découle. Cela dissuade aussi les teneurs de marché d'afficher des prix qui leur font prendre un risque sans avoir l'assurance d'avoir la priorité pour exécuter les transactions. Une fraction de seconde peut, certes, sembler un temps infime, mais ce n'est pas le cas lorsque la prise de décision et le cheminement des ordres dans les bourses et les systèmes de transaction s'effectuent en microsecondes.

Les bourses de l'ombre

Les bourses de l'ombre sont les systèmes de courtage électronique utilisés par des courtiers-opérateurs, des investisseurs institutionnels et des fonds spéculatifs pour négocier de grosses opérations sur titres en dehors des règles officielles de fonctionnement des bourses, y compris celle qui impose que les prix acheteurs et vendeurs soient communiqués à l'ensemble du marché. Lorsqu'ils ont recours aux bourses de l'ombre, les participants peuvent faire connaître à un public limité leur «intérêt» pour l'achat ou la vente d'une quantité donnée de titres à un prix fixé ou à déterminer.

Il existe d'autres façons de procéder pour de gros volumes de transactions. L'une consiste à les diviser en un grand nombre d'opérations plus petites effectuées sur le marché libre en ne donnant aucune indication de l'ampleur réelle de la décision d'investissement. Cette façon de procéder comporte le risque qu'un gros achat ou une grosse vente fasse bouger le cours. Une autre possibilité est d'effectuer une opération sur «bloc de titres» qui est négociée au niveau bilatéral hors bourse, mais est divulguée immédiatement après pour limiter la perte de transparence. Le processus normal de négociation de ce type d'opération implique davantage de travail et il est en outre moins liquide.

Les bourses de l'ombre, qui sont détenues par des bourses, des courtiers-opérateurs ou des entités indépendantes, utilisent une plate-forme électronique plus efficace pour négocier de grosses opérations et elles n'obligent pas les établissements à se faire connaître ou à indiquer les prix auxquels ils souhaitent traiter. Ces transactions sont enregistrées comme opérations de gré à gré et non comme opérations de bourse et ni le volume sur lequel elles ont porté, ni le prix et le moment auxquels elles ont été conclues ne sont divulgués au public.

Grâce aux bourses de l'ombre, les entreprises peuvent effectuer de grosses opérations sans risquer que l'importance de leur ordre fasse s'écarter le prix du marché du prix visé. Dans les opérations ouvertes, les entreprises exposent leurs ordres, c'est-à-dire qu'elles les divulguent au public quand ils sont affichés par les bourses. Quand de gros ordres sont affichés, les

participants du marché peuvent réagir en demandant un prix plus élevé ou en offrant un prix plus bas. Les THF ont accéléré la vitesse à laquelle le prix du marché réagit à de nouveaux ordres.

Les bourses de l'ombre soulèvent elles aussi plusieurs questions d'intérêt public. L'une d'elles est que le volume des transactions ainsi que les prix offerts et demandés sont occultés par rapport au processus normal de découverte du prix dans les bourses et les ATS qui leur sont liés. Les bourses de l'ombre fragmentent en outre les marchés et permettent à ceux qui y ont recours d'observer les «intentions» d'achat ou de vente, qui n'apparaissent pas sous la forme de cotations sur les marchés publics. Il en résulte des disparités dans l'accès à l'information des marchés. Enfin, le recours aux bourses de l'ombre permet d'échapper à la surveillance des autorités chargées de contrôler les activités de négociation.

Équilibre compromis

Les innovations techniques, surtout dans le domaine du courtage électronique, peuvent améliorer sensiblement la productivité. Mais les changements provoqués par ces innovations peuvent aussi rendre obsolètes l'organisation et les règles institutionnelles des marchés. Les nouvelles pratiques peuvent modifier profondément les rapports de force sur le marché.

Les THF opposent aussi l'homme à la machine. Même si, en soi, elles ne génèrent pas une asymétrie ou ne déséquilibrent pas les conditions de concurrence, et si elles rendent plutôt le marché plus liquide, elles semblent faire passer au second plan le temps de réflexion du cerveau humain. Elles peuvent réduire les avantages des ordres «stop» pour les investisseurs ordinaires qui y ont recours pour gérer leur risque. Elles peuvent transformer une erreur, telle qu'un gros ordre de vente erroné, en un événement systémique perturbateur en déclenchant presque instantanément d'autres réactions automatiques à l'erreur initiale. Les interactions entre des programmes THF concurrents peuvent avoir des conséquences imprévisibles.

Les transactions éclair offrent un accès privilégié à certaines informations à un segment du marché et elles dissuadent les opérateurs d'annoncer des prix et encore moins des prix agressifs. Elles ne procurent un bénéfice privé qu'aux ATS qui cherchent à capter un volume de transactions d'autres endroits. Les bourses de l'ombre résultent d'un effort délibéré de se soustraire à la transparence de l'affichage public des prix demandés et offerts.

Les autorités de réglementation, dont certaines étaient favorables à ces innovations il y a encore quelques années, les surveillent maintenant de près. La Securities and Exchange Commission des États-Unis suggère d'interdire les transactions éclair et de soumettre les bourses de l'ombre à de plus strictes obligations d'information. La Commodity Futures Trading Commission des États-Unis a fait savoir qu'elle examine ces évolutions et qu'elle réfléchit aux mesures réglementaires à adopter pour assurer à tous les investisseurs un accès équitable aux marchés et faire en sorte que la stabilité ne soit pas menacée. ■

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



Différences *d'impact*

*Pelin Berkmen, Gaston Gelos, Robert Rennhack
et James P. Walsh*

LA CRISE financière mondiale apparue dans les économies avancées a donné un coup de frein à la croissance dans le reste du monde en 2008 et 2009. Toutefois, certains pays s'en sont mieux sortis que d'autres. Faut-il attribuer ces meilleurs résultats à leur degré d'ouverture commerciale ou financière, à l'absence de faiblesses fondamentales, qui les rend moins vulnérables aux forces extérieures, ou bien à la qualité de leurs politiques économiques, qui les aurait mis à l'abri de la tourmente mondiale?

Pour comprendre pourquoi le bilan de certains pays est meilleur, nous avons examiné les révisions apportées aux prévisions de croissance du produit intérieur brut (PIB), avant et après la crise, pour 40 pays émergents et 126 pays en développement (dont les marchés émergents). Nous avons ensuite évalué l'importance de nombreux facteurs susceptibles d'expliquer l'ampleur des écarts entre ces prévisions. En nous concentrant sur les variations de ces prévisions, nous avons évité nombre de problèmes qui sinon auraient été difficiles à surmonter. Il n'est pas aisé, par exemple, de neutraliser les

écarts de taux de croissance qui sont liés uniquement aux niveaux de développement ou à la position des pays dans le cycle économique, ou les autres facteurs qui ne sont pas liés à l'impact de la crise. En outre, cette méthode nous a permis d'intégrer les effets escomptés à court terme des politiques économiques. Nous nous sommes servi des projections d'analystes de *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) pour calculer la variation des prévisions de croissance pour 2009 entre les périodes janvier-juin 2009 et janvier-juin 2008. Nous avons aussi utilisé la mise à jour de prévisions de croissance des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) du FMI.

Pour 2009, les révisions apportées aux projections de croissance oscillent entre -18 % et -1,5 %. C'est dans les pays d'Europe de l'Est et d'Asie centrale que la baisse de la croissance est la plus marquée. En Amérique latine, le repli est bien moins marqué (graphique 1). D'après notre analyse, c'est pour les pays où la dette publique est la plus élevée et où les prêts au secteur privé croissent le plus rapidement que la révision à la baisse des perspectives de croissance

Pourquoi certains pays ont-ils souffert plus que d'autres de la crise mondiale?

est la plus forte. À l'évidence, la flexibilité du taux de change a permis d'atténuer l'impact du choc : les pays ayant des régimes de change fixe ont souffert bien davantage.

Comment la crise s'est-elle propagée?

Plusieurs facteurs peuvent expliquer la contagion de la crise des économies avancées au reste du monde, notamment les *liens commerciaux* et les *liens financiers*. En outre, les pays affichant des *facteurs de vulnérabilité* (déficit extérieur courant important, endettement élevé, réserves limitées ou forte croissance du crédit) risquaient davantage de subir de plein fouet les ef-

fets de la récession mondiale. À l'inverse, les pays appliquant des *politiques économiques* efficaces (taux de change flexible, excédent budgétaire ou cadre institutionnel crédible) auraient dû mieux résister à la crise.

Pour les 40 marchés émergents, ce sont les *facteurs financiers* qui semblent déterminer l'ampleur de la révision des projections. Ainsi, les pays qui ont connu une explosion du crédit ont davantage souffert du ralentissement : l'endettement, mesuré par le ratio crédit/dépôts, et la croissance cumulée du crédit sont des variables explicatives importantes dans de nombreux cas. D'après les résultats, si les pays du quartile le plus endetté de l'échantillon (avec un taux moyen d'endettement de 185 % du PIB) avaient eu un taux d'endettement similaire à celui des pays du quartile le moins endetté (83 %), la révision de leur taux de croissance aurait été inférieure de 4,1 points en moyenne. L'impact est à peine moindre pour la croissance du crédit : si le quartile des pays affichant la plus forte croissance cumulée du crédit (350 % en moyenne) avait connu le même taux de croissance du crédit que les pays du quartile ayant le plus faible taux de croissance du crédit (14 % seulement en moyenne), la révision aurait été inférieure de 3,3 points (graphique 2).

Dans l'ensemble, la croissance des pays dont les *taux de change sont plus flexibles* a été moins revue à la baisse. Dans la plupart des cas, les révisions à la baisse ont été plus prononcées pour les pays à taux de change fixe (de plus de 2 points en moyenne) par rapport aux pays dont le taux de change est plus souple.

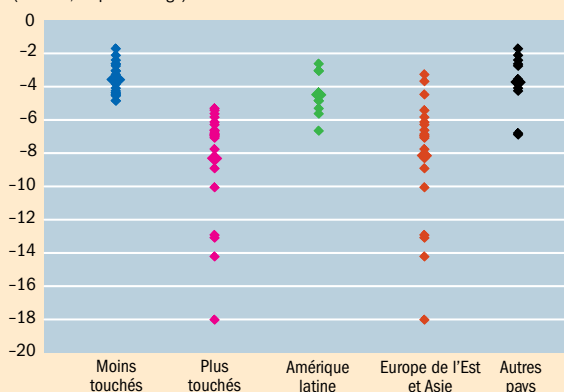
Le volume des *réserves de change*, mesuré de différentes manières (part du PIB, des exportations ou de la dette à court terme), n'a pas eu d'impact statistiquement significatif sur la révision du taux de croissance, ce qui correspond aux conclusions de Blanchard (2009). Cela signifie peut-être que l'utilité des réserves de change diminue fortement dès qu'elles dépassent un niveau jugé suffisant pour contrer les risques. En fait, dans plusieurs des pays pour lesquels la révision du taux de croissance a été marquée, notamment en Europe centrale et orientale, les réserves internationales étaient comparables à celles de certains des pays les moins touchés d'Europe et d'Amérique latine.

Graphique 1

Révision à la baisse

Du fait de la récession mondiale, les prévisionnistes ont dû revoir leurs prévisions de croissance pour la plupart des pays. L'Amérique latine s'en tire mieux que l'Europe de l'Est et l'Asie centrale.

(révision, en pourcentage)



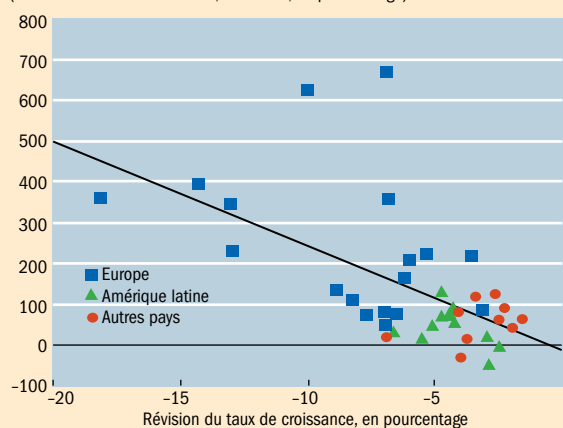
Source : calculs des auteurs d'après les chiffres de Consensus Economics.

Graphique 2

Explosion du crédit

La révision à la baisse des projections de production a été bien plus prononcée dans les pays où la croissance du crédit était forte que dans ceux où elle était moins soutenue.

(croissance cumulée du crédit, 2005-07, en pourcentage)



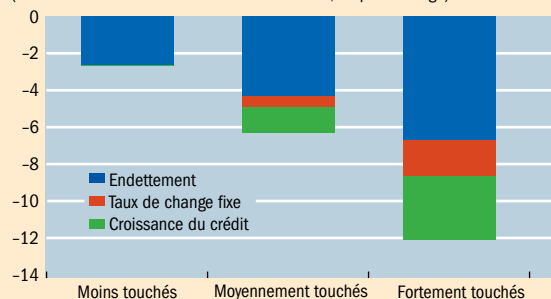
Sources : calculs des auteurs d'après les chiffres de Consensus Economics; FMI, International Financial Statistics.

Graphique 3

L'emprunt, toujours l'emprunt...

L'endettement explique la révision du taux de croissance quasi totalement pour les pays les moins touchés, à raison de deux tiers pour les pays moyennement touchés et d'environ la moitié pour les pays les plus durement touchés.

(rôle dans de la révision du taux de croissance, en pourcentage)



Source : calculs des auteurs.

Pour la *politique budgétaire*, même si cela apparaît moins nettement, il semble qu'il y ait un lien positif entre l'écart budgétaire primaire (différence entre le solde primaire effectif et le solde permettant de maintenir la dette publique constante en pourcentage du PIB) et l'amélioration de la croissance. Cela est conforme à l'idée que les pays ayant suivi des politiques budgétaires prudentes avant la crise mondiale risquaient moins de subir une crise de confiance et étaient mieux placés pour adopter des mesures de relance pendant le ralentissement.

Liens commerciaux

Nous avons aussi utilisé les données des PEM (dont la couverture est plus large que les *Consensus Forecasts*) pour étudier la révision du taux de croissance de 126 pays en développement (dont les marchés émergents) et comprendre si d'autres facteurs, tels les liens commerciaux, avaient pu avoir un impact sur un échantillon plus large de pays.

Il est intéressant de constater que l'aspect commercial semble avoir son importance, sauf pour les marchés émergents. Certes, le degré d'ouverture commerciale ne semble pas décisif, mais la composition des échanges entraîne des différences sensibles. La part des produits de base (alimentaires ou autres) dans les exportations induit une moindre révision à la baisse de la croissance. Dans tous les pays en développement, il existe une corrélation entre la part des produits manufacturés dans les exportations et l'affaiblissement de la croissance, ce que relevait déjà le rapport 2009 du FMI sur les perspectives économiques de la région Asie-Pacifique. Ce constat confirme que les pays qui exportent des biens manufacturés vers les pays avancés ont été frappés de plein fouet par le recul de la demande sur ces marchés, alors que les pays qui exportent des produits alimentaires s'en sont mieux tirés.

De manière générale, ces résultats corroborent l'idée que la transmission des chocs aux pays moins liés à la finance mondiale (c'est le cas des pays à faible revenu) se fait principalement par les échanges commerciaux, alors que le circuit financier joue un plus grand rôle dans le cas des pays qui ont des liens financiers plus étroits avec les pays avancés, à l'origine de la crise. Il est très net que la baisse brutale du financement du commerce à la fin de 2008 a touché la quasi-totalité des pays, qu'ils soient avancés, émergents ou en développement.

Des enseignements pour les décideurs

Pour les marchés émergents, le choc s'est principalement transmis par les circuits financiers, notamment par la croissance rapide du crédit et par un fort endettement, les conséquences étant pires en cas de taux de change fixe. L'endettement explique presque à lui seul la révision du taux de croissance des pays les moins touchés du groupe. Il est responsable des deux tiers de cette révision pour un pays moyennement touché et d'un peu plus de la moitié pour les pays les plus durement frappés par la crise (graphique 3). La croissance du crédit est à l'origine d'une part importante de la révision pour les pays moyennement et fortement touchés. Aucun des pays les moins touchés du groupe n'avait de taux de change fixe. Le manque de flexibilité des taux de change explique dans une large mesure la révision du taux de croissance des pays qui ont le plus

souffert. Il semblerait aussi que les liens commerciaux aient joué un rôle dans la transmission de la crise, surtout parmi les pays en développement qui ne sont pas considérés comme des marchés émergents.

Cette première tentative d'explication des performances économiques des pays en développement et des marchés émergents face à la crise permet de tirer quelques enseignements préliminaires concernant les politiques économiques :

- La flexibilité du taux de change est essentielle pour atténuer l'impact des chocs importants.
- La réglementation et le contrôle prudentiels doivent permettre d'éviter l'accumulation de facteurs de vulnérabilité dont s'accompagne une explosion du crédit, notamment un endettement excessif des banques.
- Il semblerait (mais cela apparaît moins nettement) qu'une situation solide des finances publiques en période d'expansion permet de se protéger et de mettre en place des politiques budgétaires anticycliques pour contrer des chocs comme ceux qu'a induits la crise mondiale.

Les conclusions exposées ici ne sont que préliminaires. Les recherches devront se poursuivre pour mieux comprendre l'impact des choix de politique économique et des autres facteurs institutionnels et structurels sur la durée de la récession dans chacun des pays et sur la vitesse et l'ampleur de la reprise. ■

Pelin Berkmen est économiste et James P. Walsh économiste principal au Département Asie et Pacifique du FMI. Gaston Gelos est le représentant résident du FMI en Argentine et en Uruguay. Robert Rennhack est Sous-Directeur au Département Hémisphère occidental du FMI.

Cet article s'inspire du document de travail du FMI 09/280, «La crise financière mondiale : explication des différences d'impact entre pays».

Bibliographie :

Blanchard, Olivier, 2009, "Global Liquidity Provision," exposé lors de la Conférence sur la finance et la banque de la Banque centrale d'Argentine, 31 août.

Consensus Economics, Consensus Forecasts (différents numéros).

Fonds monétaire international, Perspectives de l'économie mondiale, différents numéros (Washington).

_____, 2009, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (Washington, May).



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



Quand la coupe déborde

Les crises des marchés financiers américains et britanniques se sont répercutées sur le reste du monde, ce qui explique la synchronisation de la récession

Préparation de blé australien destiné à l'exportation.

Trung Bui et Tamim Bayoumi

LA CRISE mondiale actuelle — la plus grave et la plus étendue depuis les années 30 — pose de nouveau la question des répercussions des crises au niveau international. La gravité des problèmes financiers explique-t-elle la synchronisation de la récession? Autrement dit, si l'on avait anticipé les graves troubles financiers américains (et britanniques), aurait-on prévu un ralentissement mondial généralisé? Il y a de bonnes raisons de répondre affirmativement.

Recherche des répercussions

Il a toujours été malaisé de comprendre les cycles conjoncturels internationaux. On sait que récessions et reprises dans les différents pays sont liées, surtout avec le cycle américain. Mais il n'est pas facile de savoir si les chocs mondiaux (comme le renchérissement du pétrole) déterminent le cycle des États-Unis, ou si les chocs qui surviennent dans ce pays (de politique monétaire et autres) guident l'évolution générale. L'idée reçue selon laquelle «quand les États-Unis éternuent, c'est le monde entier qui s'enrhume» implique l'existence d'un sens de la causalité, lequel a toujours été difficile à vérifier statistiquement.

En outre, pour comprendre les ramifications du cycle conjoncturel mondial, il faut analyser avec soin l'importance relative des principaux liens sur le plan du commerce, du marché financier et des prix des matières premières. Depuis vingt ans, le volume des échanges mondiaux a triplé et les flux financiers internationaux ont presque décuplé. Mais les économistes peinent à distinguer ces canaux différents (et peut-être corrélés). La crise récente émane clairement du système financier américain. Les relations financières sont-elles si importantes qu'elles dominent le canal traditionnel des échanges dans les grandes régions économiques avancées?

Un article récent (Bayoumi and Bui, 2010) complète l'étude de Bayoumi et Swiston (2009) sur les répercussions de la croissance du PIB réel dans les principales régions avancées : les États-Unis, la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni. Dans le but de modéliser aussi les chocs mondiaux, nous avons inclus un ensemble de petits pays industriels, structurellement et stratégiquement très divers, dont le comportement pourrait logiquement refléter ces chocs. On se sert de données allant du début des années 70 à la fin de 2007 pour évaluer l'ordre de grandeur des répercussions dans ces régions et les canaux qu'elles empruntent. Le choix de la date de départ empêche malheureusement d'utiliser les données de nombreux pays émergents, dont la Chine. De plus, la zone euro ne s'est constituée qu'à la fin des années 90, même si les principaux pays d'Europe continentale ont poursuivi leur longue intégration économique pendant toute la période considérée.

On emploie une méthodologie novatrice pour trouver le sens de la causalité, en calculant comment l'évolution dans le temps du degré de gravité des chocs entre pays correspond à l'importance relative de leurs liens (Rigobon, 2003). Si, par exemple, les chocs américains deviennent plus forts que les chocs japonais au moment même où la croissance américaine se lie plus étroitement à la croissance japonaise, on suppose que les répercussions vont surtout des États-Unis vers le Japon — la logique étant que des chocs américains plus forts conduisent à des corrélations supérieures. L'utilisation d'une série de changements plausibles de comportement des pays nous permet d'estimer le niveau d'incertitude du sens de la causalité que l'on a détecté. Avec la méthode traditionnelle, au contraire, on doit faire des hypothèses sur ce sens au lieu de l'estimer à partir des données. Selon nos résultats, ces hypothèses grossières sont invalidées par les données. En outre,

nous pouvons décomposer les sources des répercussions internationales au moyen des variables qui représentent les canaux éventuels d'un cycle (la contribution des exportations à la croissance des États-Unis, de la zone euro et du Japon, pour mesurer les liens commerciaux; les variations des cours des actions, des rendements obligataires et des taux d'intérêt à court terme dans ces mêmes régions, pour mesurer les liens financiers; les prix du pétrole et d'autres matières premières pour les liens en ce domaine).

Sens et poids des répercussions internationales

Nous avons calculé les répercussions sur les autres régions d'un choc de 1 % du PIB réel aux États-Unis, dans la zone euro, au Japon, au Royaume-Uni et dans le reste du monde (graphique 1). Au vu du premier panneau du graphique, montrant l'effet sur les autres régions d'un choc de 1% du PIB réel des États-Unis, les chocs américains ont des répercussions significatives qui se développent graduellement. Au bout de deux ans, ce choc augmente le PIB réel des autres régions de 0,4 à 1 point, ce qui est substantiel, les États-Unis commerçant moins que les autres pays. Les répercussions sont en général statistiquement significatives, même quand on tient compte de l'incertitude due au sens de la causalité entre les régions.

En revanche, les répercussions de la zone euro, au départ comparables à celles des États-Unis, diminuent jusqu'à devenir insignifiantes (le reste du monde est une exception sur laquelle nous reviendrons). Les répercussions japonaises sur les autres régions sont faibles, ce qui est conforme à l'incidence minimale sur la croissance mondiale de la «décennie perdue» 90. Dans les deux autres régions, les répercussions sont significatives et progressivement plus fortes, mais de signes opposés. Un choc positif sur le PIB réel britannique augmente la production ailleurs au bout d'un certain temps (sauf dans le reste du monde). Bizarrement, l'incidence sur l'économie (bien plus grande) de la zone euro augmente régulièrement dans le temps. Les répercussions à court terme vont donc plutôt de la zone euro vers le Royaume-Uni, mais c'est le contraire à long terme. Enfin, une hausse de la production dans le reste du monde tend à l'abaisser dans les autres grandes régions.

Nous pensons que ces résultats s'expliquent intuitivement. Les deux régions dotées de grandes places financières ont des répercussions positives qui augmentent progressivement. Elles sont supérieures pour les États-Unis, qui jouent un plus grand rôle sur les marchés financiers mondiaux et ont une économie plus importante que le Royaume-Uni (ce dernier ayant un système financier très internationalisé, ses chocs découlent peut-être même de la situation financière mondiale). Au contraire, les répercussions émanant de la zone euro, qui a surtout des liens commerciaux avec les autres régions, diminuent au fil du temps; le Japon, moins ouvert aux échanges que la zone euro et dont la place financière a un poids limité, engendre peu de répercussions.

Les répercussions émanant du reste du monde (composé de plusieurs producteurs de matières premières, comme l'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande) semblent surtout liées aux chocs sur leurs prix. Cela expliquerait pourquoi les

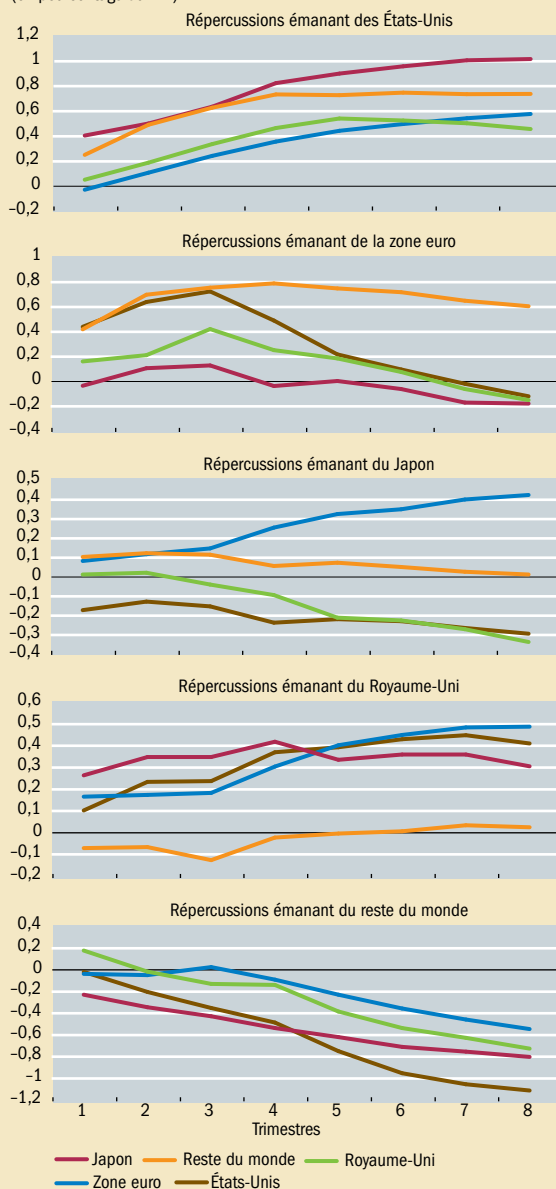
chocs positifs sur le PIB réel de cette région ont des retombées négatives ailleurs; et aussi pourquoi les répercussions positives des autres régions sur le reste du monde correspondent à peu près à leur poids dans l'économie mondiale, et donc dans la demande de matières premières : elles sont fortes pour les États-Unis et la zone euro, mais négligeables pour le Royaume-Uni. En bref, les chocs financiers américains et britanniques ainsi que les surprises des marchés de matières premières semblent déterminer le cycle conjoncturel

Graphique 1

Les déterminants du cycle conjoncturel

Les répercussions émanant des États-Unis et du Royaume-Uni augmentent progressivement.

(en pourcentage du PIB)



Source : Bayoumi and Bui (2010).

Note : répercussions sur toutes les autres régions d'un choc de 1% du PIB réel pendant deux années.

rel mondial, la zone euro et le Japon jouant un rôle relativement mineur.

Nous examinons la plausibilité de cette interprétation de deux façons. D'abord, nous recherchons comment elle explique la «grande modération» des années 80, c'est-à-dire le recul de la volatilité macroéconomique dans de nombreuses économies avancées. Les résultats obtenus pour la première et la deuxième moitié de notre échantillon montrent que les chocs américains et britanniques diminuent nettement plus que ceux des autres régions (au Japon, ils augmentent même). La grande modération résulterait donc de moindres chocs dans les économies dotées de grandes places financières, d'où un environnement plus stable pour le reste du monde.

Origine des répercussions

Ensuite, nous examinons plus directement les sources des répercussions pour voir si elles correspondent à nos hypothèses, selon lesquelles les États-Unis et le Royaume-Uni ont des liens assez importants d'ordre financier, tandis que le reste du monde a des liens assez importants sur le marché des matières premières. Les résultats figurent au graphique 2. Chaque barre représente l'importance moyenne des répercussions (pendant deux ans) pour chaque région : environ 0,5 point pour les États-Unis, 0,4 pour le reste du monde, un peu moins pour la zone euro et le Royaume-Uni, presque rien pour le Japon. La zone euro est un point de référence utile en raison d'un partage assez égal des répercussions financières, commerciales et par les matières premières. En revanche, aux États-Unis et (surtout) au Royaume-Uni, les facteurs financiers dominent; dans le reste du monde, ce sont les matières premières. Pour faire apparaître ces liens, on emploie une méthode totalement distincte de celle qui estime l'importance des répercussions; cela corrobore notre hypothèse initiale, à savoir que les répercussions américaines et britanniques sont largement financières, alors que, dans le reste du monde, elles passent surtout par les marchés de matières premières.

Explication de la crise récente

Nos résultats expliquent la nature mondiale du boom des années 2000 et la gravité de la récession. Une série de chocs positifs aux États-Unis et au Royaume-Uni a entraîné une euphorie financière générale, qui s'est répercutée sur la croissance de toutes les grandes économies avancées. Mais elle a créé les conditions de sa disparition, notamment par une montée synchronisée des prix des matières premières. À la fin de

Les chocs financiers américains et britanniques sont fortement ressentis par le reste de l'économie mondiale.

2007, le dégonflement de la bulle immobilière américaine a commencé, suivi peu après de l'éclatement de la bulle britannique et de tensions financières générales; ces chocs ont fini par ébranler les économies avancées, malgré des interventions monétaires et budgétaires massives. Cela confirme notre postulat selon lequel les liens financiers sont importants, et les chocs financiers américains et britanniques fortement ressentis par le reste de l'économie mondiale.

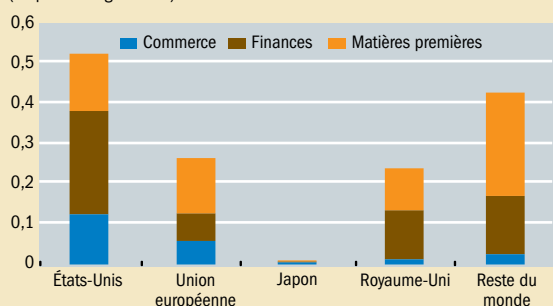
Nous admettons ne pouvoir rendre compte de tous les aspects de la crise. Sa synchronisation exceptionnelle doit beaucoup à la panique qui a suivi la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, provoquant l'arrêt soudain de la consommation de biens durables et de biens d'équipement, lui-même cause de brèves, mais fortes, retombées commerciales (Kose, Otrok, and Prasad, 2010). Néanmoins, conformément à nos résultats montrant la brièveté de l'effet des chocs commerciaux sur l'activité, les marchés émergents, surtout liés aux économies avancées par les échanges, se redressent rapidement; dans ces dernières, plus connectées financièrement, la reprise s'avère plus lente et difficile. ■

Trung Bui est agent de recherche et Tamim Bayoumi conseiller principal au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.

Graphique 2

Liens financiers

Les répercussions venant des États-Unis et du Royaume-Uni sont surtout financières; les répercussions venant du reste du monde opèrent surtout par la voie des matières premières. (en pourcentage du PIB)



Source : Bayoumi and Bui (2010).

Note : contribution aux répercussions moyennes pendant deux ans sur toutes les autres régions d'un choc de 1% du PIB réel.

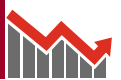
Bibliographie :

Bayoumi, Tamim, and Andrew Swiston, 2009, "Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers across Industrial Countries," IMF Staff Papers, Vol. 56, No. 2, p. 353-83.

Bayoumi, Tamim, and Trung Bui, 2010, "Deconstructing the International Business Cycle: Why Does a U.S. Sneeze Give the Rest of the World a Cold?" IMF Working Paper (Washington, International Monetary Fund), à paraître.

Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok et Eswar Prasad, 2008, «Cycles économiques : découplage ou convergence?», Finances & Développement, volume 45, n° 2, p. 36-40.

Rigobon, Roberto, 2003, "Identification through Heteroskedasticity," The Review of Economics and Statistics, Vol. 85, No. 4, p. 772-92.



Deux régions aux profils contrastés

D'un continent à l'autre, la crise mondiale n'a pas influé de la même manière sur les prêts des banques étrangères aux marchés émergents

Jorge Ivan Canales-Krijlenko, Brahim Coulibaly et Herman Kamil

LES PRÊTS des banques étrangères représentent une part notable des apports internationaux de capitaux aux marchés émergents et forment l'un des mécanismes constitutifs de la mondialisation financière. Dans les années qui ont précédé la crise mondiale récente, les prêts aux économies émergentes ont augmenté rapidement, financés soit directement par les sièges des banques étrangères (prêts extraterritoriaux), soit par leurs filiales locales. Dans beaucoup de pays, en particulier en Amérique latine et dans les économies émergentes d'Europe, les prêts des banques étrangères sont devenus une source importante de financement pour les ménages et les entreprises. La présence des banques à capital étranger avait ses avantages et ses inconvénients, mais, globalement, elle passait le plus souvent pour avoir stimulé la concurrence et contribué à la stabilité financière générale des pays.

Cependant, la pénurie mondiale de crédit a transformé les banques étrangères en agents potentiels de propagation aux marchés émergents de la crise qui avait frappé les économies avancées. On craignait notamment que, comme cela s'était produit lors de précédentes crises, la contraction planétaire du crédit ne se traduise par un arrêt brutal de ces flux bancaires, qui déstabiliserait les économies nationales et nuirait à la reprise.

Ce scénario a pourtant suivi deux cours différents en Amérique latine et dans les pays émergents d'Europe. En Amérique latine, l'arrêt brutal des flux bancaires n'a pas eu lieu. Le volume des prêts des banques étrangères a continué d'augmenter, à un rythme toutefois moins soutenu. Fin septembre 2009, le total des créances des banques étrangères en Amérique latine avait légèrement progressé par rapport à fin septembre 2008, date de la faillite de la banque d'investissement new-yorkaise Lehman Brothers qui a déclenché la tourmente sur les marchés de capitaux du monde entier. L'attitude des banques étrangères a été tout autre dans les économies émergentes d'Europe, où la courbe de croissance des prêts a piqué du nez aux premiers signes de resserrement du crédit à partir de la mi-2007, pour devenir négative début 2009 (graphique 1). Comment peut s'expliquer l'écart de comportement des banques étrangères entre les deux régions?

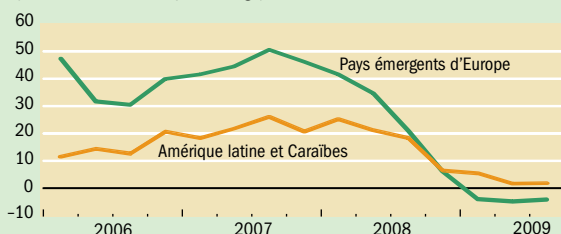
Une différence majeure tient au rôle joué par les banques étrangères dans l'expansion rapide du crédit intérieur avant l'éclatement de la crise. La plupart des pays émergents d'Europe ont connu un véritable boom du crédit alimenté par des banques d'Europe occidentale d'envergure internationale (en majorité autrichiennes, belges, italiennes et suédoises). Ces banques ont transféré des volumes de fonds importants à leurs filiales locales, qui les ont en-

Graphique 1

Évolution des prêts

Pendant la crise, les banques étrangères ont considérablement réduit leurs prêts aux pays émergents d'Europe, tandis que la baisse a été moins sensible en Amérique latine.

(évolution annuelle, en pourcentage)



Sources : Banque des règlements internationaux; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des auteurs.

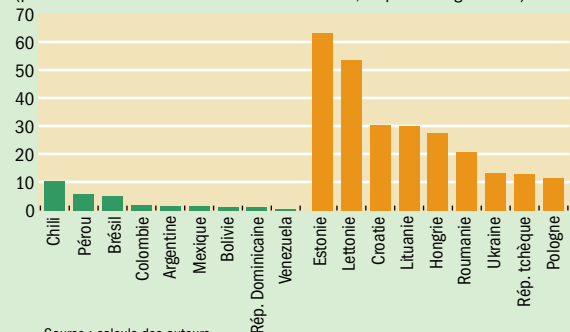
Note : Le volume des prêts est corrigé des variations des taux de change. Il comprend les prêts internationaux et les prêts des filiales de sociétés étrangères.

Graphique 2

Rétrocessions de prêts

Dans les pays émergents d'Europe, les banques étrangères ont essentiellement prêté des fonds obtenus auprès de sources internationales.

(prêts internationaux au secteur bancaire intérieur, en pourcentage du PIB)



Source : calculs des auteurs.

suite prêtés sur les marchés intérieurs (graphique 2). La stratégie d'expansion tous azimuts des banques occidentales a placé la plupart des systèmes bancaires de ces États sous la domination de groupes bancaires internationaux, qui ont raflé ensemble plus de 90 % du marché dans certains pays. En Amérique latine, au contraire, les banques étrangères ont augmenté leurs volumes de prêts à un rythme plus modéré, en faisant beaucoup moins appel à des financements externes de leurs maisons mères basées dans des économies avancées (principalement en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis). Par ailleurs, le degré de contrôle du capital étranger sur le secteur bancaire y était en général moindre, même si, dans quelques pays, en particulier au Mexique et au Salvador, les filiales de banques étrangères étaient très présentes.

Au moment où la crise financière a éclaté, les pays émergents d'Europe se trouvaient dans une situation financière plus vulnérable que ceux d'Amérique latine. Dans l'ensemble des économies européennes émergentes, le crédit s'était développé plus vite, la dette extérieure était plus élevée, et les balances des paiements courants affichaient des déficits importants. Quand la chute de Lehman Brothers a signé la fin du crédit à tout-va, l'activité économique a été frappée plus durement dans les pays émergents d'Europe que dans toute autre région émergente, provoquant de graves récessions. Le ralentissement du crédit privé a probablement été dû à la baisse aussi bien de la demande que de l'offre de crédit. Ainsi, la dynamique particulière des prêts des banques étrangères dans les pays émergents d'Europe (expansion du crédit plus rapide suivie d'une contraction plus sévère) pourrait être mise sur le compte de l'amplitude générale des mouvements financiers, plus large dans les pays émergents d'Europe qu'en Amérique latine.

Différences de stratégie des banques étrangères

Si les groupes bancaires internationaux ont beaucoup plus réduit la voilure du crédit dans les pays émergents d'Europe qu'en Amérique latine, c'est peut-être aussi qu'ils suivaient des modèles économiques et des stratégies d'expansion distincts dans ces deux régions. Deux différences méritent d'être soulignées (FMI, 2009).

En Amérique latine, les filiales locales étaient financées principalement non pas par des prêts ou des transferts de fonds des maisons mères, mais par les dépôts nationaux (qui ont été relativement stables pendant la crise). De ce fait, elles ont été moins touchées par le coup de frein donné aux financements extérieurs à court terme et par le resserrement général du crédit au niveau mondial. Les prêts ont donc continué à progresser malgré le contexte international. En revanche, dans les pays émergents d'Europe, les activités de prêt des banques à capital étranger étaient fortement tributaires des maisons mères basées en Europe occidentale, lesquelles se sont retrouvées en grande difficulté et confrontées à une pénurie de liquidités interbancaires durant la crise. Les grands groupes bancaires ont réduit leurs apports aux filiales locales, fermant par contrecoup le robinet du crédit dans les pays émergents.

L'autre grande différence réside dans la monnaie dans laquelle étaient libellés les prêts des banques étrangères. En Amérique latine, 60 % de ces prêts sont libellés en monnaie locale. Dans la plupart des grands pays du continent sud-américain, le degré de dollarisation du secteur financier est faible et a été en constante diminution ces dix dernières années dans les économies les plus dollarisées. Sur les marchés émergents d'Europe, au contraire,

60 % des prêts des banques étrangères sont libellés en devises. Les filiales locales dépendant de financements en devises de l'étranger, elles devaient prêter majoritairement en euros, et non en monnaie locale, pour maintenir l'équilibre de leur actif et de leur passif en devises. Or, les prêts libellés en devises comportent des risques supplémentaires liés aux fluctuations des taux de change. La dépréciation de la monnaie locale peut ainsi aggraver le coût des emprunts ou augmenter les défauts de paiement anticipés lorsque les emprunteurs ne disposent pas d'actifs équivalents en devises, et comprimer encore davantage le crédit.

Les faits tendent à montrer que ces deux facteurs ont peut-être joué lors de la crise mondiale récente. Kamil and Rai (2010) examinent en détail l'incidence des sources de financement et de la monnaie de libellé des crédits sur la manière dont les activités de prêt des banques extérieures ont résisté aux chocs externes dans les pays d'Amérique latine. Ils évaluent également les effets de trois facteurs ayant eu une influence déterminante sur la crise financière qui vient de secouer la planète, à savoir la pénurie de liquidités interbancaires, une situation de plus en plus tendue au niveau des fonds propres des grandes banques des économies avancées, et des conditions de prêt plus restrictives dans les systèmes bancaires des pays développés. Une fois pris en compte d'autres éléments intervenant dans le financement des banques étrangères, les auteurs sont arrivés à la conclusion que la propagation de ces turbulences financières mondiales était beaucoup plus modérée dans les pays d'Amérique latine, où les banques étrangères se finançaient par les dépôts nationaux au lieu de s'approvisionner auprès de leurs maisons mères ou sur les marchés de gros, et où l'essentiel des prêts étaient libellés en monnaie locale.

Atténuer la volatilité du crédit

L'expérience récente des prêts des banques étrangères à l'Amérique latine et aux pays émergents d'Europe nous livre peut-être quelques enseignements permettant d'atténuer la volatilité du crédit, et présente un intérêt certain pour peser les coûts et les avantages de l'ouverture d'un secteur bancaire national à la concurrence étrangère. Les prêts des banques étrangères financés par des dépôts nationaux et libellés en monnaie locale sont plus susceptibles de résister aux chocs financiers externes. En Amérique latine, ils ont effectivement protégé les pays contre la contagion de la crise financière mondiale. Cela peut tout à fait expliquer que les pays d'Amérique latine n'aient pas été frappés aussi durement que d'autres marchés émergents par le phénomène de désendettement mondial et par la raréfaction du crédit dans les banques étrangères. ■

Jorge Ivan Canales-Kriljenko et Herman Kamil sont respectivement économiste principal et économiste au Département Hémisphère occidental du FMI. Brahim Coulibaly est économiste principal à la Division des finances internationales du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis.

Bibliographie :

Fonds monétaire international (FMI), 2009, *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere* (Washington, May).

Kamil, Herman, and Kulwant Rai, 2010, "The Effect of the Global Credit Crunch on Foreign Banks' Lending to Emerging Markets: Why Did Latin America Fare Better?" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).



Les dangers des systèmes de Ponzi

Les autorités doivent les arrêter avant qu'ils prennent de l'ampleur, surtout dans les pays en développement

Hunter Monroe, Ana Carvajal et Catherine Pattillo

CENT cinquante ans après que Charles Dickens écrit, dans *La petite Dorrit*, comment des Londoniens succombèrent aux placements frauduleux de la banque de M. Merdle, des victimes crédules se laissent encore tenter par des escroqueries censées les enrichir rapidement.

Les «chaînes de Ponzi», qui attirent les épargnants en les rémunérant grassement avec l'argent des autres, prospèrent même dans les pays développés. Le dispositif réglementaire supposé sophistiqué des États-Unis n'a pas empêché l'essor rapide et l'effondrement, à la fin de 2008, du montage de Bernard Madoff, portant sur 65 milliards de dollars, ou l'effondrement de plusieurs autres pendant la crise financière mondiale.

Les chaînes de Ponzi ont des conséquences encore plus graves dans les pays moins bien réglementés. On en a une triste illustration avec l'Albanie, où, en 1996, des émeutes ont causé la chute du gouvernement, et même des morts, ainsi qu'avec des exemples plus récents. Les montages jamaïcains, qui ont fait perdre pas moins de 12,5 % du PIB, ont contaminé plusieurs autres pays des Caraïbes. En Colombie, l'effondrement de fonds frauduleux, qui avaient drainé à peu près 1 milliard de dollars, a été suivi de manifestations violentes dans treize villes, forçant le gouvernement à déclarer l'état d'urgence. Au Lesotho, quelques 100.000 épargnants, la plupart pauvres et très vulnérables, ont été ruinés. Compte tenu des dégâts que peuvent créer ces escroqueries, il faut se hâter de les interrompre avant qu'elles prennent de l'ampleur. Les autorités de contrôle et les administrateurs judiciaires considèrent que ces systèmes ainsi que ceux qui sont mentionnés ci-après sont bel et bien des chaînes de Ponzi, même si, pour beaucoup d'entre eux, les tribunaux ne se sont pas encore prononcés.

Qu'est-ce qu'une chaîne de Ponzi?

Les chaînes de Ponzi, du nom de l'escroc de Boston Charles Ponzi, inventeur d'un mon-

tage financier qui s'effondra en 1920, sont une forme de fraude financière dans laquelle les participants sont rémunérés avec l'argent placé par les souscripteurs ultérieurs, et non par de vrais bénéfices tirés de placements ou d'activités commerciales. Ils attirent en général les épargnants en leur offrant des rendements supérieurs à ce que toute activité légitime peut offrir. Le taux de croissance des nouvelles entrées de fonds doit être exponentiel pour pouvoir rémunérer les adhérents, et le système craque inévitablement quand les besoins de fonds dépassent les nouveaux apports. La plupart des adhérents perdent alors leurs placements, même si les premiers — dont les fondateurs — peuvent bénéficier de hauts rendements ou de rentes exceptionnelles à condition de s'être retirés à temps.

La «bonne affaire» vantée pour tromper les épargnants est de nature variable. À la Jamaïque, OLINT prétendait opérer sur les devises; au Lesotho, l'association MKM Burial, qui commercialisait des obsèques prépayées, a commencé à offrir des produits de placement; en Colombie, le groupe DMG vendait des cartes de débit prépayées. Les escrocs visent souvent des catégories de personnes ayant un point commun, comme l'origine ethnique, la religion ou la profession, dans l'espoir

Exemples de montages frauduleux

Les chaînes de Ponzi touchent durement les pays en développement.

Pays	Nom	Année de l'effondrement	Montant placé/perdu (en % du PIB ¹)	
			(en dollars)	PIB ¹)
Antigua-et-Barbuda	Stanford Financial Group	2009	8 milliards	n.d. ²
Grenade	SGL Holdings	2008	30 millions	5
Jamaïque	OLINT, Cash Plus, World Wise, LewFam, par exemple	2008	1 milliard	12,5
États-Unis	Madoff Investment Securities	2008	65 milliards	0,5
Colombie	DRFE, DMG, par exemple	2008	1 milliard	0,4
Lesotho	MKM Burial Society	2007	42 millions	3
Albanie	VEFA, Gjallica, Kamberi, par exemple	1997	1,7 milliard	79

Sources : articles de journaux, estimations des services du FMI et, pour la Jamaïque, Caribbean Policy Research Institute (2008).

¹ PIB du pays d'origine, même si certains montages ont attiré aussi des investisseurs non résidents.

² Les investisseurs antillais n'étaient pas autorisés à investir dans cet établissement offshore.

d'exploiter leurs liens de confiance. Ils attirent des investisseurs de tout niveau de revenu et de patrimoine.

Ils réussissent souvent à développer leurs activités par des actions charitables ostentatoires, des dons aux organisations politiques et des démonstrations de leur richesse ou de celle de leur système. En Jamaïque, un système Ponzi (Cash Plus) parraina en 2007 le championnat de football; Allen Stanford parrainait un tournoi de cricket international; en Colombie, le fondateur du groupe DMG possédait un avion privé et un parc automobile. Avant la chute, les escrocs sont parfois considérés comme des notables : en Jamaïque, le fondateur d'OLINT a été désigné personnalité économique de l'année par un journal d'affaires.

Les dégâts économiques et financiers

Les chaînes de Ponzi coûtent cher à la plupart des participants et détournent l'épargne de l'investissement productif. Si on ne s'y oppose pas, elles peuvent croître démesurément et causer aussi un grand préjudice économique et institutionnel, minant la confiance dans les institutions financières et les autorités de réglementation et pesant sur le budget en cas de renflouement. Leur effondrement peut même entraîner l'instabilité économique et sociale.

L'exemple le plus spectaculaire a été l'Albanie. En 1996, plusieurs montages se sont effondrés, déclenchant un soulèvement : le gouvernement est tombé, le pays a sombré dans l'anarchie, et on estime que près de 2.000 personnes ont été tuées.

Les récents systèmes de Ponzi ont été d'importance inégale (voir tableau), pour des raisons diverses, mais la rapidité et l'efficacité de la réaction des pouvoirs publics sont capitales. Les chiffres sont approximatifs, car il est difficile de connaître des faits aussi simples que les montants placés ou perdus ainsi que le nombre de participants ou de comptes; cela à cause de l'inexactitude ou de l'inexistence des états financiers, de l'absence de règles et de la disparition des fonds, des archives et des responsables. Mais il est clair que des systèmes de Ponzi à grande échelle ont existé dans toutes sortes de pays et de circonstances.

Ces exemples montrent la nécessité d'une réaction rapide des pouvoirs publics. Pourtant, les autorités ont peiné face à de récentes escroqueries en Colombie, au Lesotho et dans plusieurs pays des Caraïbes — Jamaïque, Grenade, Antigua-et-Barbuda, Saint-Vincent-et-les Grenadines (Carvajal *et al.*, 2009). Plusieurs raisons rendent difficile d'interrompre ces pratiques. Souvent, ni les dirigeants, ni les dispositifs ne sont agréés ou

réglementés. Dans beaucoup de pays, les autorités de contrôle ne disposent pas de voies d'exécution appropriées, comme le droit de geler les actifs et de bloquer les systèmes rapidement. Certains escrocs ont même réussi à retarder les sanctions en saisissant la justice.

Une fois qu'un système de Ponzi a pris de l'ampleur, les autorités peuvent hésiter à y mettre fin, car, si elles le font — l'empêchant donc de respecter ses obligations de remboursement —, les souscripteurs risquent de s'en prendre à elles plutôt qu'aux vices inhérents au système. Inversement, quand celui-ci s'écroule de lui-même, l'expérience montre que les autorités peuvent être critiquées pour ne pas avoir agi plus vite.

Les mesures indispensables

Une action rapide et décisive des pouvoirs publics est nécessaire pour empêcher les systèmes de Ponzi de s'étendre. Les autorités doivent être prêtes à intervenir sur plusieurs fronts.

Enquêter. Les montages à la Ponzi, surtout ceux qui sont gérés par des entités non réglementées, sont généralement difficiles à détecter en raison d'un fonctionnement opaque, voire secret, les adhérents étant tenus à la confidentialité. Les autorités de contrôle doivent faire plus pour les déceler, en concevant des moyens efficaces, dont le signalement des fraudes sur les placements, des outils de recherche sur Internet et d'autres médias, ainsi que des mécanismes pour recevoir les plaintes publiques et y donner suite.

Intervenir d'urgence. Une enquête complète, visant des poursuites civiles, administratives ou pénales, peut exiger de longs délais qui permettent la disparition des escrocs ou de l'argent. Dès qu'une autorité de contrôle a la preuve de l'existence d'une chaîne de Ponzi, elle doit immédiatement demander à la justice des mesures conservatoires, comme le gel des actifs, pour protéger les intérêts des épargnants pendant la durée de l'enquête.

Poursuivre. L'autorité doit prendre les sanctions civiles ou administratives de son ressort, tout en saisissant la justice pénale. En Jamaïque, les injonctions adressées à OLINT n'ont pas été suivies d'une action pénale, ce qui a retardé la liquidation. Il faut que l'autorité aide la justice à constituer un dossier pénal ou soit elle-même habilitée à poursuivre. Les sanctions civiles ou administratives diffèrent des sanctions pénales au regard de l'autorité responsable, de la charge de la preuve et de leur gravité.

Coordonner et coopérer. Un système de Ponzi peut constituer une infraction à plusieurs lois financières, ne ressortissant pas à une autorité unique. Travailler étroitement avec l'instance pénale peut faciliter la répression. Pour lutter contre les escroqueries, les autorités de réglementation financière ont besoin de mécanismes efficaces d'échange d'informations et de coopération. Le protocole d'entente multilatéral de l'Organisation internationale des commissions de valeurs est en passe de devenir un important mécanisme de ce type.

Informier. La formation financière peut faire obstacle aux escroqueries. Il est aussi indispensable que les autorités informent le public, en l'avertissant des méthodes employées pour tromper les épargnants ainsi que de la nécessité de s'interroger sur la viabilité de placements éventuels et de n'investir que dans des entités agréées; il faut aussi qu'il existe des avis et des

RESPONSABILITÉ JURIDIQUE

Les informations contenues dans cet article sont reprises de sources publiques. Cet article ne doit pas être interprété comme accusant une ou plusieurs personnes ou entités de quelque infraction que ce soit. Rien de ce qui est dit dans cet article n'est à considérer comme une appréciation de l'adéquation ou de l'inadéquation d'un régime judiciaire ou réglementaire particulier, ni de la compétence ou de l'incompétence d'une autorité de réglementation, d'un tribunal ou d'un ministère public, ni non plus de la validité de quelque argument juridique que ce soit.

listes de personnes ou d'organismes agréés ou non pour exercer des activités financières, de même qu'une base de données décrivant les mesures prises contre certaines personnes et entités. En affichant sur Internet qu'OLINT n'était pas autorisé à opérer à Saint-Kitts-et-Nevis, le régulateur de ce pays l'a empêché de s'y installer.

Les conditions d'une réaction rapide

Les expériences nationales montrent que l'autorité de contrôle a plus de chances d'agir rapidement et de façon décisive quand les conditions citées ci-dessous sont réunies; en leur absence, l'intervention a lieu, au mieux, avec retard.

De larges pouvoirs d'enquête et de poursuite à l'égard des opérations non réglementées. L'expérience de nombreux pays en développement montre que les lacunes dans la réglementation et l'application de la législation financière expliquent largement la réaction insuffisante des autorités financières aux systèmes de Ponzi. Il y a quatre points importants : la clarté des dispositions régissant les poursuites; une grande latitude pour enquêter, notamment pour retracer le parcours des fonds en obtenant des informations bancaires; le droit de demander ou d'imposer des sanctions civiles ou administratives, telles que des amendes ou un retrait d'agrément, et des sanctions pénales; la faculté de prendre des mesures d'urgence comme le gel des actifs.

L'indépendance des autorités de réglementation financière. Dans beaucoup des cas étudiés, l'autorité de contrôle ne disposait pas d'un soutien politique, ou même populaire, pour stopper l'escroquerie. Ainsi, en Jamaïque, un secrétaire d'État a qualifié une perquisition chez OLINT de «vulgaire abus de pouvoir ... rappelant la Gestapo». L'autorité de contrôle doit être assez indépendante pour agir sans l'accord du gouvernement, même si des membres de celui-ci soutiennent tacitement les systèmes délictueux. En outre, la loi doit protéger ses agents des poursuites liées à l'exercice de leurs fonctions.

Une très grande latitude pour coopérer et échanger des informations avec d'autres autorités de réglementation financière. Les systèmes de Ponzi peuvent opérer dans plusieurs États : OLINT avait des bureaux en Jamaïque et son siège social à Panama, puis aux îles Turques et Caïques; il a démarché des investisseurs aux États-Unis et, indirectement, à la Grenade, à la Dominique et à Sainte-Lucie. Dans beaucoup de pays en développement et émergents, les investigations et les poursuites sont gênées par l'impossibilité d'échanger des informations confidentielles, surtout de nature bancaire, et d'aider les autorités étrangères. Certaines autorités de contrôle ont aussi des difficultés à échanger des renseignements confidentiels avec des homologues locaux.

Des moyens d'exécution suffisants. Dans les pays qui commencent juste à s'attaquer aux systèmes de Ponzi, la pénurie de personnel expérimenté ralentit l'action. La formation, la confection de manuels internes sur la conduite des enquêtes et une organisation capable de traiter ces affaires peuvent remédier à cette situation.

Spécialisation et promptitude des juridictions. Comme beaucoup des décisions que doit prendre une autorité de contrôle pour interrompre un système de Ponzi sont du ressort de la

justice, il faut absolument que les magistrats aient l'expertise nécessaire et puissent donner la priorité aux affaires financières, en particulier quand il y a urgence. Ainsi, OLINT a pu continuer pendant plusieurs années, pendant que les tribunaux examinaient les appels contre son interdiction et les tentatives d'une banque commerciale pour fermer ses comptes. L'action de la banque a été contestée jusqu'à la haute cour britannique, instance de recours suprême en Jamaïque.

Les pays en développement sont les plus vulnérables

Les études de cas montrent que les systèmes de Ponzi peuvent apparaître sur n'importe quel marché financier. Si les projets qu'ils prétendent offrir et leurs structures juridiques diffèrent, leurs promoteurs emploient des techniques de vente similaires, visent certaines catégories, se font connaître et acquièrent une crédibilité.

Dans la plupart des pays industrialisés, les autorités de contrôle disposent de nombreuses voies d'exécution, dont le droit de geler les actifs dès la découverte du montage, et la justice les soutient. C'est pourquoi, même s'il peut exister des escroqueries importantes et durables, comme l'affaire Madoff, il y a de grandes chances que l'on y mette fin peu après leur découverte.

Il n'en va pas de même dans certains pays en développement. L'absence d'une ferme action officielle et le sous-développement financier ont permis à des systèmes de Ponzi d'apparaître et de se perpétuer, même après de nombreuses mises en garde. Cela renvoie au problème plus large de la crédibilité des mécanismes de sanction. Dans ces pays, les autorités de contrôle manquent souvent des moyens d'exécution, des ressources et parfois de l'indépendance politique qui permettrait de s'opposer aux malversations financières, dont les systèmes de Ponzi. Sur un marché financier mondial, elles doivent pouvoir échanger des informations et coopérer. C'est indispensable pour combattre les entités non réglementées, dont on connaît la capacité de se déplacer d'un pays à l'autre. Or, dans nombre de pays en développement, des obstacles juridiques s'opposent encore à cette coopération.

Les chaînes de Ponzi sont partout un problème, mais surtout dans les pays dont le cadre réglementaire peu développé risque de ne pouvoir contenir leur prolifération. L'important est d'agir avant qu'ils prennent leur essor et menacent les épargnants sans méfiance. ■

Hunter Monroe est économiste principal au Département Hémisphère occidental du FMI; Ana Carvajal est expert financier principal au Département des marchés monétaires et de capitaux; Catherine Pattillo est conseillère et chef d'unité au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation.

Bibliographie :

Caribbean Policy Research Institute (CaPRI), 2008, "Investigating Informal Investment Schemes in Jamaica" (Kingston, Jamaica: Caribbean Policy Research Institute).

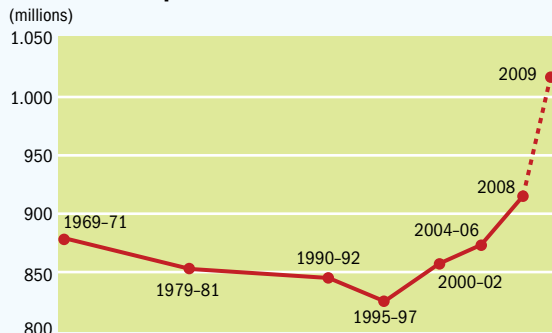
Carvajal, Ana, Hunter Monroe, Catherine Pattillo, and Brian Wynter, 2009, "Ponzi Schemes in the Caribbean," IMF Working Paper 09/95 (Washington, International Monetary Fund).

Le fléau de la

Plus d'un milliard d'êtres humains sont sous-alimentés

La faim dans le monde a fait un bond en 2009 qui a considérablement accentué l'évolution déjà décevante de la sécurité alimentaire mondiale depuis 1996. Sous l'effet combiné de la crise alimentaire et de la crise économique, la sous-alimentation a atteint une ampleur sans précédent. L'Organisation pour l'alimentation et l'agriculture (FAO) des Nations Unies estime que 1,02 milliard de personnes ont souffert de malnutrition en 2009, soit 100 millions de plus qu'en 2008. Dans ces conditions, il sera de plus en plus difficile d'atteindre le but fixé par le Sommet mondial de l'alimentation et l'objectif du Millénaire pour le développement concernant la réduction de la faim.

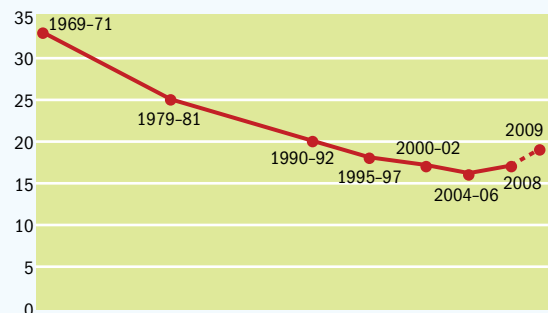
Sous l'effet combiné des crises alimentaire et économique, le nombre de personnes souffrant de la faim a dépassé le milliard en 2009



Note : Le chiffre pour 2009 est une estimation.

La proportion des personnes sous-alimentées a atteint près de 20 %

(pourcentage de la population mondiale)



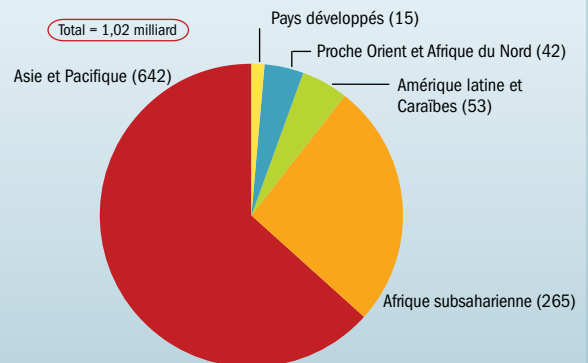
Note : Le chiffre pour 2009 est une estimation.

La faim concerne toutes les régions du monde. C'est dans la région Asie-Pacifique, qui est la plus peuplée, qu'elle touche le plus grand nombre de personnes. Pourtant, son incidence est plus grande en Afrique subsaharienne, où environ une personne sur trois souffre de malnutrition.



Presque toutes les personnes sous-alimentées vivent dans des pays en développement

(millions)



Préparé par David Dawe et Denis Drechsler. Le texte et les graphiques sont basés sur L'État de l'insécurité alimentaire dans le monde, publié en 2009 par la FAO. Ce rapport peut être consulté à www.fao.org/publications/fr.

faim



L'insuffisance des récoltes n'est pas en cause. La FAO estime que la production totale de céréales en 2009 n'a été que légèrement inférieure au record atteint en 2008. L'aggravation du problème de la faim tient le plus souvent au fait que les pauvres n'ont tout simplement pas les moyens d'acheter la nourriture produite. Beaucoup ont puisé dans leurs économies pour se nourrir pendant la flambée des prix alimentaires et se retrouvent maintenant au chômage à cause de la crise économique mondiale.

Les prix de l'alimentation ont beaucoup augmenté dans les pays en développement pendant la crise alimentaire de 2006 à 2008 et ils étaient encore élevés quand la crise économique a éclaté. Fin 2008, les prix réels des denrées de base avaient grimpé de 17 % en deux ans, compte tenu de l'inflation. Cela a fortement entamé le pouvoir d'achat des consommateurs pauvres, qui dépensent souvent 40 % de leur revenu pour se nourrir.

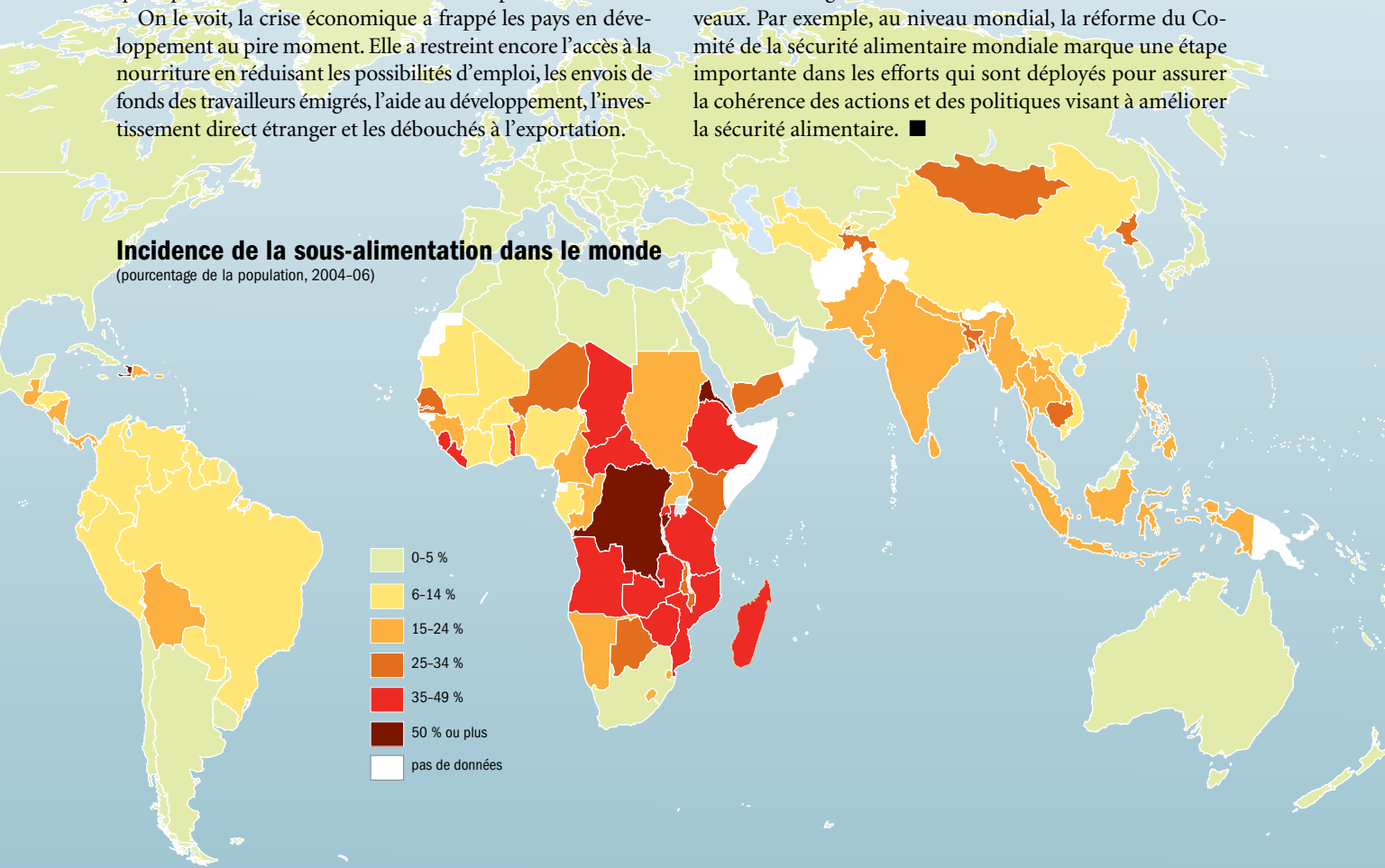
On le voit, la crise économique a frappé les pays en développement au pire moment. Elle a restreint encore l'accès à la nourriture en réduisant les possibilités d'emploi, les envois de fonds des travailleurs émigrés, l'aide au développement, l'investissement direct étranger et les débouchés à l'exportation.

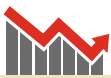
Comment faire disparaître le fléau de la faim? Pour améliorer la sécurité alimentaire mondiale, il faut à la fois prendre des mesures d'urgence et opérer des changements structurels plus fondamentaux. Dans l'immédiat, il convient d'améliorer les filets de sécurité et les dispositifs de protection sociale pour venir en aide aux plus démunis.

À moyen et long terme, la solution structurelle consiste à accroître la productivité de l'agriculture de manière à faire augmenter les revenus et à produire de la nourriture à moindre coût, surtout dans les pays pauvres. Les mesures à long terme sont importantes, ainsi que le montre le nombre inacceptable de personnes qui n'avaient pas assez à manger avant la crise et qui vont sans doute continuer à souffrir de la faim même après les crises alimentaire et économique. En outre, ces mesures doivent être accompagnées d'une amélioration de la gouvernance et des institutions à tous les niveaux. Par exemple, au niveau mondial, la réforme du Comité de la sécurité alimentaire mondiale marque une étape importante dans les efforts qui sont déployés pour assurer la cohérence des actions et des politiques visant à améliorer la sécurité alimentaire. ■

Incidence de la sous-alimentation dans le monde

(pourcentage de la population, 2004-06)





Les banquiers doivent-ils toucher leurs bonus?

Steven N. Kaplan

POUR LES BANQUIERS, la saison des bonus est arrivée. L'opposition cette année à ce sujet est plus forte que jamais en raison du nombre de sociétés prodigieuses qui ont été renflouées avec l'argent du contribuable pendant la crise. Qu'est-ce qui justifierait donc l'attribution de bonus aux banquiers?

Les opposants aux bonus font valoir trois arguments. Premièrement, les banquiers sont surpayés, notamment au vu des difficultés économiques actuelles. Deuxièmement, les bonus ne sont pas mérités puisque de nombreuses banques auraient eu de mauvais résultats ou n'auraient pas pu éviter la faillite si l'État n'était pas intervenu. Troisièmement, les bonus élevés ont encouragé les cadres bancaires à prendre des risques, attisant la crise financière. Bien que cette colère soit compréhensible, aucun de ces arguments ne résiste à un examen plus approfondi.

Certes, les banquiers sont bien payés, mais ils ne sont pas les seuls. Les salaires ont augmenté au cours des trente dernières années pour de nombreux agents économiques : banquiers d'affaires, investisseurs, dirigeants d'entreprises, consultants, professions de divertissement, sportifs de haut niveau et avocats. L'évolution de la technologie, l'effet d'échelle et la mondialisation ont permis à ces professions de démultiplier la rétribution financière de leurs compétences. Peu importe qu'ils soient équitables ou moraux, leurs salaires élevés sont largement fonction du marché puisque les entreprises sont en concurrence pour attirer les meilleurs.

Des banquiers méritants

Certaines critiques font valoir que les banquiers seraient au pied du mur s'ils n'étaient pas payés autant ou ne recevaient pas de tels bonus. Ces critiques sont naïves. Les meilleurs banquiers ont bien d'autres débouchés : les vedettes des opérations financières peuvent se tourner vers les boutiques d'investissement et les fonds spéculatifs, ou bien devenir gérants de fonds non bancaires. Un célèbre trader de Citigroup, Matthew Carpenter, a quitté ainsi sa banque début février pour rejoindre le fonds spéculatif Moore Capital, suivant l'exemple d'une autre sommité du secteur, Andrew Hall.

Plus les salaires payés par les grandes banques seront réduits ou restreints, plus marqué sera l'exode des talents. Certains pourront s'en réjouir, mais cela entraînerait un affaiblissement des institutions bancaires. Le renflouement par les fonds publics (et les subventions persistantes) accordé à certaines banques ne les dispense pas de payer les compétences au prix du marché, au risque de les perdre. Le public pâtirait également d'un système bancaire moins bien géré (rapelons les problèmes créés par des questions de rémunération pour AIG, Fannie Mae et Freddie Mac).

Certes, une partie des bénéfices des banques cette année ont été rendus possibles par l'intervention de l'État, mais elle ne leur a pas été accordée gratuitement aux banques. La plu-

part ont aujourd'hui remboursé les fonds reçus dans le cadre du programme d'aide publique TARP (Troubled Asset Relief Program), un «investissement» dont les États-Unis ont tiré parti. Ceux qui jugent le retour sur investissement insuffisant devraient plutôt accuser le gouvernement américain d'avoir mal négocié la transaction que reprocher aux banquiers de faire leur travail et de gagner de l'argent.

Certaines banques se sont trouvées *de facto* contraintes d'accepter les fonds du TARP. Aujourd'hui, on leur demande de porter préjudice à leur activité et à leurs salariés (qui seraient privés de bonus) alors qu'elles ont déjà remboursé à l'État des capitaux dont elles n'avaient ni envie ni besoin.

Une colère mal placée?

Le niveau élevé des bonus n'est pas la cause principale de la crise financière. Bear Stearns et Lehman Brothers ont fait plus que leurs concurrents pour inciter les salariés à différer le paiement des bonus ou à les investir en actions de la société plutôt que de se les faire payer cash. Or, la possession d'actions et le paiement différé des bonus n'ont pas sauvé ces établissements. Les cadres bancaires ont perdu des centaines de milliers de dollars sur actions à cause de leurs mauvaises décisions. Beaucoup ont perdu leur emploi.

La crise a plutôt été causée par une politique monétaire accommodante, des excédents de capitaux à l'échelle mondiale, le recours excessif à l'effet de levier par les banques d'investissement, les prescriptions du Congrès de faire souscrire des crédits hypothécaires à des ménages incapables de les rembourser, les notes de crédit inappropriées des agences de notation et le versement immédiat de primes aux courtiers en prêts hypothécaires. Cela explique que la crise ait touché les institutions financières de nombreux pays, dont les pratiques de rémunération étaient très différentes.

Au lieu de se fixer sur les rémunérations et les bonus, les critiques devraient plaider pour des normes de fonds propres plus raisonnables. Une solution consisterait à imposer aux banques des règles plus sévères et à les rendre procycliques, avec l'obligation d'émettre des titres de créance conditionnels à long terme, qui sont convertis en actions en cas de crise. Ce seraient alors les souscripteurs de ces obligations, et non l'État, qui auraient renfloué les banques. L'ampleur de la crise financière — si tant est que celle-ci aurait bien eu lieu — en aurait été fortement réduite.

Le mécontentement à l'égard des banquiers est compréhensible, mais la suppression ou la restriction de leurs bonus affecteraient le secteur financier, sans pour autant endiguer une éventuelle crise financière à l'avenir. ■

Steven N. Kaplan détient la chaire Neubauer Family d'entrepreneuriat et de finance à la Booth School of Business de l'université de Chicago et associé de recherche du National Bureau of Economic Research.

méchants bonus

Les bonus et le «cycle apocalyptique»

Simon Johnson

LES BONUS des banquiers sont un symptôme très médiatisé d'un problème beaucoup plus vaste et profond : la capacité et la volonté des principaux acteurs de notre système financier de prendre des risques inconsidérés.

Nous avons laissé s'installer dans notre système économique un «cycle apocalyptique» qui comprend plusieurs étapes distinctes. Au début, les créanciers et les déposants fournissent aux banques un financement à bon marché. Si les choses tournent très mal, ces dernières comptent sur les banques centrales et les pouvoirs publics pour les renflouer.

Des banques comme Citigroup ou Goldman Sachs — et bien d'autres — ont utilisé ces fonds pour prendre des risques importants, distribuer des dividendes aux actionnaires et des bonus aux dirigeants et aux salariés. À travers des subventions directes (telle l'assurance-dépôts) et des soutiens indirects (comme la perspective d'une intervention de la banque centrale pour renflouer les établissements défaillants), nous encourageons notre système bancaire à faire abstraction d'importants risques extrêmes, c'est-à-dire rares mais aux effets dévastateurs pour la société. Les banques peuvent alors se retirer et laisser l'État faire le ménage. Certains banquiers et décideurs arrivent même à prospérer pendant l'effondrement qu'ils ont contribué à créer.

Une défaillance stupéfiante

Les autorités de réglementation et de surveillance sont censées prévenir cette dangereuse prise de risque. Cependant, les banques exercent un énorme pouvoir politique et financier et le système est devenu remarquablement complexe, ce qui fait qu'en fin de compte les autorités de contrôle perdent un peu de leur indépendance. L'ampleur de la défaillance réglementaire qui a précédé la crise est stupéfiante. Des établissements bancaires de premier plan, comme Northern Rock au Royaume-Uni, Lehman Brothers aux États-Unis ou Deutsche Bank en Allemagne, ont convaincu les autorités qu'ils pouvaient se contenter de fonds propres réduits face à des portefeuilles d'actifs volumineux et risqués. Le système bancaire a accumulé plusieurs milliers de milliards de dollars de produits dérivés, ce qui signifiait qu'en cas de faillite d'une grande banque, ou d'un grand établissement financier assimilé, tout le système pouvait être entraîné dans sa chute.

Étant donné que nos systèmes politiques et sociaux sont incapables de prendre en charge les difficultés qu'entraînerait un effondrement de l'économie, nous devons nous en remettre aux banques centrales pour abaisser les taux d'intérêt et canaliser les crédits afin de sauver les établissements déficitaires. Les visages changent, mais toutes les banques centrales et tous les gouvernements agissent de la même manière. Cette fois-ci, c'est le président de la Réserve fédérale américaine Ben Bernanke et le Secrétaire au Trésor Tim Geithner (qui présidait la réserve fédérale de New York juste avant la crise) qui étaient aux commandes pendant que la bulle se formait — et c'est aujourd'hui à eux qu'il revient de nous «sauver».

Une fois le renflouement effectué, nous recommençons tout du début. C'est ce qui s'est passé dans de nombreux pays développés depuis le milieu des années 70, période qui correspond à d'importants changements macroéconomiques et réglementaires, parmi lesquels la fin du système de taux de change fixes de Bretton Woods, le desserrement du contrôle des mouvements de capitaux dans les pays riches et le début de vingt années d'assouplissement de la réglementation.

Le vrai danger vient de ce que le problème s'amplifie à chaque fois que ce cycle se répète. En effet, si chaque cycle requiert des interventions de plus en plus musclées des pouvoirs publics, alors nous allons droit dans le mur.

Le meilleur moyen d'instaurer un système plus sûr consiste à imposer des ratios de fonds propres très élevés et robustes, fixés par la législation et difficilement contournables ou révisables. En portant à 15 ou 25 % le ratio de fonds propres — ce qui reviendrait à renouer avec les ratios capital/actifs en vigueur aux États-Unis avant la création de la Réserve fédérale en 1913 — et en fixant par précaution des ratios de fonds propres trop élevés pour les instruments dérivés et autres structures financières complexes, nous mettrons en place un système beaucoup plus sûr avec des règles plus difficiles à détourner.

Moins de risques de spéculation

Quand les actionnaires verront qu'une part considérable de leurs investissements est exposée au risque, par rapport aux gains qu'ils pourraient tirer de la spéculation, ils seront moins enclins à spéculer et plus susceptibles de limiter les structures de rémunération dangereuses. Ainsi, la tâche des régulateurs sera largement facilitée et notre système de réglementation actuel aura une chance de fonctionner.

Nous devons aussi nous assurer que tous ceux qui ont joué un rôle dans la défaillance du système subissent de lourdes pertes si leur spéculation échoue et que de l'argent public est nécessaire pour remettre le système à flot. En effet, même si de nombreux cadres dirigeants des institutions renflouées ont perdu des sommes importantes, ils n'en demeurent pas moins extrêmement riches.

Nous devons arrêter de faire croire à nos banquiers qu'ils peuvent gagner gros en période faste et survivre (voire carrément prospérer sur le plan financier) en période de difficultés. Pour ce faire, il est nécessaire d'adopter une législation permettant de récupérer les bénéficiaires et les bonus touchés précédemment par les salariés des banques qui doivent être renflouées. ■

Simon Johnson est professeur à la Sloan School of Management du Massachusetts Institute of Technology, chercheur principal au Peterson Institute for International Economics et conseiller économique du Congressional Budget Office. Ancien économiste en chef du FMI, M. Johnson est l'auteur, avec James Kwak, du livre 13 Bankers, à paraître.



Qu'est-ce que l'inflation?

Ceyda Oner

C'EST peut-être l'un des termes économiques les plus connus. L'inflation a plongé nombre de pays dans de longues périodes d'instabilité. Les banques centrales aiment à passer pour des pourfendeurs inflexibles de l'inflation. Des politiciens qui avaient remporté des élections en promettant de terrasser l'inflation ont perdu le pouvoir faute d'y être parvenus. L'inflation a même été déclarée ennemi public n° 1 aux États-Unis, par le Président Ford en 1974. Mais qu'est-ce que l'inflation? Et pourquoi est-elle si importante?

L'inflation est le taux d'augmentation des prix sur une période donnée. En général, il s'agit d'une mesure assez large, telle que la hausse globale des prix ou du coût de la vie dans un pays. Mais elle peut aussi être calculée de façon plus étroite, pour certains produits, tels que l'alimentation, ou certains services, tels que les coupes de cheveux, par exemple. Quel que soit le contexte, l'inflation mesure le renchérissement d'un groupe de biens et/ou de services sur une période donnée, en général une année.

La mesure de l'inflation

Pour le consommateur, le coût de la vie dépend du prix d'un grand nombre de biens et de services et de la proportion qu'ils représentent dans son budget. Les administrations mesurent le coût moyen de la vie en effectuant une enquête auprès des ménages qui leur permet de déterminer la composition d'un panier d'articles courants et de suivre l'évolution de son coût dans le temps. (Aux États-Unis, la principale composante de ce panier est le coût du logement, à savoir le loyer ou le remboursement des prêts hypothécaires.) Le coût du panier à une certaine date exprimé par rapport à une année de référence constitue l'*indice des prix à la consommation* (IPC), et la variation en pourcentage de l'IPC sur une certaine période constitue l'*inflation des prix à la consommation*, qui est l'indicateur d'inflation le plus usité. (Ainsi, si l'IPC de l'année de référence est 100 et l'IPC courant est de 110, l'inflation est de 10 % sur la période considérée.)

L'*inflation tendancielle des prix à la consommation* mesure l'évolution sous-jacente et persistante de l'inflation en excluant les prix fixés par les pouvoirs publics ainsi que les prix les plus volatils, notamment ceux de l'alimentation et de l'énergie, qui sont les plus tributaires de facteurs saisonniers ou des variations temporaires de l'offre. L'inflation tendancielle est surveillée de près par les décideurs. Le calcul d'un taux d'inflation globale — par exemple pour un pays tout entier et pas simplement pour les consommateurs — nécessite un indice plus large, tel que le *déflateur du produit intérieur brut* (PIB).

Par souci de cohérence, on maintient le panier de l'IPC à peu près constant, même s'il est légèrement modifié de temps à autre pour tenir compte de l'évolution des structures de consommation, par l'inclusion de nouveaux articles de haute technologie ou le remplacement de certains articles devenus moins courants. Étant donné que le déflateur du PIB exprime, en moyenne, l'évolution dans le temps des prix de tout ce qui est produit dans l'économie, ses composantes varient d'année en année et sont donc plus actuelles que celles du panier de l'IPC, qui sont pratiquement fixes. En revanche, le déflateur prend en compte des éléments qui ne sont pas des biens de consommation (tels que les dépenses militaires) et n'est donc pas une bonne mesure du coût de la vie.

Du bon et du mauvais

Si le revenu *nominal* des ménages, qu'ils reçoivent en monnaie courante, n'augmente pas aussi vite que les prix, leur situation se dégrade, car ils ne peuvent plus acheter autant. Autrement dit, leur *pouvoir d'achat* ou leurs revenus *réels* (c'est-à-dire ajustés en fonction de l'inflation) diminue. Le revenu réel est une mesure approximative du niveau de vie. Lorsque les revenus réels augmentent, le niveau de vie augmente aussi, et vice versa.

En réalité, les prix évoluent à des rythmes différents. Certains, tels que les prix des produits qu'on trouve dans le commerce, changent tous les jours; d'autres, tels que les salaires fixés par contrat, mettent plus de temps à s'adapter (les économistes parlent de la «viscosité» des salaires). Dans une conjoncture inflationniste, les prix augmentent de façon irrégulière et réduisent inévitablement le pouvoir d'achat de certains consommateurs, et cette érosion du revenu réel est le principal coût de l'inflation.

L'inflation peut aussi fausser l'évolution du pouvoir d'achat de ceux qui reçoivent ou paient des taux d'intérêt fixes. Prenons l'exemple d'un retraité qui bénéficie d'un relèvement annuel fixe de 5 % de sa pension. Si l'inflation est supérieure à 5 %, son pouvoir d'achat diminue. En revanche, un emprunteur qui paie un intérêt fixe de 5 % sur son prêt hypothécaire bénéficierait d'une inflation à 5 % parce que le *taux d'intérêt réel* (c'est-à-dire la différence entre le taux nominal et le taux d'inflation) serait de zéro; le remboursement de cette dette serait encore plus facile si l'inflation était plus élevée, pour autant que le revenu de l'emprunteur augmente avec l'inflation. Dans ce cas, ce serait bien sûr le revenu réel du prêteur qui pâtirait. Dans la mesure où l'inflation n'est pas prise en compte dans les *taux d'intérêt nominaux*, le pouvoir d'achat augmente pour certains, diminue pour d'autres.

Nombre de pays ont été confrontés à des niveaux élevés d'inflation, voire, dans certains cas, à l'*hyperinflation*, lorsque la hausse des prix atteint 1000 % par an ou plus. En 2008, le Zimbabwe a connu l'hyperinflation la plus forte qu'un pays ait jamais subie, avec un taux annuel d'inflation estimé à 500 milliards pour cent. De tels niveaux d'inflation ont des effets désastreux, et les pays concernés ont dû prendre des mesures difficiles et douloureuses pour ramener l'inflation à des niveaux raisonnables, parfois en abandonnant la monnaie nationale, comme dans le cas du Zimbabwe.

Si une inflation élevée nuit à l'économie, la *déflation*, c'est-à-dire la baisse des prix, n'est pas souhaitable non plus. Lorsque les prix diminuent, les consommateurs retardent leurs achats s'ils le peuvent, en anticipant de nouvelles baisses des prix à l'avenir. Pour l'économie, cela signifie moins d'activité, moins de revenus distribués par les producteurs et moins de croissance économique. À cet égard, on peut citer le cas du Japon, qui a connu une longue période de croissance économique quasi nulle, surtout en raison de la déflation. C'est notamment pour prévenir la déflation pendant la crise financière mondiale qui a commencé en 2007 que la Réserve fédérale des États-Unis et d'autres banques centrales ont maintenu durablement les taux d'intérêt bas et ont institué d'autres mesures monétaires pour faire en sorte que le système financier ne manque pas de liquidités. Aujourd'hui, l'inflation mondiale est à un de ses plus bas niveaux depuis le début des années 60, en partie à cause de la crise financière.

La plupart des économistes estiment aujourd'hui qu'un niveau d'inflation faible, stable et — caractéristique la plus importante — prévisible est une bonne chose pour l'économie. Si l'inflation est faible et prévisible, il est plus facile d'en tenir compte dans les contrats d'ajustement de prix et dans les taux d'intérêt, ce qui en réduit l'effet de distorsion. En outre, si les consommateurs savent que les prix vont légèrement augmenter, ils seront incités à faire leurs achats plus tôt, ce qui stimule l'activité économique. Beaucoup de banques centrales se fixent pour objectif principal de maintenir l'inflation à un niveau faible et stable; c'est ce qu'on appelle le *ciblage de l'inflation* (voir «Ciblage de l'inflation : 20 ans déjà», dans ce numéro).

D'où vient l'inflation

Les périodes prolongées de forte inflation résultent souvent de politiques monétaires laxistes. Si la masse monétaire s'accroît trop par rapport à la taille de l'économie, la valeur unitaire de la monnaie diminue; autrement dit, son pouvoir d'achat baisse et les prix augmentent. C'est ce rapport entre la masse monétaire et la taille de l'économie qui fonde la *théorie quantitative de la monnaie*, l'une des plus vieilles hypothèses de la science économique.

Les pressions qui s'exercent du côté de l'offre ou de la demande au sein de l'économie peuvent aussi avoir des effets inflationnistes. Du côté de l'*offre*, les chocs qui perturbent la production, tels que les catastrophes naturelles, ou font augmenter les coûts de production, tels qu'une hausse des prix de l'énergie, peuvent faire diminuer l'offre globale et entraîner une inflation «par les coûts», c'est-à-dire une hausse des prix provoquée par une perturbation de l'offre. C'est ce qui s'est passé en 2008 à l'échelle mondiale avec l'inflation des prix alimentaires et énergétiques : le renchérissement brutal des produits alimentaires et de l'énergie s'est alors propagé d'un pays à l'autre par la voie du commerce inter-

national. Inversement, les chocs qui se produisent du côté de la *demande*, telle qu'une montée soudaine des cours boursiers, ou des *politiques expansionnistes*, lorsque, par exemple, la banque centrale abaisse ses taux d'intérêt ou le gouvernement augmente les dépenses publiques, peuvent stimuler temporairement la demande globale et la croissance de l'économie. Cependant, si cet accroissement de la demande dépasse la capacité de production de l'économie, il en résulte des tensions sur les ressources disponibles qui entraînent une inflation «par la demande». Les décideurs doivent trouver un juste équilibre entre la nécessité de doper la demande et la croissance en cas de besoin et celle de ne pas trop stimuler l'économie pour éviter l'inflation.

Les *anticipations* jouent aussi un rôle déterminant pour l'inflation. Si les particuliers ou les entreprises anticipent une hausse des prix, ces attentes seront prises en compte lors des négociations salariales et dans les ajustements de prix contractuels (tels que le relèvement automatique des loyers). Ce comportement détermine en partie l'inflation de la période suivante : lorsque les contrats entrent en vigueur et que les salaires et les prix augmentent comme convenu, les anticipations se sont en quelque sorte réalisées d'elles-mêmes. De plus, dans la mesure où les particuliers fondent leurs attentes sur le passé récent, l'inflation se perpétue de la même façon au fil du temps, ce qui entraîne une *inertie* inflationniste.

Comment les décideurs luttent contre l'inflation

Pour bien choisir une *politique anti-inflationniste*, il faut connaître les causes de l'inflation. Si l'économie est en surchauffe, la banque centrale — si elle s'est fixé la stabilité des prix comme objectif — peut mettre en œuvre une politique *restrictive* de manière à freiner la demande globale, normalement en relevant les taux d'intérêt. Certaines banques centrales ont choisi, avec plus ou moins de succès, d'imposer une discipline monétaire en *fixant le taux de change*, c'est-à-dire en liant sa monnaie à celle d'un autre pays et, par conséquent, sa politique monétaire à celle du pays émetteur de cette monnaie. Cependant, lorsque l'inflation répond plutôt à des facteurs mondiaux qu'à des facteurs intérieurs, ce type de politique n'est pas forcément d'un grand secours. En 2008, lorsque l'inflation a augmenté partout dans le monde sous l'effet de la hausse des prix alimentaires et énergétiques, beaucoup de pays ont laissé cette hausse se répercuter sur leur économie. Parfois, le gouvernement peut fixer les prix directement (comme certains l'ont fait en 2008 pour éviter la répercussion de la hausse des prix alimentaires et énergétiques). Cette *fixation administrative des prix* entraîne généralement une augmentation considérable des subventions publiques pour compenser la perte de revenus des producteurs.

De plus en plus, les banques centrales utilisent le pouvoir qu'elles ont d'influencer les *anticipations inflationnistes* pour réduire l'inflation. Les décideurs annoncent alors leur intention de brider temporairement l'activité économique pour freiner l'inflation, dans l'espoir que cela influence les anticipations et les clauses d'ajustement des prix contenues dans les contrats. Plus une banque centrale est crédible, plus ses déclarations auront d'influence sur les anticipations inflationnistes. ■

Ceyda Oner est économiste au Département Asie et Pacifique du FMI.



Ciblage de l'inflation : 20 ans déjà

Scott Roger

Il y a 20 ans, la Nouvelle-Zélande adopta une conception de la politique monétaire axée sur la réalisation d'un objectif d'inflation. La nouveauté résidait dans l'engagement explicite de considérer la maîtrise de l'inflation comme le but principal de la politique monétaire et dans l'accent qui était mis sur la transparence et la responsabilité.

Aujourd'hui, 26 pays ont une cible d'inflation, dont près de la moitié sont des économies émergentes ou à bas revenu (voir tableau). En outre, un certain nombre de banques centrales des pays les plus avancés — dont la BCE, la Réserve fédérale, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse — ont intégré beaucoup des aspects essentiels du ciblage de l'inflation, et plusieurs autres se préparent à le faire.

Cet article présente les résultats obtenus depuis 20 ans par les pays ciblant l'inflation, notamment pendant la flambée des cours des matières premières de 2006–08 et la crise financière mondiale qui a débuté en 2007. Il évoque aussi des problèmes très importants auxquels ils vont sans doute être confrontés dans le proche avenir.

Le dispositif de ciblage de l'inflation

Depuis le début, le ciblage de l'inflation comporte quatre éléments principaux (Mishkin, 2004; Heenan, Peter and Roger, 2006) :

- La banque centrale reçoit pour mission d'assurer la stabilité des prix, objectif premier de la politique monétaire, et est dotée à cette fin d'une large autonomie opérationnelle.
- Un objectif quantitatif d'inflation est fixé.
- La banque centrale rend compte de la réalisation de l'objectif dans le respect des obligations de transparence de la stratégie et de son exécution.
- On procède à une évaluation prospective de l'inflation, appuyée sur toute une série d'informations.

Ces éléments résultent de la théorie et de l'expérience qui montrent que les banques centrales ne peuvent atteindre des buts multiples, tels que de faibles taux d'inflation et de chômage, au moyen d'un seul instrument : le taux d'intérêt directeur (par exemple, le taux des fonds fédéraux aux États-Unis ou celui des prêts de la Banque d'Angleterre). Il est aussi admis qu'à long terme la politique monétaire peut influencer sur les variables nominales, mais pas réelles (corrigées de l'inflation); qu'une forte inflation nuit à la croissance et à la répartition équitable des revenus; et que les anticipations et la crédibilité contribuent grandement à l'efficacité de la politique monétaire.

Au fur et à mesure que le ciblage de l'inflation a été adopté par des économies émergentes, il a évolué sur deux points majeurs. D'abord, *la transparence et la communication sont peu à peu*

De plus en plus de pays font d'un certain taux d'inflation le principal objectif de leur politique monétaire, et les résultats sont probants

devenues les critères prépondérants de l'exercice de la responsabilité publique, qui fondent l'indépendance opérationnelle des banques centrales et ancrent les anticipations d'inflation. Pour faire connaître leurs objectifs, les banques centrales publient des rapports semestriels ou trimestriels sur l'inflation et la politique monétaire, des déclarations publiques suivant les réunions décisionnelles et, parfois, des comptes-rendus de ces réunions. Il y a aussi des auditions parlementaires de leurs dirigeants. Bref, elles pratiquent souvent une communication beaucoup plus active que dans le passé.

Ensuite, les banques centrales appliquent en général un ciblage souple de l'inflation. Au lieu de tenter d'atteindre en permanence l'objectif, on se projette sur le moyen terme — habituellement à un horizon de deux à trois ans. Cela permet de poursuivre d'autres buts à court terme, en particulier le lissage de la production. Mais la banque centrale ne peut être souple que si elle réussit à bien ancrer les anticipations inflationnistes. Or, pour y parvenir, en partie au moins, il faut qu'elle ait fait la preuve de sa capacité de maîtriser l'inflation.

Que penser des autres solutions?

Les résultats macroéconomiques du ciblage de l'inflation ont-ils été aussi bons ou meilleurs que ceux d'autres choix, tels que le ciblage de la croissance monétaire, le rattachement du taux de change ou des dispositifs «éclectiques» à objectifs multiples? Comme on ne peut comparer les performances

obtenues par un pays avec deux politiques différentes pendant une même période, la comparaison doit porter sur des pays similaires usant de méthodes distinctes.

Les graphiques 1 et 2 comparent, pour une même période, l'inflation et la production des pays ciblant l'inflation, avant et après le choix de ce système, aux autres pays. La date médiane d'adoption du ciblage par les premiers étant le début de 2001, les périodes sur lesquelles porte la comparaison sont 1991–2000 et 2001–09.

Pays pratiquant le ciblage de l'inflation

Dans 26 pays, la politique monétaire a comme cible l'indice des prix à la consommation. Trois autres pays — la Finlande, la République slovaque et l'Espagne — avaient adopté cette pratique, mais l'ont abandonnée en adhérant à la zone euro.

Pays	Adoption du ciblage de l'inflation	Taux d'inflation à l'époque	Taux d'inflation en 2009	Cible d'inflation
Nouvelle-Zélande	1990	3,3	0,8	1 - 3
Canada	1991	6,9	0,3	2 +/- 1
Royaume-Uni	1992	4,0	2,2	2 +/- 1
Suède	1993	1,8	-0,2	2 +/- 1
Australie	1993	2,0	1,9	2 - 3
République Tchèque	1997	6,8	1,0	3 +/- 1
Israël	1997	8,1	3,3	2 +/- 1
Pologne	1998	10,6	3,8	2,5 +/- 1
Brésil	1999	3,3	4,9	4,5 +/- 2
Chili	1999	3,2	1,5	3 +/- 1
Colombie	1999	9,3	4,2	2 - 4
Afrique du Sud	2000	2,6	7,1	3 - 6
Thaïlande	2000	0,8	-0,9	0,5 - 3
Corée	2001	2,9	2,8	3 +/- 1
Mexique	2001	9,0	5,3	3 +/- 1
Islande	2001	4,1	12,0	2,5 +/- 1,5
Norvège	2001	3,6	2,2	2,5 +/- 1
Hongrie	2001	10,8	4,2	3 +/- 1
Pérou	2002	-0,1	2,9	2 +/- 1
Philippines	2002	4,5	1,6	4,5 +/- 1
Guatemala	2005	9,2	1,8	5 +/- 1
Indonésie	2005	7,4	4,6	4 - 6
Roumanie	2005	9,3	5,6	3,5 +/- 1
Turquie	2006	7,7	6,3	6,5 +/- 1
Serbie	2006	10,8	7,8	4 - 8
Ghana	2007	10,5	19,3	14,5 +/- 1

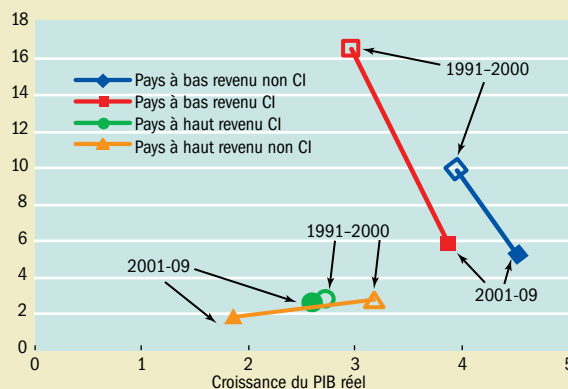
Source : données recueillies par l'auteur.

Graphique 1

Amélioration de l'inflation et de la croissance

Dans la plupart des pays, il y a eu amélioration des taux d'inflation et de croissance entre 1991–2000 et 2001–09, mais elle a été supérieure dans ceux qui pratiquent le ciblage de l'inflation (CI).

(hausse des prix à la consommation, en pourcentage)



Source : calculs de l'auteur.

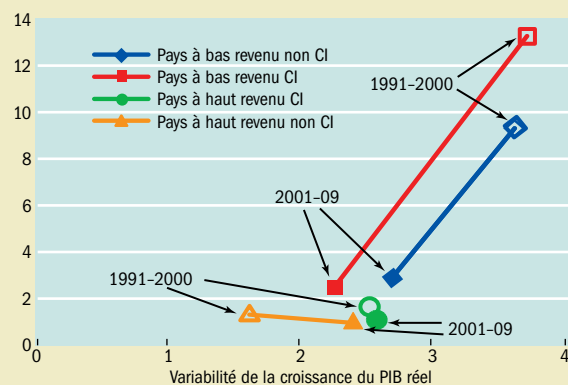
Note : Les symboles vides représentent la période 1991–2000; les symboles pleins représentent la période 2001–09. Les lignes droites représentent le sens de l'évolution entre les périodes dans les quatre catégories de pays.

Graphique 2

Lissage de la production et de l'inflation

La volatilité de l'inflation et de la croissance a été moindre de 2001 à 2009 que de 1991 à 2000, mais elle a diminué davantage dans les pays pratiquant le ciblage de l'inflation (CI).

(variabilité de l'inflation, en pourcentage)



Source : calculs de l'auteur.

Note : Les symboles vides représentent la période 1991–2000; les symboles pleins représentent la période 2001–09. Les lignes droites représentent le sens de l'évolution de la variabilité entre les périodes dans les quatre catégories de pays.

Les résultats sont les suivants :

- Les pays à bas revenu, ciblant ou non l'inflation, ont connu de fortes baisses des taux d'inflation et une nette amélioration des taux de croissance moyens. Si ceux qui ne ciblent pas l'inflation ont continué d'avoir une inflation inférieure et une croissance supérieure, l'amélioration a été plus prononcée sur ces deux plans dans les autres pays.
- Dans tous les pays à bas revenu, la volatilité de l'inflation et de la production a aussi largement diminué, mais son recul a été plus marqué dans ceux qui ciblent l'inflation, en particulier pour la volatilité de l'inflation.
- Parmi les pays à revenu élevé, la performance moyenne de ceux qui ciblent l'inflation a peu varié entre les deux périodes, alors que les autres ont généralement vu leur croissance ralentir. Et si la volatilité de la production ou de l'inflation a peu évolué dans les pays ciblant l'inflation, celle de la production a augmenté dans les autres.

À l'évidence, l'adoption du ciblage de l'inflation ne peut expliquer entièrement l'amélioration des résultats relatifs, puisqu'elle faisait souvent partie de réformes plus vastes des structures et des politiques. Mais, selon des études plus détaillées, quand on compare sur les mêmes périodes des pays émergents similaires, les grandes variables macroéconomiques, comme l'inflation et la production, sont meilleures dans ceux qui ciblent l'inflation. Ainsi, une étude publiée dans les *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2005 a conclu que, de 1990 à 2004, le ciblage s'était accompagné d'une baisse de 4,8 points de l'inflation moyenne relativement aux autres options de politique monétaire. Pour la variabilité de l'inflation, la réduction a été de 3,6 points.

La solidité du ciblage de l'inflation

Après la poussée générale des prix des matières premières et la crise financière des trois dernières années, c'est le moment de voir si le ciblage de l'inflation résiste mieux aux chocs que d'autres politiques. Pendant l'essentiel de la période écoulée depuis son adoption à grande échelle, la situation macroéconomique était plus favorable qu'antérieurement. On avait donc peu de preuves de son aptitude à absorber des chocs majeurs.

Il s'avère que les pays qui ciblent l'inflation ont mieux réussi que les autres à limiter l'effet inflationniste de la montée des cours des matières premières en 2007 (Habermeier and others, 2009). Ce choc a suscité en général une hausse de l'inflation et une baisse de la croissance de 2006 à 2008. Dans les pays à bas revenu ne ciblant pas l'inflation, celle-ci s'est accélérée plus que dans les autres, alors que le ralentissement de la croissance du PIB a été du même ordre. Parmi les pays à revenu élevé, la croissance a moins fléchi dans ceux qui ciblent l'inflation et l'inflation y a un peu moins augmenté.

Ces résultats confirment que les anticipations inflationnistes sont mieux ancrées dans les pays qui ciblent l'inflation et que leurs autorités sont davantage déterminées à la contenir. Mais, avant de tirer des conclusions définitives, il faudra procéder à des analyses plus détaillées pour distinguer ces effets d'autres influences sur la croissance et l'inflation.

Comme la crise financière mondiale amorcée à la mi-2007 se poursuit, on ne peut encore juger si les pays ciblant l'inflation ont mieux supporté que les autres la pire contraction économique et financière depuis la crise de 1929. Certes, plusieurs font partie des plus durement touchés et quelques-uns, dont la Hongrie, l'Islande, la Roumanie et la Serbie, ont reçu le soutien du FMI. Néanmoins, il ne semble pas que le ciblage de l'inflation les ait davantage exposés aux crises ou qu'ils subissent des récessions pires que les pays comparables à politique économique différente.

Les prévisions macroéconomiques laissent penser que les pays ciblant l'inflation pourraient moins souffrir de la crise financière (voir graphique 3). Selon *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) de janvier 2010, la croissance moyenne de tous les pays en 2009-10 serait très inférieure à celle de 2001-08. Mais, parmi les pays émergents, la baisse par rapport à la moyenne antérieure à la crise serait généralement plus forte dans ceux qui ne ciblent pas l'inflation. Parmi les pays à revenu élevé, on s'attend à l'inverse, c'est-à-dire à un freinage plus net de la croissance dans ceux qui ciblent l'inflation. Tous les pays qui ciblent l'inflation devraient voir celle-ci reculer, alors que, dans les autres, elle serait supérieure aux niveaux d'avant la crise.

L'avenir du ciblage de l'inflation

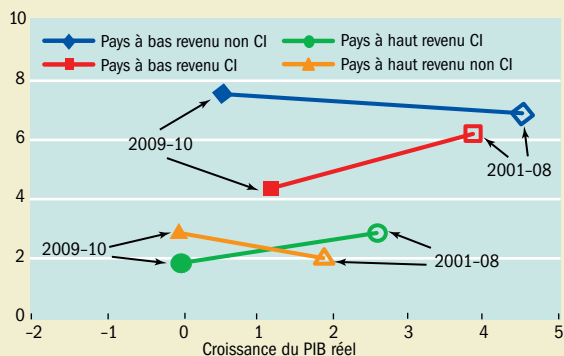
Il ressort des faits que le ciblage de l'inflation a donc bien fonctionné dans un large éventail de pays et de circonstances. À cet égard, les vives réactions de plusieurs grandes banques centrales à l'idée récemment lancée par Olivier Blanchard, économiste en chef du FMI, de relever les cibles d'inflation afin de donner aux banques centrales une plus grande marge de manœuvre pour abaisser les taux d'intérêt en cas de fort ralentissement, donnent à penser que les principales caracté-

Graphique 3

Atténuation de la crise financière

Selon les prévisions macroéconomiques, les pays pratiquant le ciblage de l'inflation sont moins touchés par la crise économique mondiale que les autres.

(hausse des prix à la consommation, en pourcentage)



Source : Consensus Economics, Consensus Forecasts, janvier 2010.

Note : Les symboles vides représentent les résultats effectifs de 2001 à 2008. Les symboles pleins représentent les prévisions pour la période 2009-10. Les lignes droites représentent le sens de la différence entre les résultats effectifs et les prévisions dans les quatre catégories de pays.

ristiques du ciblage de l'inflation resteront intactes. Mais ce dispositif devra évoluer d'après les leçons de l'expérience, en particulier pour s'adapter aux besoins des pays en développement. Deux problèmes se posent en particulier :

- Dans beaucoup d'économies ouvertes, qui ciblent l'inflation ou envisagent de le faire, le rôle à réserver au taux de change est controversé.
- Toutes les banques centrales s'interrogent sur les moyens de concilier leurs responsabilités et objectifs de politique monétaire avec leur mission de veiller à la stabilité du système financier.

Il ressort des faits que le ciblage de l'inflation a donc bien fonctionné dans un large éventail de pays et de circonstances.

La théorie classique dit que les banques centrales qui ciblent l'inflation devraient, au lieu de limiter systématiquement les variations du change, ne réagir que dans la mesure où celles-ci modifient les perspectives d'inflation et de production — une dépréciation peut, par exemple, stimuler l'activité en faisant baisser le prix des exportations, mais accélérer l'inflation. Or, des études récentes estiment qu'il est parfois justifié de s'opposer systématiquement aux fluctuations du change. Ainsi, dans les pays ayant une lourde dette extérieure, elles ont des effets importants sur les bilans des débiteurs. Atténuer les variations du taux de change contribue alors à stabiliser la production et l'inflation (Morón and Winkelried, 2005; and Roger, Restrepo and Garcia, 2009). La difficulté pour les autorités consiste à faire en sorte que le taux de change reste subordonné à l'objectif d'inflation et à ne pas compromettre la crédibilité du ciblage de l'inflation en lissant l'évolution du taux de change.

La crise financière mondiale oblige aussi à réexaminer les rapports entre la politique monétaire et les mesures qui visent la stabilité financière. Une question analogue à celle du rôle du taux de change se pose en particulier : la politique monétaire doit-elle réagir directement à des menaces éventuelles sur la stabilité financière, comme une envolée du crédit, des prix immobiliers ou des cours de bourse, ou seulement si elles changent les perspectives d'inflation et de croissance?

La crise a au moins montré qu'il faut s'intéresser davantage à l'interaction de l'économie réelle et de l'économie financière. Les modèles macroéconomiques habituellement utilisés par les banques centrales pour l'analyse et la prévision monétaires laissent peu de place à la représentation du secteur financier, à la détermination des prix des principaux actifs, comme les actions et l'immobilier, ainsi qu'à l'interaction du secteur financier et du comportement des ménages et des entreprises. Ils ne tiennent pas non plus compte des interactions au sein de la sphère financière. Il ne sera pas facile de remédier à ces défauts, mais il le faudra pour mieux intégrer les évolutions financières, l'analyse de politique et la prévision.

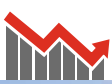
Il est très important de savoir si les banques centrales doivent utiliser la politique monétaire, en sus des mesures prudentielles, pour réagir directement et systématiquement à des indicateurs de stabilité financière tels que les prix des logements. De même que pour les variations du change, cela pourrait être parfois bénéfique, mais pas toujours, et, en fixant un objectif de plus à la banque centrale, on risque de compromettre la crédibilité de son engagement sur la cible d'inflation. Des recherches sont nécessaires sur ce plan, notamment pour déterminer les indicateurs financiers à prendre en compte et la manière dont la banque centrale devrait y répondre.

Il serait aussi possible de repousser l'horizon du ciblage de l'inflation, pour tenir compte des risques inflationnistes à plus long terme liés aux cycles des prix des actifs (Borio and Lowe, 2002). Cette méthode est moins mécanique qu'une réaction directe aux prix des actifs ou à d'autres indicateurs de stabilité financière, mais elle se heurte à des difficultés pratiques. En effet, pour allonger l'horizon de la prévision, il faudrait améliorer la capacité de projection à moyen et long terme des banques centrales. En outre, on devrait trouver le moment approprié pour s'opposer à la formation de bulles des prix d'actifs (Bean, 2004). Un renforcement de la politique de communication serait enfin nécessaire pour que l'engagement à long terme de la banque centrale en faveur d'une inflation faible et stable reste crédible. ■

Scott Roger est économiste principal au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Bibliographie :

- Bean, Charles, 2004, "Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, p. 14–18.
- Borio, Claudio, and Philip Lowe, 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," *BIS Working Paper 114* (Basel: Bank for International Settlements).
- Consensus Economics, 2010, *Consensus Forecasts (January)*.
- Fonds monétaire international (FMI), 2005, *Perspectives de l'économie mondiale (Washington, septembre)*.
- Habermeier, Karl, and others, 2009, "Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective," *IMF Working Paper 09/1* (Washington: International Monetary Fund).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter, and Scott Roger, 2006, "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communication," *IMF Working Paper 06/278* (Washington: International Monetary Fund).
- Mishkin, Frederic, 2004, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?" *NBER Working Paper 10646* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Morón, Eduardo, and Diego Winkelried, 2005, "Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies," *Journal of Development Economics*, Vol. 76, No. 1, p. 23–51.
- Roger, Scott, Jorge Restrepo, and Carlos Garcia, 2009, "Hybrid Inflation Targeting Regimes," *IMF Working Paper 09/234* (Washington: International Monetary Fund).



Les leçons du passé

Les pays du Conseil de coopération du Golfe ont affronté la crise financière mondiale en position de force

Construction de gratte-ciel à Dubaï.

May Khamis et Abdelhak Senhadji

LES PAYS de la péninsule arabe sont habitués aux fluctuations du marché du pétrole. Grâce aux recettes considérables qu'il leur a procurées dans les années 70, pendant lesquelles les cours du pétrole sont restés durablement élevés, les États du Conseil de coopération du Golfe (CCG) ont vu leur dépenses publiques s'envoler, avant de devoir affronter les dures réalités budgétaires quand les cours du pétrole ont chuté.

Avec la dernière crise, le cours du pétrole a chuté du niveau record de 144 dollars le baril à la mi-2008 à 34 dollars le baril en décembre de la même année, surtout à cause de la baisse de la demande mondiale. Mais, cette fois, les six États membres du CCG (voir encadré) avaient épargné une bonne part de la manne pétrolière des années 2003-08, sous forme de réserves et d'importants fonds souverains. Dépensant avec prudence, ils ont investi

dans les infrastructures physiques et le capital humain. Certains pays en ont profité pour réduire leur dette (graphique 1) : l'Arabie Saoudite a ainsi ramené la sienne à 13 % du PIB fin 2008, contre plus de 100 % dix ans plus tôt.

Les États du CCG ont pu amortir les effets de la pire crise économique mondiale en plusieurs décennies, même si le marasme actuel a révélé certaines fragilités du secteur financier.

Apparition de déséquilibres

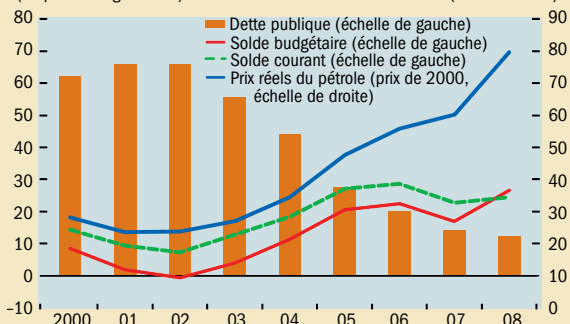
Le boom pétrolier a entraîné d'importants excédents budgétaires et des paiements extérieurs dans les États du CCG. Ces excédents leur ont fourni la marge de manœuvre budgétaire nécessaire pour s'attaquer, au moins pour un temps, aux deux défis de la région, à savoir la diversification économique et la ré-

Graphique 1

Les bienfaits tirés du boom

La flambée des prix du pétrole entre 2003 et 2008 a renforcé les situations budgétaires et externes des pays du CCG.

(en pourcentage du PIB) (dollars le baril)



Sources : autorités nationales; estimations des services du FMI.

Le Conseil de coopération du Golfe

Le Conseil de coopération du Golfe (CCG) a été créé en 1981 par l'Arabie Saoudite, Bahreïn, les Émirats arabes unis, le Koweït, Oman et le Qatar afin de promouvoir leur intégration économique et financière. La population totale de ces pays, expatriés inclus, est estimée à environ 38 millions de personnes et leur PIB global était de 1.100 milliards de dollars EU en 2008. Le pétrole représente environ 50 % du PIB de la région et 80 % des recettes budgétaires et d'exportation. La région joue un rôle majeur sur les marchés pétroliers dans la mesure où elle représente près de 50 % de la production de l'OPEP et 70 % des capacités de production inutilisées de l'OPEP, dont 58 % pour la seule Arabie Saoudite. Les monnaies de tous les pays du CCG, à l'exception du Koweït, sont rattachées au dollar américain. C'est dans cette région qu'ont été constitués certains des plus grands et des plus anciens fonds souverains, dont la valeur était estimée entre 600 et 1.000 milliards de dollars fin 2008, sans compter plus de 500 milliards de dollars de réserves officielles.

duction du chômage, tout en préservant les richesses pétrolières pour les générations suivantes.

Cependant, le boom a aussi créé des déséquilibres intérieurs, que le resserrement mondial du crédit a amplifiés. En effet, l'abondance de liquidités a favorisé la croissance du crédit et l'inflation ainsi que la hausse des prix des actifs, phénomènes que, compte tenu du rattachement de leur monnaie au dollar, ces pays n'étaient guère en mesure de contrer. Le boom s'est aussi accompagné d'une hausse de l'endettement des établissements financiers et des entreprises (graphique 2). La fragilité de la balance des paiements est apparue lorsque le crédit mondial s'est raréfié, en particulier aux Émirats arabes unis (E.A.U.), au Koweït et à Bahreïn, en raison des liens de ces pays avec les marchés boursiers internationaux, de leur dépendance croissante à l'égard des prêts étrangers et de leurs emprunts immobiliers (graphique 3).

Une riposte rapide

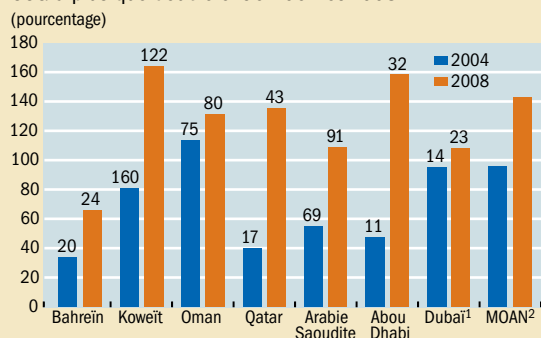
Avec la vague mondiale de désendettement, les cours et la production de pétrole et les excédents extérieurs et budgétaires du CCG ont chuté, les écarts de taux des contrats sur risque de défaut (CDS) de la dette souveraine se sont creusés, et les marchés boursiers et immobiliers se sont effondrés (voir tableau). Le marché de l'immobilier des E.A.U. a particulièrement souffert, la valeur mensuelle des transactions tombant d'un niveau record proche de 3 milliards de dollars en mai 2008 à seulement 250 millions en novembre 2009. Les financements extérieurs des établissements financiers et des entreprises se sont raréfiés : sur un total estimé à 2.500 milliards de dollars de projets en cours fin 2008, environ 575 milliards avaient été suspendus fin 2009.

Pourtant, les banques sont restées rentables et ont pu absorber les pertes, surtout parce que les ratios de fonds propres de la plupart des pays étaient élevés au moment où la crise a éclaté. Quelques établissements financiers non bancaires et groupes d'entreprises se sont déclarés en faillite, sans toutefois provoquer de conséquences systémiques, notamment parce que les gouvernements ont réagi promptement pour garantir la stabilité.

Graphique 2

L'envolée de l'emprunt

Le ratio d'endettement de certaines sociétés des pays du CCG a plus que doublé entre 2004 et 2008.



Sources : Zawya; estimations des services du FMI.

Note : Le chiffre indiqué en haut des colonnes correspondent au nombre de sociétés.

¹Le ratio de Dubaï ne comprend pas les entités liées à l'État non répertoriées. Les entités liées à l'État qui sont répertoriées et prises en compte dans le calcul du ratio sont DP World, Dubai Financial, Emaar et Tamweel.

²MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord. Nombre de sociétés non disponible.

Les États ont puisé dans leurs abondantes réserves pour soutenir les dépenses publiques et prendre des mesures financières exceptionnelles. Outre l'injection de liquidités par les banques centrales et les États, l'Arabie Saoudite, les E.A.U. et le Koweït ont garanti les dépôts. En outre, le Qatar et les E.A.U. ont injecté des capitaux équivalant respectivement à 2 et à 7,3 % du PIB. Le Koweït a adopté une loi de stabilité financière qui fournissait des garanties considérables au secteur financier et prévoyait la mise en place de fonds

Les coups portés par la crise

Pendant la récession mondiale, les marchés financiers ont exigé une prime de risque plus élevée sur la dette souveraine et les actifs des pays du CCG, et les prix de l'immobilier ont chuté dans les pays du Golfe.

	Écarts de taux des CDS (points de base)				Variation en bourse (pourcentage)	
	Minimum pour la période	Maximum pour la période	Hausse maximale de la période	Changement sur la période	Baisse maximale pour la période	Changement sur la période
Impact de la crise avant les événements de Dubaï ¹						
Bahreïn	92	716	624	79	-50	-50
Koweït	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-59	-55
Oman	252	483	231	274	-65	-45
Qatar	43	379	335	49	-66	-40
Arabie Saoudite	30	333	303	74	-58	-34
Dubaï	114	944	830	200	-75	-63
Abou Dhabi	42	446	404	55	-58	-43
Impact des événements de Dubaï ²						
Bahreïn	172	260	88	6	-2	2
Koweït	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2	4
Oman	275	277	3	-30	-7	0
Qatar	94	120	26	-1	-9	-7
Arabie Saoudite	74	107	34	9	-5	1
Dubaï	317	634	316	123	-27	-22
Abou Dhabi	100	175	75	38	-15	-9

Sources : Markit, Bloomberg; estimations des services du FMI.

Note : Un CDS (credit default swap) est un contrat dérivé qui garantit le versement d'une prime si un événement de crédit, tel qu'un défaut de paiement, se produit. Le principe est celui d'une police d'assurance. L'écart de taux des CDS correspond à la différence en points de base (1 point de base étant égal à 1/100^e de point de pourcentage) entre un taux de référence (par exemple celui des bons du Trésor américain) et le taux du CDS. L'écart représente en fait une prime d'assurance : plus le risque perçu est élevé, plus la prime (l'écart) s'accroît.

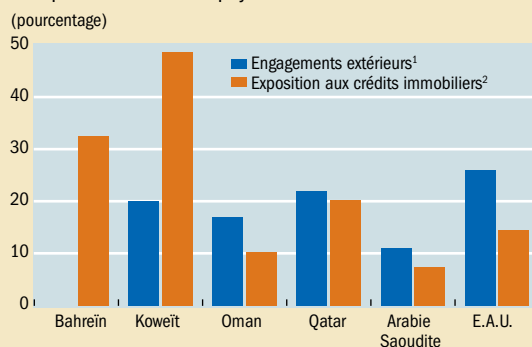
¹1^{er} juin 2008-22 novembre 2009.

²23 novembre 2009-21 janvier 2010.

Graphique 3

Les banques sont plus fragiles

De lourds emprunts à l'étranger et une forte exposition aux crédits immobiliers ont contribué à fragiliser le bilan des banques dans certains pays du Golfe.



Sources : Zawya; estimations des services du FMI.

¹Engagements extérieurs des banques à leur niveau record en 2008, en pourcentage du total des engagements; données non disponibles pour Bahreïn.

²En pourcentage du total des prêts, 2008.

de stabilisation des marchés boursiers à hauteur de 3 % du PIB par l'intermédiaire de diverses entités gouvernementales. Le Qatar a acheté aux banques des actions et des actifs immobiliers d'un montant s'élevant à 6 % du PIB. Dans le cadre d'un programme d'investissements de 400 milliards de dollars sur cinq ans, l'Arabie Saoudite a lancé un plan de relance inégalé (en pourcentage du PIB) par les autres pays du G-20. Outre qu'elles ont permis de stabiliser les systèmes financiers du CCG et de soutenir la croissance, ces mesures ont eu des retombées positives pour les pays voisins et ont contribué à revigorer la demande mondiale.

Dubaï frappé par la pénurie de crédit

La région semblait donc bien gérer la crise économique mondiale. Mais, à Dubaï, la pression sur les entités quasi souveraines fortement endettées a culminé en novembre 2009, lorsque Dubai World, une holding d'État, a annoncé qu'elle allait demander un moratoire sur sa dette, c'est-à-dire négocier un accord avec ses créanciers pour modifier les conditions de sa dette et éviter d'éventuelles saisies.

C'était l'aboutissement de plusieurs événements : des entités liées à l'État avaient emprunté massivement entre 2004 et 2008 pour financer la création d'un grand complexe commercial et résidentiel. La forte hausse de l'endettement a entraîné une bulle immobilière, qui a éclaté au milieu de l'année 2008.

Abou Dhabi, le plus grand des sept émirats, qui détient plus de 95 % des réserves pétrolières des E.A.U., est venu au secours de Dubaï le 14 décembre, en débloquent un crédit afin de couvrir une partie des dettes de Dubai World, dont environ 4,2 milliards de dollars d'obligations islamiques (les *sukuk*) de sa filiale immobilière Nakheel, qui arrivaient alors à échéance. Cette intervention a permis de calmer les marchés, mais les incertitudes demeurent et le gouvernement de Dubaï tente à présent de définir une stratégie pour rétablir la viabilité de ses entreprises.

À la suite des événements survenus à Dubaï, les marchés boursiers de la région ont de nouveau subi des pressions temporaires, et les écarts de taux des CDS sur la dette de Dubaï se sont creusés. (Les écarts de taux des CDS sur la dette des autres pays de la région n'ont été que peu touchés.) Les difficultés de Dubaï risquent cependant de se répercuter sur le reste de la région. Par exemple, les marchés vont sans doute se montrer plus circonspects face aux risques quasi souverains et privés, ce qui pourrait entraîner une augmentation du coût du crédit et restreindre l'accès de certaines entités du CCG aux marchés internationaux des capitaux.

Que réserve l'avenir?

Si les perspectives à court terme du CCG sont assombries par la crise mondiale et les récents événements à Dubaï, le moyen terme reste favorable grâce à la hausse des cours des matières premières. La croissance du PIB non pétrolier s'élèverait, selon les estimations, à environ 2,8 % en 2009, et le rebond de la croissance globale en 2010 devrait être plus prononcé que dans les pays développés.

Les décideurs du CCG ont cependant fort à faire. La priorité immédiate est d'assainir les bilans des banques (en continuant à reconnaître ouvertement les pertes et en procédant sans délai à une recapitalisation des banques) et de restructurer le secteur non bancaire de certains pays. Des tests de résistance et des audits réguliers de la qualité des actifs des banques permettront de déterminer si les fonds propres sont suffisants. Autant que possible,

la recapitalisation devra être fondée sur des investissements privés afin de réduire les problèmes d'aléa moral, et les autorités devront amorcer le désengagement du secteur public dès que le marché le permettra.

Les autorités devront aussi faciliter la restructuration des établissements non bancaires, en particulier au Koweït et aux E.A.U., en soutenant les entités systémiques et viables, tout en mettant fin en douceur aux activités des entités non viables. Une stratégie de communication claire devrait permettre d'y parvenir, de rassurer les investisseurs et de réduire la spéculation et la volatilité des marchés.

À moyen terme, il sera indispensable d'améliorer la gouvernance et la transparence des entreprises, car la frilosité croissante des créanciers pousse les conglomérats et les entités liées aux États du CCG à faire mieux en matière d'information et de transparence.

Les autorités devraient aussi envisager les mesures suivantes :

- compte tenu des limites imposées à la politique monétaire par le rattachement au dollar américain, une politique budgétaire soutenue par une série d'instruments macroprudentiels adaptés afin d'atténuer la transmission du cycle pétrolier à toute l'économie;

- des réglementations incitant à la prudence en promouvant le provisionnement des pertes sur prêts, comme en Arabie Saoudite, où des mesures de provisionnement anticycliques ont déjà été mises en œuvre, ainsi que la constitution de réserves de capital pour amortir les chocs sur tout le cycle économique;
- une application résolue des règles que doivent observer les banques en matière de réserves obligatoires et des plafonds prudentiels applicables aux banques afin de contrer toute tendance spéculative et les risques de surchauffe;

- une taxe sur les plus-values immobilières et boursières;
- une stratégie pour éviter un endettement excessif des entreprises et surveiller les risques de contagion émanant des centres financiers offshore;
- la création de marchés locaux et régionaux de la dette afin de diversifier les canaux de financements au-delà des banques.

Pour atteindre l'objectif à plus long terme de diversification de leurs économies, les gouvernements du CCG devront s'efforcer de faciliter les activités du secteur privé. Pour ce faire, il sera essentiel d'améliorer l'environnement réglementaire et d'alléger les démarches administratives. Non seulement la diversification économique créerait des emplois, mais elle permettrait aussi à la région d'atteindre un objectif fondamental, à savoir la réduction de sa dépendance à l'égard du pétrole. ■

May Khamis est chef de division adjoint et Abdelhak Senhadji est chef de division au Département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI.

FMI Bulletin

Retrouvez le Bulletin
du FMI en ligne à
www.imf.org/imfsurvey

La nouvelle Cassandre

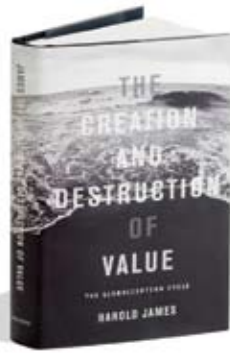
Harold James

The Creation and Destruction of Value The Globalization Cycle

Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts and London, 2009, 484 pages, 35 \$ (toilé)

Harold James est la Cassandre du capitalisme mondial. Dans son livre de 2001, *The End of Globalization*, il racontait comment et pourquoi la mondialisation commerciale et financière du XVI^e au XX^e siècle avait toujours échoué. La mondialisation a amélioré le bien-être mondial, mais beaucoup de groupes en ont pâti, et le contrechoc a terrassé ceux qui en avaient tiré profit. Conclusion logique : la mondialisation des années 80 et 90 était vouée à l'effondrement.

Comme la Cassandre d'Eschyle, James avait raison, et n'a pas été entendu. À l'heure de la croissance explosive des flux financiers pendant les années 90 et le début du nouveau millénaire, les profits n'étaient pas aussi largement partagés qu'ils auraient pu l'être, et des inégalités flagrantes sont apparues et ont empiré. La réglementation complètement inadaptée des grands établissements financiers a permis à la prise de risques de proliférer sans provoquer aucune réaction rapide ni efficace. Le refus officiel de lier l'expansion commerciale et financière à la protection des normes de travail ou de l'environnement naturel, ou de forcer les pays industrialisés à ouvrir leurs marchés aux importations des pays pauvres a produit un violent retour de manivelle contre la mondialisation. Néanmoins, les forces du progrès ont continué de l'avant sans sourciller. Qu'est-ce qui pouvait arrêter l'expansion débridée de la finance mondiale? Je n'étais pas le seul à conclure que «l'architecture financière internationale ... s'est montrée capable de s'adapter aux mutations spectaculaires et souvent rapides de l'économie mondiale» (Boughton, 2002). Au vu de l'implosion financière de 2007–08 et de la débâcle économique de 2008–09, cet optimisme semble peu convaincant.



Dans ce nouvel ouvrage, James ne se vante pas de sa prescience. Il vise bien plus haut : retourner le concept de «destruction créatrice» de Schumpeter — la force vitale du capitalisme — pour expliquer pourquoi la mondialisation est toujours un échec. Schumpeter considérait que le progrès économique est tiré par «la mutation industrielle ... qui sans cesse révolutionne la structure économique de l'intérieur, détruisant sans cesse l'ancienne, et en créant sans cesse une nouvelle» (Schumpeter, 1950, italiques de l'original). James pour sa part considère que la destruction créatrice mine les valeurs mêmes dont dépend le progrès. L'innovation et la croissance sont tributaires de la finance, qui explose inévitablement et périodiquement en crises financières et débâcles économiques. À ce stade, «les banques, les entreprises et même les individus ne se font plus confiance ... car les valeurs économiques et morales sont ébranlées».

James développe ce thème en six chapitres denses. Il résume d'abord l'argumentaire historique qu'il avait détaillé dans son précédent ouvrage d'un «cycle de mondialisation» perpétuel, dont la plus récente manifestation est le naufrage de ces deux dernières années. Il explique ensuite que notre «Grande Récession» ressemble à la Grande Dépression des années 30, mais que ses causes sont plutôt celles de 1931 (contagion mondiale) que de 1929 (marchés financiers irrationnels). Troisièmement, il retrace avec une précision chirurgicale les prémices de cette récession, rappelant les deux «week-ends de 2008 qui feront date dans l'histoire» : le renflouement de Bear Stearns en mars et la décision de ne pas secourir Lehman Brothers en septembre. Cette dernière visait à démontrer que les sauvetages ne sont pas inévitables. Elle a eu pour effet de détruire toute confiance dans la stabilité financière et dans les établissements et les marchés financiers.

Dans le quatrième chapitre, James passe aux solutions et arrive à la conclusion polémique que la régle-

mentation du monde financier n'est pas la réponse. Bien que «la réaction classique aux désordres financiers consiste à demander plus de réglementation ... les meilleures réponses ont toujours été, paradoxalement, les avancées techniques». Il a foi en particulier dans «la transparence et la dissémination des connaissances financières» pour nous rendre maîtres et non esclaves de la finance mondiale.

Le chapitre 5 fait tout autant débat, développant notamment la thèse qu'une attaque spéculative contre le dollar EU, que la Chine déclenche sans doute tôt ou tard, «n'est pas une idée aussi farfelue qu'il paraît». Bien que les macroéconomistes s'accordent généralement à penser que la Chine partage l'intérêt du reste du monde pour la stabilité du dollar et celle du système, James nous rappelle que les scénarios économiques à l'eau de rose ne sont pas toujours les moteurs de l'histoire.

La magnifique érudition de James et son talent d'historien qui compte parmi les plus éminents de sa génération sont clairement démontrés dans le chapitre final «Valeurs incertaines», où il expose de manière convaincante les liens entre la destruction des valeurs monétaires et de la connaissance de ces valeurs et l'érosion des idéaux, de la foi et de la confiance. «En fait, c'est le naufrage de la morale entrepreneuriale qui a tué le modèle de la mondialisation financière».

Que nous prédit Cassandre aujourd'hui? Pour repartir à zéro, nous devons reprendre confiance et trouver des «communautés de vertu». Ce ne sera aisé et cela prendra du temps; lorsque nous y parviendrons, notre seule récompense sera le redémarrage du cycle de la mondialisation.

James Boughton
Historien du FMI

Bibliographie :

Boughton, James M., 2002, «Review» of James (2001), *The International History Review*, Vol. 24, No. 4, p. 923–25.

James, Harold, 2001, *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).

Schumpeter, Joseph A., 1950, *Capitalism, Socialism, and Democracy* (New York: Harper, 3rd ed.).

Les pays dits «avancés» ne le sont plus

Carmen M. Reinhart
et Kenneth S. Rogoff

This Time Is Different

Eight Centuries of Financial Folly

Princeton University Press,
Princeton and Oxford, 2009,
463 pages, 35 \$ (toilé)



En 2005, la Banque des règlements internationaux remarquait crûment : «Le gonflement de l'endettement national et international a créé des conditions propices à des crises économiques et financières mondiales.» Un an plus tard, Anne Pettifor prédisait, dans *The Coming First World Debt Crisis*, que «ce qu'on appelle le Premier Monde sera englué dans le magma de dettes qui a causé tant de tort depuis les années 80 aux pays du Tiers Monde». Dans un océan d'exubérance irrationnelle, d'histoire oubliée et de cupidité rampante, ces voix isolées avaient raison, comme le monde en a fait la cuisante expérience.

Depuis une dizaine d'années, les auteurs étudient les défaillances souveraines. Ils ont amassé une extraordinaire somme de données couvrant huit siècles — sur les crises bancaires, les défauts de paiement sur la dette intérieure et extérieure, les crises monétaires et l'inflation dans 66 pays. Ils dressent le constat austère que les crises sont un phénomène sériel, causé pour l'essentiel par le séduisant syndrome du «cette fois, c'est différent», qui veut nous faire croire que les vieilles lois de l'économie du mouvement ne s'appliquent plus à nous. Leur ambitieuse histoire quantitative des crises financières trace d'amples parallèles entre les crises financières à travers le temps et les continents, et entre l'érosion de la dette par l'inflation, l'érosion monétaire et les défauts de paiement sur la dette extérieure. Ces défaillances ont rarement un caractère binaire : les défaillances partielles et prolongées sont chose courante. Bien que les outils ne soient plus les mêmes, il est rare que les États paient toutes leurs dettes. La plupart des «réductions de la dette exté-

rieure des pays émergents ont résulté de restructurations ou de défauts de paiement».

Après avoir établi une typologie des crises financières, les auteurs examinent les crises de la dette extérieure souveraine. Ils expliquent la théorie économique de l'endettement souverain et énumèrent les caractéristiques qui distinguent

la dette souveraine de celle des entreprises. La diplomatie de la canonnière ne résiste pas à l'analyse coûts/avantages. Mais pas un mot sur le fait que le droit international interdit de recourir à la force pour recouvrer l'argent prêté.

Les auteurs définissent ainsi la dette extérieure : «l'ensemble des engagements d'un pays envers ses créanciers étrangers». La dette intérieure est «l'ensemble des créances émises par et sous couvert des autorités nationales, sans distinction de la nationalité du créancier et de la monnaie de libellé de la dette». Une obligation souveraine émise intérieurement et due à un créancier étranger compterait donc à la fois comme dette extérieure et intérieure. Ce dédoublement montre que la ligne de démarcation entre dette extérieure et intérieure est floue et qu'il faudrait en préciser les définitions.

Reinhart et Rogoff considèrent ensuite l'histoire oubliée de la dette intérieure et tirent des conclusions très intéressantes : la préférence moderne pour l'endettement à court terme est due à la «fatigue de l'inflation» des années 70 et 80; les défauts de paiement sur la dette intérieure se produisent en général seulement dans des situations macroéconomiques plus graves que les défauts sur la dette extérieure; les pays qui ont assez d'épargne intérieure peuvent recourir à la dette intérieure au lieu d'emprunter à l'étranger. Les auteurs soulignent que l'inflation est une forme de défaut *de facto* sur la dette intérieure, surtout lorsqu'elle est couplée avec la répression financière. Ils expliquent pourquoi un endettement intérieur élevé peut conduire à un défaut sur une dette extérieure apparemment tolérable.

Ils réfutent l'idée répandue que la croissance permet aux pays d'échapper au surendettement. Il faut très longtemps pour s'extraire du club des auteurs de défauts en série, et nombreux sont ceux qui n'y parviennent pas. Les crises bancaires, «risque également partagé» par les pays en développement et les pays avancés, se produisent avec une fréquence surprenante, surtout sur les pôles financiers mondiaux. Et le taux de récurrence est encore plus élevé. Constat crucial : les crises bancaires modernes accroissent la dette publique de 86 % en moyenne — essentiellement de manière indirecte, du fait de la baisse de la production et des recettes fiscales —, ce qui dépasse en général le coût des renflouements d'un ordre de grandeur. Les «crises bancaires laissent derrière elles un endettement public accru», et c'est «la caractéristique première observée dans leur sillage depuis plus d'un siècle».

Les auteurs doutent que le gonflement de la dette des États-Unis avant la crise économique mondiale soit innocent. Ils notent qu'en 2004–05 les États-Unis «aspiraient plus de deux dollars sur trois» épargnés par tous les pays excédentaires du monde. L'histoire se répétait. Une fois de plus régnait l'idée que les États-Unis étaient différents du reste du monde, ce qui donnait à l'État, aux consommateurs et aux sociétés américaines carte blanche pour emprunter comme s'il n'y avait pas de lendemain.

Reinhart et Rogoff montrent que les crises financières dans les pays en développement et les pays avancés se ressemblent de plus en plus. Mais ils rejettent pour cause «d'hyperbole» la conclusion logique selon laquelle les pays avancés ne se distingueront bientôt plus sur le plan financier des pays en développement. À leurs yeux, les États-Unis restent «un pôle financier mondial ultraperfectionné». Simon Johnson développait de manière persuasive l'an dernier dans *The Atlantic Monthly* l'idée que les États-Unis ressemblent dangereusement à un pays émergent. La vieille classification pays avancés/pays émergents risque fort de ne pas survivre à la crise actuelle.

Michael Waibel

*Maître de recherche postdoctoral
Lauterpacht Centre for International Law
Université de Cambridge*

Des mesures extrêmes contre la misère

R. Glenn Hubbard et William Duggan

The Aid Trap

Hard Truths about Ending Poverty

Columbia University Press, New York, 2009,
198 pages, 22,95 \$ (toilé)

Glenn Hubbard et William Duggan, de l'École de commerce de l'université de Columbia, présentent une solution radicale pour éliminer la misère. Ils estiment que les systèmes actuels d'aide au développement et le secteur non marchand des pays émergents enferment les pauvres dans la misère, et que l'essor du secteur des entreprises est le seul moyen viable de les en sortir.

Traditionnellement, soit l'aide aux pays en développement est imposée d'en haut et directive, soit elle privilégie les initiatives partant de la base. Les auteurs critiquent ces deux stratégies. L'aide directive est souvent fournie aux pouvoirs publics et détournée par des dirigeants et des bureaucrates corrompus.

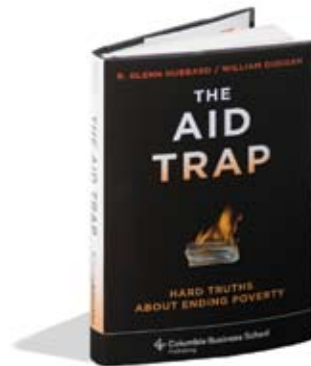
L'aide partant de la base évince les entreprises de marché en fournissant des services gratuits mais non viables qui créent une dépendance. Selon les auteurs, les objectifs du Millénaire pour le développement et les «projets relatifs au développement rural» connexes constituent la grande mode actuelle en matière de distribution d'aide partant de la base, mais ils sont en fin de compte voués à l'échec.

Les auteurs louent la forte expansion du microfinancement, qui est favorable aux entreprises; toutefois, même le microcrédit a ses limites, estiment-ils. Les petites entreprises restent généralement petites, souvent parce que leur croissance est freinée par des gouvernements qui craignent que la prospérité des entreprises n'entraîne un tarissement de l'aide extérieure.

Les auteurs proposent une autre démarche, inspirée du plan Marshall, qui avait relancé le secteur des entreprises en Europe occidentale, ravagé par la Seconde Guerre mondiale. Un plan Marshall moderne permettrait d'accorder des prêts aux entreprises locales des pays en développement où les gouvernements acceptent de réformer les politiques qui handicapent les entreprises.

Ces prêts seraient remboursés aux pouvoirs publics locaux, qui les réinvestiraient dans des infrastructures utiles au développement des entreprises. En se développant, le secteur des entreprises générerait les impôts sur le revenu indispensables pour financer des services sociaux essentiels, tels que les soins de santé et l'éducation.

Les auteurs qualifient à juste titre leur plan de «remède de cheval» à la fois pour les pays en développement et pour les pays riches. Les premiers devraient adhérer au système ou renoncer à toute aide, si ce n'est l'aide humanitaire de base; les seconds devraient adopter des politiques propices au libre-échange et au commerce équitable, ce qui pourrait éliminer, par exemple, les subventions aux agriculteurs américains dont les récoltes



excédentaires sont envoyées comme aide alimentaire aux pays pauvres.

Dans un premier temps, les entreprises locales sont favorisées par rapport aux entreprises étrangères plus puissantes, mais, à terme, les pays pauvres se dotent d'entreprises prospères, ce qui permet aux entreprises étrangères autrefois plus fortes de revenir sur leurs marchés.

En théorie, ce plan fonctionne. Seul inconvénient : aucun plan exigeant des pays riches et des pays pauvres de consentir des sacrifices généralisés, même à court terme, n'a de chances de voir le jour en tant que tel.

Au début du livre, les auteurs prennent la crise économique mondiale actuelle comme exemple du pouvoir qu'ont les entreprises de stabiliser la situation économique. «Les pays prospères s'accordent sur le fait qu'un secteur des entreprises solide est un gage de prospérité. Ils savent que les entre-

prises locales sont leur seul espoir de créer suffisamment d'emplois bien rémunérés pour la majorité de leur population. L'intervention massive des pouvoirs publics visent non pas à remplacer le secteur des entreprises, mais à le relancer.»

En s'appuyant sur l'évolution récente de l'économie mondiale pour prouver que le secteur des entreprises peut éliminer la pauvreté, on oublie que ce secteur est aussi à l'origine de la crise actuelle, qui a entraîné la suppression de millions d'emplois de par le monde.

Non, les entreprises ne sont pas la panacée, pas plus que les projets de développement rural qui partent de la base. Certes, l'aide directive qui remplit les poches d'une minorité plutôt que de créer des débouchés pour les masses n'est pas non plus la solution.

En fin de compte, la solution est aussi compliquée que la société et l'humanité elles-mêmes. La misère disparaîtra lorsque la masse des citoyens du monde qui souhaitent et exigent de mettre fin à l'inhumanité de la pauvreté absolue atteindra le point de non-retour. Ce n'est qu'à ce moment-là que l'on s'attaquera à la misère en agissant sur plusieurs fronts pour répondre aux besoins uniques des pays en développement, des villages et même des familles.

Aucun plan grandiose n'éliminera la pauvreté à lui tout seul. Cela se fera par à-coups et sur une période assez longue. Il faudra combiner le plan Marshall, les objectifs du Millénaire pour le développement, ainsi que l'aide directive et celle partant de la base, qui apportent tous des remèdes essentiels : des politiques favorables aux entreprises, l'accès universel à l'éducation et aux soins de santé, la distribution massive d'aide humanitaire, ainsi que la prévention et le traitement des maladies endémiques, et des microentreprises à même de se développer sur un marché libre.

Je salue toutefois l'audace des auteurs, qui osent s'attaquer au plus grand défi de notre société — la misère — en proposant un vrai modèle de changement. C'est là une contribution considérable.

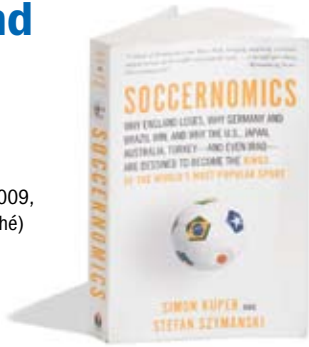
Wendy Smith

Auteur de Give a Little: How Your Small Donations Can Transform Our World

L'économie du ballon rond

Simon Kuper et
Stefan Szymanski

Soccernomics
Nation Books, New York, 2009,
336 pages, 14,95 \$ (broché)



Vous vous apprêtez à suivre la Coupe du monde de football en Afrique du Sud cet été? Saviez-vous que le revenu d'un pays, son nombre d'habitants et son expérience du football déterminent ses chances de passer le premier tour? Inutile de vous précipiter pour vérifier celles de votre équipe préférée. Ces facteurs n'expliquent que 25 % de la variation des écarts de buts. Les 75 % restants correspondent à du bruit aléatoire inexpliqué et à la chance tout simplement, grâce au pouvoir de l'économétrie.

Ces faits et bien d'autres aussi surprenants sont présentés dans *Soccernomics*, que nous devons à Simon Kuper, du *Financial Times* et Stefan Szymanski, économiste sportif de renom. Ils mêlent l'analyse technique et les anecdotes à propos de joueurs, dirigeants ou équipes, dans cet ouvrage très distrayant sur le sport le plus populaire au monde. On aurait bien aimé, sur les bancs de l'université, se faire expliquer la théorie des jeux par les tirs au but ou l'analyse de régression à l'aide d'exemples footballistiques.

Qu'est-ce que de grands établissements financiers comme Lehman Brothers et les clubs de foot ont en commun? Les uns et les autres sont sujets à l'aléa moral (le comportement risqué reste impuni), parce qu'ils sont en général tirés d'affaire quand les choses tournent mal. Hélas, ce n'est pas toujours le cas, comme l'a montré récemment l'exemple de Lehman Brothers, mais, surprise, les clubs de football disparaissent rarement. Certes, il arrive qu'ils fassent faillite (cf. Fiorentina ou Leeds United), mais à en croire nos auteurs, ce sont des

entreprises archi-stables. Même dans les rares cas où ils ne sont pas renfloués, ils réapparaissent souvent sous un nouveau nom, avec de l'argent et les mêmes supporters et ils se retrouvent rapidement en haut du classement (cf. Fiorentina). Alors que les banques font d'énormes bénéfices quand les affaires vont bien, les clubs de foot font généralement peu de profits. Les auteurs n'ont décelé aucune corrélation entre le classement et le profit. Par contre, les salaires des joueurs expliquent presque entièrement la variation du classement des clubs de Ligue 1 (première division) en Angleterre. Mais la prochaine fois que votre équipe anglaise favorite annonce un «transfert de l'année» de plusieurs millions de livres, ne sautez pas de joie : les transferts qui font beaucoup de bruit ne sont pas forcément corrélés avec la place future de l'équipe dans le classement.

Nous apprenons aussi que lorsqu'un pays européen accueille la Coupe du Monde ou la Coupe d'Europe, le nombre de suicides diminue sur le Vieux Continent, que la Norvège est le plus accro au football des pays européens, que l'Irak est parmi les stars du football mondial et que 50 % des Britanniques qui s'abonnent pour une saison ne renouvellent pas leur abonnement l'année suivante. Alors que les clients d'une banque y gardent leur compte à moins qu'elle fasse faillite, les fans de football ne semblent guère fidèles. Par ailleurs, si l'organisation de grandes compétitions sportives ne rapporte guère de profits ni beaucoup de bienfaits économiques, cela rend les gens plus heureux — leçon tirée du champ très influent de l'économie du bonheur. C'est ainsi que l'Afrique du Sud va sans doute perdre de l'argent avec la Coupe du Monde, mais sera une nation plus heureuse cet automne — sans parler de tous les autres pays d'Afrique qui pourront tirer énergie, fierté et bonheur de l'organisation de cette compétition sur leur continent.

Quelles critiques peut-on faire à ce livre? Les exemples empiriques sont parfois trop centrés sur l'Angleterre. Les économistes tendent au scepticisme (sauf peut-être quand il s'agit de anticipations rationnelles ou des marchés efficaces), et des exemples tirés d'autres pays aideraient à généraliser certaines conclusions. Par ailleurs, l'explication des mauvais résultats sportifs des pays pauvres — mauvaise alimentation, maladies endémiques, manque de réseaux, problèmes d'organisation — est convaincante. Mais elle n'explique pas pourquoi les pays africains ont été si performants dans la Coupe du monde de la FIFA des moins de 17 ans et dans celle des moins de 20 ans. Dans la première, à part le Brésil, c'est le Nigéria qui a eu le plus de réussite, avec trois titres, et le tenant du titre actuel de la seconde est le Ghana.

La question que se posent les mondialisateurs est : quand la Chine et l'Inde vont-elles faire leur percée dans le monde du football? Le Brésil, l'un de leurs cousins du groupe dit BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) a la meilleure équipe nationale du monde; la Russie, pour sa part, est allée en demi-finale de la Coupe d'Europe il y a deux ans.

Pour finir, un conseil de prudence à tout dirigeant de club disposant d'un gros budget : n'allez pas acheter les stars de la Coupe du Monde en Afrique du Sud. Les joueurs sont en général surévalués. Achetez des joueurs au début de leur vingtaine et des joueurs dont vous pourrez résoudre les problèmes personnels (ces deux catégories sont sous-évaluées).

Soccernomics est hautement recommandé non seulement pour les fans de football mais aussi pour quiconque s'intéresse à la manière dont les outils économiques s'appliquent au monde merveilleux du ballon rond.

Heiko Hesse

Économiste, FMI; ex-joueur professionnel pour Borussia Dortmund; apparaît aussi dans les documentaires allemands Die Champions et HalbZeit (sortie prochaine)

Recul de la dollarisation en Amérique latine



Les pays d'Amérique latine préfèrent leurs propres monnaies

LES PAYS d'Amérique latine sont parmi les plus dollarisés au monde. Le degré de dollarisation (utilisation d'une monnaie étrangère à la place de la monnaie nationale) varie selon les pays de la région, mais, dans la plupart des cas, la proportion des dépôts en devises par rapport au total des dépôts bancaires (mode de mesure très usuel de la dollarisation) dépassait 30 % à la fin de 2009 et était parfois bien supérieure à ce taux. L'Amérique latine n'est pas la seule dans ce cas : d'autres pays émergents, tels les pays de l'ex-Union soviétique et d'Europe du Sud-Est avaient aussi un haut degré de dollarisation allant de 30 à 70 %.

Mais certains pays d'Amérique latine ont réussi à réduire sensiblement la dollarisation au cours des dix dernières années, notamment ceux où elle était très élevée en 2001. Les exemples les plus marquants sont la Bolivie, le Paraguay et le Pérou, où la part des dépôts en devises a chuté de 93 à 53 %, de 66 à 38 % et de 76 à 56 %, respectivement. Bien que cette tendance baissière se soit ralentie depuis peu, la coupure étant due à la crise financière mondiale, le degré de dollarisation de ces pays reste très inférieur à celui de 2001. Cette tendance à dé-dollariser témoigne d'une préférence croissante pour la monnaie nationale qui peut être liée au regain de confiance, lui-même dû à l'élimination de l'hyperinflation

Qu'est-ce que la dollarisation ?

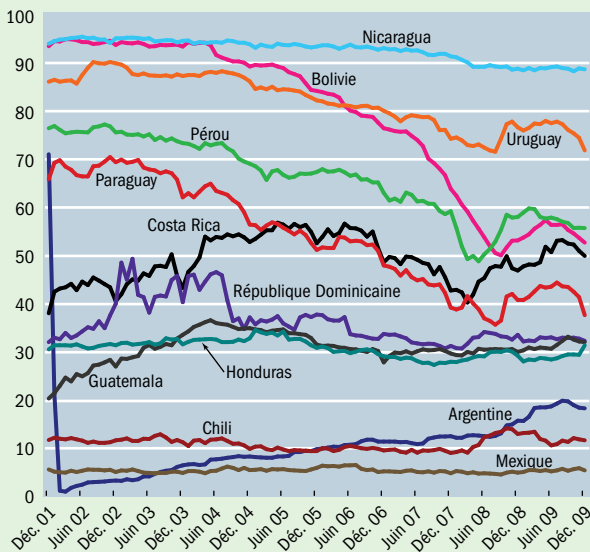
Il y a cocirculation — on parle couramment de dollarisation — lorsqu'une monnaie étrangère, souvent le dollar EU, sert de moyen de paiement et de réserve de valeur parallèlement à la monnaie nationale. Plusieurs facteurs peuvent influencer sur le degré de dollarisation de l'économie. L'un d'eux est le cadre juridique. Certains pays, par exemple, n'autorisent pas les banques à accepter des dépôts en devises. D'autres, par contre, ont adopté *de facto* et *de jure* une monnaie étrangère qui a cours légal. Un autre facteur est l'inflation. Les résidents d'un pays où l'inflation est élevée et variable peuvent préférer commercer dans une monnaie étrangère dont la valeur est plus stable. L'écart des taux d'intérêt entre les instruments libellés en monnaie nationale et en devises peut aussi influencer sur le choix du public, de même que les anticipations de variation future du taux de change.

tion et à la mise en œuvre de politiques économiques et financières plus saines.

La dollarisation n'a pas reculé de manière continue partout en Amérique latine. Au Chili et au Mexique, elle était déjà relativement faible au début de la décennie et elle est restée assez stationnaire. En Argentine, elle a été réduite à zéro par la politique de « pesification » au début de la décennie, mais elle est remontée par la suite. Dans d'autres pays, elle fluctue davantage depuis une dizaine d'années, sans qu'une tendance claire se dessine.

La dollarisation a reculé en Amérique latine au cours des dix dernières années

(proportion des dépôts en devises par rapport au total des dépôts bancaires)



Précisions sur la base de données

Les données proviennent des formulaires de déclaration normalisés (FDN) que 114 pays utilisent pour communiquer leurs données monétaires au Département des statistiques du FMI. La présentation uniforme du FDN pour tous les pays, par instrument, monnaie et secteur, permet une analyse transversale de haute qualité. Il est possible de les consulter en ligne sur le site des statistiques financières internationales www.imfstatistics.org/imf. L'analyse ne couvre pas le Brésil, la Colombie et le Venezuela, qui n'autorisent pas les dépôts en devises, ni l'Équateur, le Salvador et Panama, qui sont complètement dollarisés. Par dépôts en devises, on entend les dépôts du système bancaire intérieur, ce qui inclut les dépôts indexés sur une monnaie étrangère.

Préparé par José M. Cartas, du Département des statistiques du FMI.

Invitation spéciale à essayer la nouvelle
bibliothèque électronique du FMI



www.elibrary.imf.org

Bénéficiez sur demande d'un accès en ligne 24 heures sur 24, 7 jours sur 7, aux publications, ouvrages de référence, documents de travail, études, données et statistiques publiés par le FMI.

Profitez de cet essai sans risque pour mettre la bibliothèque électronique du FMI au service de votre organisation.

Essai gratuit pour les institutions

Pour tester la bibliothèque électronique du FMI, rien de plus simple : vous pourrez juger par vous-même, gratuitement et sans aucune obligation de votre part, de la qualité et de l'utilité des informations qu'elle contient.

Veillez écrire à alexa.smith@imf.org pour obtenir de plus amples renseignements sur cet essai.

IMFe-LIBRARY



Le carrefour de l'information et du leadership

