



FINANCES et DÉVELOPPEMENT

www.imf.org/fandd

Juin 2010 8 \$



L'Asie montre la voie

L'avenir de la Chine selon Linda Yueh

Les fonds souverains vus par Mohamed El-Erian

Jang Hasung, militant coréen du gouvernement d'entreprise

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

ASSISTANTS DE RÉDACTION

Lijun Li
Niccole Braynen-Kimani
Harris Qureshi

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



DOSSIER

L'INFLUENCE CROISSANTE DE L'ASIE

4 L'Asie montre la voie

L'Asie acquiert une nouvelle stature sur l'échiquier économique mondial
Anoop Singh

8 Une Chine plus forte

La Chine peut sortir renforcée de la crise à condition de stimuler sa demande intérieure et de favoriser l'intégration mondiale
Linda Yueh

12 *Min Zhu*, Conseiller spécial du Directeur général

Le nouveau Conseiller spécial s'exprime sur la place de l'Asie dans l'économie mondiale, la crise financière internationale et le rôle du FMI en Asie.

14 Marchés profonds, capital moins cher

Des réformes du secteur financier peuvent réduire le coût du capital, stimuler l'investissement et favoriser le rééquilibrage des économies asiatiques
Sanjay Kalra

16 Au service de la croissance

Promouvoir le secteur des services en Asie est un autre moyen de rétablir l'équilibre et de stimuler la croissance
Olaf Unteroberdoerster

18 Paroles d'économistes : Un révolutionnaire inattendu

Hyun-Sung Khang dresse le portrait de Jang Hasung, militant coréen

AUSSI DANS CE NUMÉRO

22 Après la chute

Tandis que le débat sur la politique monétaire s'intensifie, le contraste naguère prononcé entre économies avancées et émergentes s'efface peu à peu
Eswar Prasad

26 Nouvelles règles du jeu pour les banques centrales

Les banques centrales doivent tirer les leçons de la crise mondiale et procéder à des réformes concrètes
Duvvuri Subbarao

28 Les principes de la réforme

Les nouvelles politiques à l'égard du système financier doivent s'inspirer d'idées anciennes
William Poole

30 Dette et démocratie

Lorsque les cours des produits de base flambent, les démocraties utilisent cette manne pour se désendetter; les autocraties ont plutôt tendance à la dépenser
Rabah Arezki et Markus Brückner

33 Bombes municipales

De part et d'autre de l'Atlantique, les collectivités locales séduites par les produits dérivés se retrouvent dans la tourmente financière
Randall Dodd

36 Réduire la dette publique

Nombreux sont les pays qui, dans le passé, ont réussi à réduire considérablement leur taux d'endettement, souvent grâce à une conjoncture macroéconomique favorable; cela risque de ne plus être aussi facile
Harald Finger et Azim Sadikov



L'Asie accélère la cadence

ROMPANT apparemment avec le passé, l'Asie a pris la tête de la sortie de crise. La Chine et l'Inde ouvrent la marche, mais ne sont nullement les seuls pays à afficher des résultats remarquables et l'importance économique de l'Asie est palpable. Dans l'article de fond de ce numéro, Anoop Singh, Directeur du Département Asie et Pacifique du FMI, explique que, si les tendances actuelles se confirment, l'économie asiatique pèsera moitié plus qu'aujourd'hui dans cinq ans (en parité de pouvoir d'achat), générera plus d'un tiers de la production mondiale et aura atteint une taille comparable à celle des économies américaine et européenne. D'ici à 2030, le PIB asiatique dépassera celui du G-7.

La reprise de l'Asie est inédite à plusieurs égards. Tout d'abord, alors que, dans le passé, elle contribuait moins que les autres régions au redressement de l'activité dans le monde, cette fois, c'est elle qui tire la reprise mondiale. Ensuite, alors qu'elle s'appuyait en général sur les exportations pour sortir du marasme, c'est aujourd'hui la hausse de la demande intérieure, alimentée par les mesures de relance et par la consommation des ménages, qui est à l'origine du rebond. Enfin, alors que les investisseurs tardaient à revenir en Asie au lendemain d'une crise, cette fois on assiste à un afflux de capitaux, dû autant à l'abondance de liquidités dans le monde qu'à la plus grande résistance de l'économie asiatique et à l'amélioration de son cadre économique.

Il n'est donc pas surprenant que l'Asie influence de plus en plus le débat économique et financier dans le monde. D'ores et déjà, six des vingt principales économies qui composent le G-20 sont situées dans la région Asie-Pacifique. L'Asie (Australie et Nouvelle-Zélande comprises) représente un peu plus de 20 % des voix au FMI et la proportion va certainement s'accroître avec les réformes en cours visant à ce que le nombre de voix attribuées aux pays membres reflète davantage leur poids dans l'économie mondiale. Il est probable qu'avec les politiques adéquates cette réussite économique se perpétue et rehausse encore le niveau de vie des Asiatiques, dont beaucoup sont encore très pauvres, améliorant ainsi le sort de la moitié de la population de la planète.

Nous examinons aussi dans ce numéro divers sujets touchant à la crise mondiale : le rôle des banques centrales, la conduite de la politique monétaire, la révision des politiques à l'égard du secteur financier et les moyens de faire diminuer la dette publique. La réduction des subventions énergétiques, les nouvelles possibilités qui s'ouvrent pour les fonds souverains et la recherche de la stabilité en Europe orientale sont aussi abordées. Enfin, la rubrique «Paroles d'économistes» est consacrée au Coréen Jang Hasung, qui milite pour améliorer le gouvernement d'entreprise.

Jeremy Clift
Rédacteur en chef

39 Réduire le prix exorbitant de l'énergie bon marché

Il n'est pas simple de supprimer les subventions à l'énergie, mais les pays exportateurs de pétrole qui le feront y gagneront nettement
Dominique Guillaume et Roman Zyttek

44 Les fonds souverains et la nouvelle normalité

Après la crise financière mondiale, les organismes d'investissement sous contrôle étatique sont bien placés face à des possibilités et des risques inédits
Mohamed A. El-Erian

50 À la recherche de la stabilité

Après une décennie d'expansion, l'Europe orientale a connu un grave ralentissement de l'activité et doit maintenant trouver les moyens de relancer la croissance dans des conditions plus stables
Bas B. Bakker et Anne-Marie Gulde

RUBRIQUES

2 En bref

Des prêts assurés. La banque pour tous.

Énergie solaire

42 Pleins feux

Énergie : les subventions coûtent cher

La baisse des subventions mondiales profiterait énormément à l'environnement et dégagerait l'espace budgétaire dont les pays ont tant besoin
Benedict Clements, David Coady et John Piotrowski

48 L'ABC de l'économie L'offre et la demande

Irena Asmundson

52 Notes de lecture

Building Social Business: The New Kind of Capitalism That Serves Humanity's Most Pressing Needs, Muhammad Yunus

Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy, Raghuram G. Rajan

On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System, Henry M. Paulson, Jr.

13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown, Simon Johnson et James Kwak

From Asian to Global Financial Crisis: An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s, Andrew Sheng

57 Gros plan

Le crédit au secteur privé reste faible

Le crédit bancaire continue de diminuer malgré la reprise mondiale

José M. Cartas et Martin McConagha

Illustrations : Couverture, Michael Gibbs; p. 22, Kelly Barrett; p. 30, Michael Gibbs; p. 33, Jim Dandy/Getty Images.

Photographies : p. 2, Issouf Sanogo/AFP/Getty Images, Jim Rosenberg/CGAP, Frederic J. Brown/AFP/Getty Images; p. 4-5, Stephen Jaffe/FMI; p. 8-9, David Shen/epa; p. 12, Michael Spilotro/FMI; p. 14-15, How Hwee Young/Corbis; p. 16, Ryan Pyle/Corbis; p. 18, Ahn Joo-Young; p. 36, Guido Cozzi/Atlantide Phototravel/Corbis; p. 39, Kaveh Kazemi/Corbis; p. 42, Rungroj Yongrit/epa/Corbis; p. 43, John Warburton-Lee/JAI/Corbis; p. 44, Scott Peterson/Getty Images; p. 50, Andrej Ryczyński/epa/Corbis; p. 52-55, Michael Spilotro/FMI.

Des prêts assurés

Un système européen de crédit agricole vieux de 200 ans pourrait bientôt aider un plus grand nombre d'agriculteurs d'Afrique occidentale à obtenir des prêts bancaires et de meilleurs prix pour leurs produits. L'Organisation pour l'alimentation et l'agriculture envisage d'étendre le concept de *warrantage* agricole au Burkina Faso, au Mali et au Sénégal, après que des projets-pilotes ont permis de doper les revenus et les récoltes agricoles au Niger.

Le *warrantage* permet à un agriculteur d'utiliser ses stocks de produits pour obtenir un crédit. Au lieu de vendre ses produits tout

de suite après la récolte, quand les prix sont au plus bas, pour financer la campagne suivante, l'agriculteur peut stocker sa récolte et l'utiliser comme garantie contre un crédit bancaire. Les produits sont stockés dans un entrepôt verrouillé désigné par la banque, qui accorde alors un prêt fondé sur la valeur de la récolte stockée.

L'agriculteur peut utiliser ces fonds pour acheter les intrants de la campagne suivante tout en gardant sa

récolte pour la vendre hors saison, en profitant de la hausse des prix due à la rareté relative des produits. Une fois la récolte vendue, il peut alors rembourser son prêt et conserver la différence éventuelle.



Marché d'alimentation à Maradi, au Niger.

La banque pour tous

La moitié de la population mondiale «n'a pas de banque», ce qui veut dire que 2,9 milliards de personnes ne peuvent pas épargner, obtenir un prêt ou gérer leurs finances pour l'avenir.

Dans nombres d'économies de l'APEC (Association de coopération Asie-Pacifique), le pourcentage de la population qui dispose d'un compte bancaire est encore faible. Il est inférieur à 40 % en Indonésie, en Papouasie-Nouvelle-Guinée, au Pérou, aux Philippines et au Vietnam. Une large part de la population ne peut donc pas épargner ni obtenir un crédit, ou est obligée d'emprunter sur les marchés informels à des tarifs exorbitants, par exemple auprès d'usuriers, ce qui peut les faire tomber dans un engrenage d'endettement infini.

Un forum récent de l'APEC à Sapporo, au Japon, a proposé des solutions à ce problème, par exemple le développement des services bancaires par téléphonie mobile et le recours accru aux agents bancaires, c'est-à-dire aux petits détaillants tels que les épiceries ou les postes, comme intermédiaires bancaires.



Marché aux poissons à Bohol, aux Philippines.

Énergie solaire

La Banque asiatique de développement (BASD) a annoncé une initiative asiatique dans le domaine de l'énergie solaire qui produira environ 3.000 mégawatts d'énergie au cours des trois prochaines années.

«On prévoit qu'en 2030 la demande d'énergie aura presque doublé dans la région Asie-Pacifique; aussi est-il urgent de trouver des moyens novateurs de produire de l'énergie tout en réduisant les émissions de gaz à effet de serre», a expliqué le Directeur général de la BASD, Rajat Nag, lors du lancement du projet à Tachkent, en Ouzbékistan.

La BASD devrait financer l'initiative à hauteur de 2,25 milliards de dollars, ce qui devrait susciter 6,75 milliards d'investissements supplémentaires dans l'énergie solaire au cours de la même période. M. Nag a insisté sur l'importance que cette initiative soit lancée en Asie centrale, région qui est particulièrement tributaire des sources d'énergie à base de carbone mais qui se prête parfaitement à l'exploitation de l'énergie solaire.



Désert de Taklamakan en Asie centrale.

Événements en 2010

26–27 juin, Toronto, Canada

Sommet des dirigeants du G-8 et du G-20

12–13 juillet, Daejeon, Rép. de Corée

Conférence internationale de haut niveau Corée/FMI

9–11 octobre, Washington

Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale

14–15 octobre, Chengdu, Rép. populaire de Chine

Réunion des dirigeants de l'Association de coopération économique Asie-Pacifique

4–5 novembre, Washington

Onzième conférence annuelle Jacques Polak du FMI

11–12 novembre, Séoul, Rép. de Corée

Sommet du G-20

16–18 novembre, Rome, Italie

Forum sur le commerce de l'Organisation de coopération et de développement économiques



ASIA 21

LEADING THE WAY
FORWARD

CONFÉRENCE DE HAUT NIVEAU CORÉE/FMI
Suivez les débats : www.asia21.org

Daejeon, Corée • 12–13 juillet 2010

Reconnaissant le rôle de l'Asie en tant que région la plus dynamique du monde, le Fonds monétaire international organise, en partenariat avec le gouvernement de la République de Corée, une conférence internationale de haut niveau qui se tiendra à Daejeon, en Corée, les 12 et 13 juillet 2010. Cette manifestation est ouverte à tous les médias.

Elle réunira des décideurs expérimentés, d'éminents dirigeants de sociétés, des experts des marchés financiers, des universitaires, des représentants de la société civile et des grands médias d'Asie et du monde entier. L'inscription en ligne est obligatoire : www.asia21.org



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE



The
Economist

FT
FINANCIAL
TIMES

THE
PROFIT

第一财经

NIKKEI

STRAITS TIMES
A Part of Life

L'Asie montre la voie

L'Asie acquiert une nouvelle stature sur l'échiquier économique mondial

Anoop Singh

LA CRISE récente a signé l'avènement d'un nouveau géant économique mondial : l'Asie. Plusieurs économies dynamiques de la région affichent des niveaux de croissance qui détonent par rapport au reste du monde et contribuent à sortir la planète de la récession. La Chine et l'Inde figurent au premier rang, mais le phénomène n'est nullement cantonné à ces deux pays. L'importance économique de l'Asie est une réalité palpable.

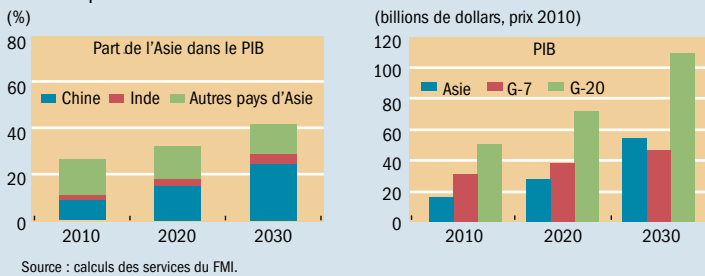
D'ici cinq ans, les prévisions indiquent que l'économie asiatique (Australie et Nouvelle-Zélande comprises) pèsera environ 50 % de plus qu'aujourd'hui (en parité de pouvoir d'achat), représentera plus d'un tiers de la production mondiale, et sera comparable en taille aux économies des États-Unis et de l'Europe. En 2030, son PIB dépassera celui du G-7, le groupe des sept principaux pays industrialisés (graphiques 1 et 2).



Graphique 1

Un poids grandissant

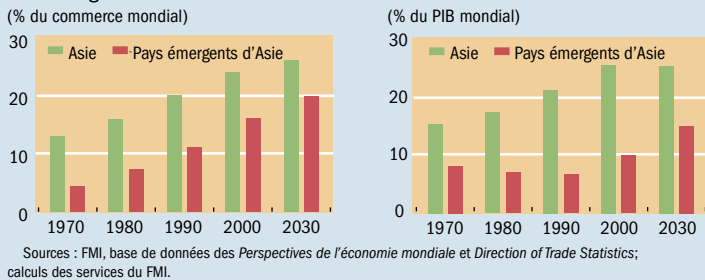
Si les tendances actuelles se poursuivent, l'Asie sera la première région économique d'ici 2030.



Graphique 2

La montée en puissance de l'Asie

La part de l'Asie dans le commerce mondial et dans le PIB mondial est en augmentation.



Il est donc tout naturel que la voix de l'Asie gagne en puissance dans le concert économique et financier international. Le Groupe des 20 plus importantes économies mondiales (G-20) compte déjà six pays de la région Asie-Pacifique. L'Asie représente un peu plus de 20 % des voix au FMI, un pourcentage qui va nécessairement augmenter du fait des réformes engagées par l'institution pour que les droits de vote des pays reflètent davantage leur rôle dans l'économie mondiale. Avec des politiques publiques adaptées, l'économie asiatique devrait continuer de prospérer en relevant les niveaux de vie des populations d'Asie, qui représentent près de la moitié des habitants de la planète.

Toutefois, l'économie mondiale doit encore transformer l'essai de la reprise. Bien que l'Asie n'ait pas été lourdement exposée aux produits financiers toxiques qui ont semé le désordre ailleurs, la région est un acteur important du commerce international et ses exportations ont été frappées de plein fouet par la chute de la demande des économies avancées. Ce choc a été atténué dans les pays bénéficiant d'une forte demande intérieure, tels que la Chine, l'Inde et l'Indonésie, et chez certains producteurs de produits de base comme l'Australie, mais les pays les plus tournés vers l'exportation ont subi de graves revers. Pourtant, les économies de la région ont bien rebondi et, dès fin 2009, la production et les exportations avaient retrouvé les niveaux antérieurs à la crise dans la plupart des pays d'Asie, y compris les plus touchés.

Les nouveaux horizons de la croissance

Deux points au moins méritent d'être signalés concernant l'Asie dans la reprise mondiale en cours. Tout d'abord, contrairement

à ce qui s'était produit lors des précédentes récessions mondiales, c'est la région Asie qui contribue le plus à cette sortie de crise. Deuxième fait nouveau, dans beaucoup de pays asiatiques, la reprise est tirée par deux moteurs : les exportations et une forte demande intérieure, laquelle est en partie imputable à des politiques de relance, mais la demande privée a aussi bien résisté. Tous ces éléments renvoient l'image d'une Asie en mutation, avec des répercussions sur le reste du monde.

Malgré les risques qui ne peuvent être écartés sur le court terme, à bien des égards, l'Asie sort de la récession avec une stature renforcée sur la scène internationale. Sur le plan des risques, l'Asie (et les autres régions) restent vulnérables à de nouvelles ondes de choc pouvant affecter la croissance mondiale et les marchés financiers. Néanmoins, l'idée que l'Asie puisse devenir la première région économique du monde d'ici 2030 n'est pas une vue de l'esprit. Elle paraît très plausible compte tenu du bilan de l'Asie depuis quelques décennies : ces vingt dernières années, les pays émergents d'Asie ont doublé leur part du commerce mondial et triplé leur part du PIB mondial. Par ailleurs, les cadres politiques et institutionnels renforcés mis en place, surtout ces dix dernières années, ont bien tenu le choc de la récession et forment une base solide pour l'avenir. Enfin, de nombreux pays de la région ont des populations

relativement jeunes qui vont constituer un formidable réservoir de main-d'œuvre.

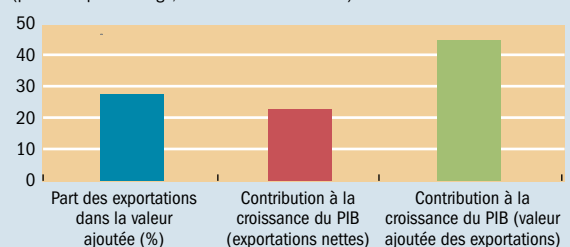
Mais il ne faut surtout pas croire que la région conservera automatiquement sa trajectoire de croissance rapide. En s'appuyant sur les politiques solides mises en place, l'Asie va devoir entreprendre des réformes pour relever les défis auxquels elle reste confrontée aussi bien dans l'immédiat qu'à plus longue échéance. Depuis quelques trimestres, par exemple, l'Asie fait de nouveau face à un afflux massif de capitaux, car sa meilleure santé attire de nombreux investisseurs étrangers. Il conviendra de gérer soigneusement cet afflux de manière à éviter la surchauffe de

Graphique 3

La forte contribution des exportations

L'Asie est encore plus tributaire des exportations si l'on considère la valeur ajoutée du secteur.

(points de pourcentage, sauf indication contraire)



Source : calculs des services du FMI.

Note : La part des exportations dans la valeur ajoutée, pondérée par la parité de pouvoir d'achat, se rapporte à 2005. Les chiffres de la contribution à la croissance sont des moyennes sur trois ans de 2001 à 2007.

certaines économies et à ne pas aggraver leur vulnérabilité aux fluctuations cycliques du crédit et des prix des actifs ainsi qu'à la volatilité macroéconomique générale. Cela dit, la région pourrait aussi être ébranlée par de nouveaux chocs sur les marchés financiers mondiaux, ce type de chocs ayant en général touché tous les marchés émergents du monde dans le passé.

À moyen terme, de nombreux pays d'Asie vont devoir renforcer leur demande intérieure pour en faire un moteur de croissance plus puissant et moins dépendre des exportations (voir «Marchés profonds, capital moins cher», dans ce numéro). Cela permettrait aussi de réduire les déséquilibres mondiaux. Mais surtout, pour beaucoup de pays, la récession mondiale a montré combien il était risqué de trop faire reposer la croissance sur les exportations, qui représentent aujourd'hui en moyenne plus de 40 % de la croissance asiatique (graphique 3). La reprise risquant d'être inhabituellement molle dans les économies avancées, dont la demande mettra sans doute un certain temps à remonter la pente, l'Asie va devoir combler le déficit de sa demande extérieure par une autre source de demande, intérieure, si elle veut maintenir une croissance soutenue. La demande intérieure privée a bien contribué à la reprise jusqu'ici, mais les pouvoirs publics devront prendre des mesures appropriées pour l'alimenter. Dans certains pays, il s'agira de stimuler la consommation, dans d'autres de maintenir ou d'augmenter les investissements, en particulier dans les infrastructures, et ailleurs de renforcer la productivité dans le secteur des services — tous ces efforts devant s'inscrire dans le cadre général d'une plus grande intégration commerciale de la région (voir «Au service de la croissance», dans ce numéro). De nombreux États s'emploient déjà à améliorer et à rendre plus accessibles les services sociaux, en développant parallèlement leur secteur financier afin d'accompagner la hausse de la demande intérieure. Un régime de change plus flexible appuie ces mesures en favorisant l'augmentation de la consommation privée et la réorientation des investissements afin de produire pour le marché intérieur.

Des difficultés subsistent

Plus généralement, la mondialisation et les réformes sont encore loin de bénéficier à tous les pays et à toutes les populations. Au cours des dernières décennies, l'Asie a fait reculer

la pauvreté à un rythme sans précédent, la Chine ayant à elle seule fait sortir de la pauvreté plusieurs centaines de millions de personnes depuis le lancement de ses réformes en 1978 (voir «Une Chine plus forte», dans ce numéro). Le continent asiatique continue néanmoins d'abriter un pourcentage élevé des pauvres du monde, et 17 % de la population des pays d'Asie de l'Est et du Pacifique — 40 % en Asie du Sud — ont moins de 1,25 dollar par jour pour vivre (graphique 4). En outre, la crise financière a ralenti la réduction de la pauvreté dans la région. Selon les estimations de la Banque mondiale, la crise va faire basculer 14 millions de personnes de plus dans la pauvreté en Asie en 2010. Il est donc plus important que jamais d'élaborer et de mettre en œuvre des stratégies permettant d'atténuer la pauvreté endémique dans la région, notamment en stimulant la croissance et en renforçant la protection sociale. Pour les pays à faible revenu, l'un des objectifs doit être d'asseoir davantage la croissance à long terme sur le secteur manufacturier plutôt que sur l'agriculture. Il faudra pour cela développer des infrastructures nationales et régionales afin de réduire les coûts de transport et d'accélérer l'intégration de ces pays dans les chaînes de l'offre régionales.

Les pays de la région sont naturellement bien au fait des problèmes à résoudre et prennent des mesures sur différents fronts. Les réformes ont surtout visé à renforcer les politiques monétaire et budgétaire, dynamiser la demande intérieure et resserrer les liens commerciaux et financiers avec les autres économies. Beaucoup de pays avancent rapidement dans la mise en place des infrastructures nécessaires pour réaliser leur potentiel de croissance, grâce à des mécanismes novateurs tels que les partenariats public-privé. Les obstacles aux échanges commerciaux, y compris à l'intérieur de la région, sont progressivement levés afin de permettre à un plus grand nombre de personnes de tirer avantage du commerce international, qui ouvre de nouveaux débouchés aux exportateurs des petites économies. L'intégration régionale asiatique progresse à grands pas, notamment au travers des groupements intrarégionaux tels que l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) et l'ASEAN+3 (comprenant la Chine, la Corée et le Japon) et avec d'autres régions, par exemple avec le Forum de coopération économique Asie-Pacifique, qui prône un «régionalisme ouvert».

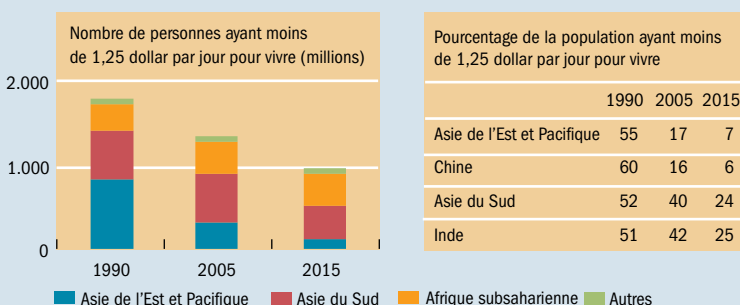
Aujourd'hui, l'avenir semble appartenir à l'Asie. Sa place dans l'économie mondiale ne fait que croître — que ce soit dans la vie économique et financière internationale ou dans la gouvernance économique, au sein d'institutions telles que le FMI — et elle va encore se renforcer. Les pays du monde entier observent avec intérêt l'habileté avec laquelle l'Asie gère le développement et la mondialisation. Les économies de la région offrent un large éventail d'expériences de pays à différents stades de développement, confrontés à des enjeux variés. Pour l'économie mondiale, ils constituent une mine d'enseignements du plus haut intérêt. ■

Anoop Singh est Directeur du Département Asie et Pacifique du FMI.

Graphique 4

La pauvreté est encore très répandue

Malgré les progrès de la lutte contre la pauvreté, l'Asie abrite encore le plus grand nombre de pauvres de la planète.



Source : Banque mondiale.



Shanghai : le nouveau centre international des expositions.

Une Chine plus forte

Linda Yueh

La Chine peut sortir renforcée de la crise, à condition de stimuler sa demande intérieure et de favoriser l'intégration mondiale

L'ÉCONOMIE chinoise est en meilleure forme que la plupart de ses homologues. Elle a évité la récession et déjoué les pronostics en dépassant son objectif de croissance fixé à 8 % en 2009. Si elle parvient à s'adapter à une économie mondiale peu susceptible d'être tirée par la demande des consommateurs occidentaux au cours des deux ou trois prochaines années, la Chine peut sortir de la crise mondiale plus forte que jamais.

Survivre à la crise

Aucun pays n'a été épargné par la crise financière qui est née aux États-Unis en 2007. En Chine, toutefois, le secteur financier a une activité sur dérivés relativement modeste et n'a donc pas subi le même cataclysme qu'aux États-Unis ou dans les pays européens avancés. La Chine n'a pas connu de crise du crédit et n'a pas non plus été confrontée au problème des titres toxiques

qui ont ruiné les bilans dans les économies avancées. Quelques-unes des grandes banques d'État chinoises faisaient partie des créanciers de la société d'investissement de Wall Street Lehman Brothers, dont la faillite en septembre 2008 avait quasiment déclenché une panique financière. Ces établissements ont certes subi des pertes, estimées à plusieurs milliards de dollars, mais ils ont évité les problèmes de bilan que l'on observe actuellement et qui auraient eu des conséquences bien plus dommageables.

La Chine a néanmoins été touchée par la deuxième phase de la crise, à savoir la récession mondiale et la première contraction du commerce international depuis 30 ans. Les exportations chinoises, qui représentent plus de 30 % du PIB et environ un tiers de la croissance économique annuelle, se sont effondrées à la fin de l'année 2008, ce qui a amputé le taux de croissance d'environ 3 points en 2009 et de près



d'un point au premier trimestre 2010. L'injection de capitaux décidée par les grands pays du G-20 pour contribuer au financement des échanges n'a pas été sans effets, mais les exportations n'ont toujours pas repris leur rôle de moteur de la croissance.

La relance

En raison de la crise et du plongeon du commerce extérieur qui l'a suivie, la Chine est en train de reconsidérer le rôle de la demande intérieure comme levier de son économie au lieu de compter sur les exportations, plus volatiles. Au printemps 2009, elle a donc riposté à la crise avec un programme de relance de 586 milliards de dollars, soit 4.000 milliards de yuans. La demande mondiale restant très modeste, le gouvernement a poursuivi ses mesures de relance en 2010. La Banque populaire de Chine a réagi plus tôt, puisqu'elle a abaissé dès août 2008 son taux directeur, qui était alors de 7,47 %. La dernière baisse, en

décembre 2008, l'a amené à 5,31 %, son niveau actuel.

La relance et la réduction des taux d'intérêt ont contribué à amorcer le redémarrage de la croissance au deuxième trimestre 2009. Le taux de croissance se traînait — selon les critères chinois — aux alentours de 6 % au dernier trimestre 2008 et au premier trimestre 2009, avant de remonter à 8,7 % pour l'année 2009 (avec une pointe impressionnante à 10,7 % en glissement annuel au quatrième trimestre). Le premier trimestre 2010 a été marqué par une poussée à 11,9 %, toujours en glissement annuel.

En Chine, la poursuite de la croissance dépendra de l'efficacité de la relance budgétaire massive et concentrée essentiellement sur les infrastructures. Les dépenses d'infrastructure sont associées à un grand projet dans le secteur des transports dans le cadre du 11^e Plan quinquennal, lancé en 2006. Ce plan a permis d'engager rapidement des dépenses et d'offrir des emplois dans les secteurs ferroviaire et routier à une partie des millions de travailleurs licenciés par les usines exportatrices. La création d'emplois semble donc bien au rendez-vous, attestant de l'efficacité des mesures de relance chinoises (Orlik and Rozelle, 2009).

Le volet social du plan de relance, en revanche, qui représente moins de 5 % du total, a été jugé insuffisant pour stimuler la consommation privée. Il n'a pas réglé le problème du niveau élevé d'épargne des ménages, l'une des principales causes de la faible demande intérieure. En 2009, pour décourager l'épargne de précaution, la Chine a augmenté les dépenses de 125 milliards de dollars pour les soins de santé (la couverture de 200 millions de citoyens jusque-là sans protection est une étape sur la voie de la

couverture universelle prévue pour 2020) et d'environ 400 millions de dollars pour les retraites des travailleurs ruraux.

Néanmoins, la part de la consommation dans le PIB n'a pas varié en 2009. La hausse de 10,5 % du revenu des ménages urbains a contribué à stimuler les dépenses de consommation, mais leur niveau initial était bas. La consommation ne représente que 35 % du PIB en Chine, contre au moins 50 % dans la majorité des économies de marché. En outre, la majorité de la population rurale est pauvre. Aussi, malgré l'augmentation de 16 % des ventes de détail, la consommation n'a-t-elle contribué qu'à hauteur de 4 points à la croissance de l'économie chinoise en 2009.

Expansion du crédit

À l'instar d'autres grandes économies, la Chine s'est appuyée sur des mesures budgétaires énergiques et un assouplissement de sa politique monétaire pour lutter contre la récession. Toutefois, contrairement à ses homologues, l'administration centrale chinoise a financé un quart seulement de la relance. Les banques d'État ont récupéré le reste, ce qui a entraîné une expansion rapide du crédit. En 2009, le total des nouveaux prêts s'est élevé à environ 1.460 milliards de dollars (9.950 milliards de yuans) et 1.090 milliards de dollars supplémentaires (7.500 milliards de yuans) devraient être prêtés en 2010. En retour, la masse monétaire s'est accrue de près de 30 %. Les prix à la consommation n'ont toutefois augmenté qu'à partir de la fin 2009, après neuf mois de déflation, semblant indiquer que la liquidité avait été dirigée vers les actifs. Une telle expansion du crédit dans une économie où les sorties de capitaux sont contrôlées signifie que les fonds seront largement investis dans le pays, rendant plus probable la formation de bulles spéculatives sur les marchés des actions et du logement et faisant craindre une crise bancaire.

Le fonds souverain China Investment Corporation est entré il y a peu dans le capital des quatre principales banques d'État, acquérant notamment la moitié de la Banque agricole de Chine. On peut y voir une tentative de stabilisation du cours des titres (étant donné les craintes liées aux prêts improductifs, problème récurrent du système bancaire d'État) et de renforcement du ratio de fonds propres de ces établissements. De plus, en 2010, ces quatre banques ont émis 11 milliards de dollars supplémentaires de droits afin de renforcer leur assise financière.

Le rythme de création du crédit s'est donc ralenti au premier trimestre 2010 et la banque centrale a relevé le niveau des réserves bancaires. Néanmoins, pour atteindre son taux objectif de 8 % de croissance, alors que les exportations risquent de ne jamais revenir à leurs niveaux initiaux, la Chine va devoir continuer à substituer des investissements publics aux échanges commerciaux, ce qui continuera d'inonder l'économie de liquidités. Il sera difficile de combiner assouplissement budgétaire et durcissement monétaire, ce qui serait pourtant nécessaire pour maîtriser les bulles spéculatives tout en stimulant l'économie. Qui plus est, le système bancaire chinois n'est pas l'unique source de disponibilités.

La Chine a reçu plus de 200 milliards de dollars en 2009, dont une partie non négligeable de « capitaux fébriles » (investissements spéculatifs). Elle est d'autant plus attractive pour les investisseurs que le renminbi, arrimé au dollar américain depuis le début de la crise, est sous-évalué. Les réserves de la Chine ont augmenté

de 23 % en 2009, totalisant une valeur record de 2.400 milliards de dollars, dont les deux tiers en dollars des États-Unis.

Dans ce contexte, il faut saluer la décision récente de la Chine de libéraliser les mouvements de capitaux. Les réformes seront lentes, partielles et viseront surtout à soutenir la politique de mondialisation («going out») de la Chine, c'est-à-dire à encourager les entreprises chinoises à investir à l'étranger. Quoi qu'il en soit, elles devraient aider la Chine à rééquilibrer son économie et commencer à corriger les déséquilibres mondiaux.

Nouvel ordre mondial

L'accentuation des déséquilibres mondiaux observée dans les années 2000 a servi de toile de fond à la crise financière. L'émergence de grandes économies (Chine, Inde, Europe orientale) dans les années 90 et l'accélération de leur intégration dans l'économie mondiale pendant la décennie suivante ont accentué les déséquilibres mondiaux et multiplié par deux la main-d'œuvre mondiale, qui est passée à 3 milliards d'individus. Quand la Chine et les pays d'Europe orientale ont respectivement intégré l'Organisation mondiale du commerce et l'Union européenne, le moindre coût de leur main-d'œuvre a stimulé la croissance de leurs exportations, produit un effet déflationniste sur le reste du monde mais aussi fait grimper les prix des produits de base, notamment du pétrole, entraînant par la même occasion une augmentation des excédents au Moyen-Orient.

Depuis 1998, les avoirs de réserve mondiaux ont quadruplé et la demande de dollars américains — monnaie de réserve internationale — a augmenté. Aux États-Unis, cette liquidité accrue a stimulé la consommation sans que la Réserve fédérale n'intervienne, car l'inflation était faible, notamment en raison de l'accroissement de la main-d'œuvre mondiale (Yueh, à paraître).

Ces évolutions structurelles de l'économie mondiale ont rendu plus nécessaire la surveillance des mouvements mondiaux de capitaux et la fixation par les banques centrales (y compris celle de la Chine) de taux d'intérêt tenant compte des prix des actifs, et non plus uniquement des prix à la consommation. Les États-Unis, en particulier, ne doivent pas négliger l'effet «monnaie de réserve» : la volonté des autres pays d'augmenter leurs réserves en dollars va peser sur la courbe des rendements des bons du Trésor américain. Par conséquent, le coût des emprunts sera influencé non seulement par la situation intérieure mais également par l'économie mondiale. Ainsi, il sera peut-être plus difficile de durcir la politique monétaire alors que la demande soutenue d'avoirs en dollars pèse sur les rendements et fait grimper les cours obligataires, maintenant les coûts d'emprunt à un bas niveau, tout comme l'assouplissement monétaire avait conduit à une surabondance de liquidités quand l'épargne mondiale avait contribué à alimenter l'endettement des États-Unis avant la crise. Pour les pays en excédent tels que la Chine, l'assouplissement monétaire américain peut se transmettre via les taux de change fixes, ce qui incite les capitaux à quitter les pays à taux d'intérêt bas pour les pays à taux élevés. La Chine devrait donc progressivement réformer son taux de change pour éviter que les afflux de capitaux ne créent des bulles spéculatives intérieures. Il faudra aussi assouplir le taux de change du renminbi avant de durcir la politique monétaire : un relèvement des taux d'intérêt en Chine qui coïnciderait avec le maintien d'un taux directeur quasiment nul aux États-Unis ne ferait qu'aggraver l'afflux de liquidités,

ce qui atténuerait les effets du durcissement. Une diversification et une réduction des avoirs de réserve chinois contribueraient aussi à la correction des déséquilibres mondiaux.

Ces déséquilibres sont déjà un peu moins marqués, puisque le déficit courant américain est tombé de 6 % à environ 3 % du PIB en 2009. Le niveau d'épargne a augmenté dans les pays touchés par la récession. Selon la FMI, l'économie mondiale, qui s'est contractée de 1,1 % en 2009, va croître de 4¼ % en 2010 et plus encore en 2011. Ces chiffres sont supérieurs au taux moyen de 3,2 % enregistré pour la période 1980-97, quand la Chine et d'autres grandes économies émergentes connaissaient une croissance rapide. À cette époque, l'économie chinoise augmentait de 9 % par an, avec un compte courant bien plus équilibré qu'actuellement. De même, le déficit courant américain représentait alors environ 1,5 % du PIB des États-Unis et moins de 0,5 % du PIB mondial, contre respectivement 3 % et environ 0,7 % aujourd'hui. Le rééquilibrage mondial va sans doute se poursuivre, d'autant que la consommation américaine a diminué avec le désendettement, ce qui implique des excédents moindres pour les autres pays.

En raison de la baisse de la consommation sur ses principaux marchés d'exportation de l'Union européenne et aux États-Unis, le commerce chinois connaîtra un essor moins rapide au cours des toutes prochaines années, à moins que de nouvelles économies de marché à revenu élevé ne s'ouvrent à ses exportations, ce qui est peu probable, surtout au vu des problèmes de la zone euro. Pour que la Chine puisse retrouver le compte courant généralement équilibré qui était le sien dans les années 90 et maintenir son rythme de croissance, il faut que sa demande intérieure représente une part plus importante du PIB.

Deux impératifs

Pour sortir renforcée de la crise mondiale, la Chine doit instituer des réformes qui stimuleront la demande intérieure et favoriseront aussi son intégration mondiale, lui permettant ainsi de continuer à remonter son taux de croissance. Dans un contexte d'économie mondiale atone, les réformes devront faire de la Chine une grande économie ouverte et assurer sa stabilité pendant la période de transition en la protégeant des chocs exogènes et en renforçant simultanément son intégration aux marchés mondiaux.

Il faudrait que l'économie chinoise se rapproche davantage de celle des États-Unis, grand pays et acteur de premier plan du commerce international, mais dont la croissance est principalement tirée par la demande intérieure. En consolidant à la fois sa demande intérieure et la demande extérieure, la Chine serait moins exposée à la volatilité de l'économie mondiale; même dans un contexte d'expansion de ses échanges commerciaux en valeur absolue, sa croissance pourrait être propulsée par la demande intérieure. Parce que la Chine influe sur les termes de l'échange mondiaux, elle peut se redéfinir comme une grande économie ouverte consciente des avantages de l'intégration mondiale, mais entretenant une demande intérieure solide pour se protéger contre les chocs externes les plus violents.

Consommation et dépenses publiques

La consommation équivalait à environ la moitié du PIB jusqu'à ce que les taux d'épargne élevés des ménages et des entreprises l'entraînent à un niveau historiquement bas, c'est-à-dire à peine un

peu plus d'un tiers du PIB. Pourtant, la Chine pourrait revenir aux 50 % du début des années 90 en agissant sur les incitations à épargner. Pour les ménages, l'objectif pourrait être atteint en améliorant la couverture sociale; pour les entreprises, il faudrait assouplir les règles du crédit : dès lors, les entreprises n'auraient plus à puiser dans les bénéfices non distribués pour se développer.

Le potentiel d'augmentation des dépenses publiques de sécurité sociale est considérable. En 2008, elles représentaient 13 % du PIB et n'ont frôlé la barre des 20 % en 2009 que grâce au vaste plan de relance. Elles restent donc inférieures à la moyenne des pays de l'OCDE avant la crise et très en deçà des dépenses engagées dans la plupart des autres pays en développement.

L'accélération de l'urbanisation pourrait en outre favoriser l'essor du secteur des services et, partant, l'augmentation de la part des biens non échangeables dans l'économie et la création d'emplois aux deux extrémités du spectre des compétences. Le profil de la main-d'œuvre chinoise (travailleurs urbains et migrants) se prêterait bien à une telle évolution, et la hausse de revenus produite par l'urbanisation d'une partie de la population rurale doperait la consommation.

Épargne des entreprises et libéralisation financière

Des réformes s'imposent pour que les entreprises déséparnent. En effet, leur taux d'épargne (entreprises publiques et privées) est supérieur à celui des ménages. La tendance est devenue manifeste après 2004, quand l'excédent courant de la Chine a dépassé 10 % du PIB. La part de l'investissement dans le PIB s'est maintenue, même si l'investissement tend à perdre du terrain quand les pays affichent un excédent courant substantiel.

Les distorsions du système financier chinois obligent les entreprises privées à s'appuyer sur leur épargne (issue principalement des bénéfices non distribués) pour se développer, car il leur est difficile d'obtenir des prêts. Cependant, même les entreprises d'État — qui accèdent facilement au crédit — épargnent, car leurs bénéfices sont très peu imposés. Ces entreprises devraient payer des impôts et des dividendes plus importants.

La libéralisation complète des taux d'intérêt améliorerait l'attribution des crédits aux entreprises privées et rendrait l'épargne encore moins attractive. Malgré la libéralisation partielle de 2004 (déplafonnement des taux interbancaires), des taux planchers restent en vigueur pour les prêts interbancaires, ainsi qu'un plafond pour les taux de rémunération des dépôts, ce qui fausse les décisions d'investissement. Si les taux d'intérêt étaient déréglés, les coûts d'emprunt diminueraient et les entreprises auraient moins besoin d'épargner.

La libéralisation progressive des mouvements de capitaux, en particulier la politique d'acquisitions à l'étranger, contribuera aussi à la désépargne si les entreprises peuvent prendre pied sur les marchés mondiaux et se financer sur les marchés du crédit étrangers, mieux développés, autrement dit, si elles peuvent se tourner vers les marchés financiers, et non plus seulement vers le système bancaire chinois, où le crédit est réglementé. Les entreprises auront ainsi une raison de moins d'épargner et la part de l'excédent courant financé par les achats de titres du Trésor américain diminuera puisqu'il sera possible de faire sortir des capitaux sous forme d'investissements plutôt que d'accumuler des réserves en devises étrangères.

Les externalités positives ne s'arrêtent pas là. La libéralisation des mouvements de capitaux devrait aussi se traduire par une souplesse accrue des taux de change en raison de la demande croissante de renminbis. Si les sorties de capitaux sont suffisantes, les pressions à la hausse sur la monnaie chinoise pourraient même s'atténuer. En combinant réforme des taux de change et réforme des taux d'intérêt, la Chine devrait parvenir à mieux équilibrer ses positions intérieure (épargne-investissement) et extérieure (balance des paiements). L'économie chinoise serait moins déséquilibrée et contribuerait en outre à réduire l'accumulation de liquidités liée aux déséquilibres mondiaux, comme devrait le faire toute grande économie ouverte.

Il faudra aussi améliorer la surveillance réglementaire. La libéralisation devrait s'accompagner de réformes institutionnelles intérieures et internationales visant à densifier les marchés financiers. Une participation active au sein de l'organe de réglementation mondiale — le Conseil de stabilité financière — pourrait, par exemple, favoriser la stabilité si les marchés financiers sont de plus en plus soumis à des règles transparentes ainsi qu'à des lois réduisant l'incertitude et favorisant la densification des circuits financiers. Cela aurait des effets bénéfiques sur le comportement des ménages et des entreprises.

Il est dans l'intérêt de la Chine de reconnaître l'importance de son rôle de grande économie mondiale et de contribuer à modeler la gouvernance des marchés mondiaux et intégrés, car ses décisions sont influencées par la conjoncture mondiale et inversement. Ainsi, la Chine est un moteur de croissance pour toute l'Asie et pour les exportateurs de produits de base du monde entier; son taux de change influe sur les prix mondiaux, mais les marchés financiers mondiaux influent aussi sur son régime monétaire.

Devenir une grande économie ouverte

La Chine a les moyens de devenir une grande économie ouverte à croissance rapide si elle stimule sa demande intérieure et établit des entreprises compétitives à l'échelle mondiale. Compte tenu tout particulièrement de son niveau de développement encore faible, son intégration à l'économie mondiale lui serait profitable ainsi qu'à tous les autres pays. Pour ce faire, elle doit mettre en œuvre des réformes macroéconomiques lui permettant un positionnement stratégique dans une économie mondiale changée, aux perspectives incertaines. De cette manière, elle sortira peut-être renforcée de la crise financière mondiale. C'est une occasion à ne pas manquer. ■

Linda Yueh dirige le China Growth Centre et enseigne l'économie au St. Edmund Hall, université d'Oxford.

Bibliographie :

- Bergsten, C. Fred, 2009, "The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis," *Foreign Affairs* (November/December).
- Orlik, Tom, and Scott Rozelle, 2009, "How Many Unemployed Migrant Workers Are There?" *Far Eastern Economic Review*.
- Victor, David G., and Linda Yueh, 2010, "New Global Energy Order," *Foreign Affairs*, January/February.
- Yueh, Linda, 2009, *The Law and Economics of Globalisation* (London: Routledge).
- , à paraître, "U.S., China and Global Imbalances," *China Economic Journal*.

Min Zhu, Conseiller spécial



Min Zhu est Conseiller spécial auprès du Directeur général du FMI. Il occupait avant cela le poste de Vice-Gouverneur de la Banque populaire de Chine, après avoir été pendant plus de dix ans cadre de direction à la Banque de Chine, où il a acquis une solide expérience des activités bancaires commerciales.

Dezhi Ma, du Département des relations extérieures du FMI, s'est entretenu avec Zhu peu après son arrivée au FMI sur la place de l'Asie dans le nouvel ordre mondial, l'économie mondiale en général et les relations du FMI avec la région largement considérée comme le moteur qui sortira le monde de la crise.

L'Asie et l'économie mondiale

F&D : *Quel est selon vous l'avenir de l'Asie dans l'économie mondiale?*

Zhu : Il est clair que l'Asie prend une place de plus en plus importante dans l'économie mondiale. En 2009, la croissance du PIB des États-Unis a été de -2,4 %, celle de l'Europe de -4,8 % tandis qu'elle était de 7,3 % en Inde et de 8,7 % en Chine. Le foyer de croissance se déplace de l'Occident vers l'Asie, en particulier vers les pays émergents de la région. Je pense que ce schéma va se maintenir pendant au moins les cinq années à venir, ce qui va modifier toute la structure de l'économie mondiale.

Un autre changement important pour l'Asie concerne son rôle dans le commerce mondial. Comme la crise a commencé dans les pays avancés, les flux commerciaux de l'Asie vers ces pays ont considérablement diminué. Face à cette situation, les pays de la région ont resserré encore leurs liens commerciaux. À l'avenir, je pense que les flux commerciaux entre pays en développement et pays émergents vont s'intensifier, les pays émergents d'Asie devenant la clé de voûte d'une nouvelle structure du commerce mondial.

En raison de la vigueur de la croissance des pays émergents d'Asie et du manque de dynamisme des pays avancés, la reprise se fait à des niveaux et à des rythmes différents. De plus, la situation financière des premiers était bien plus solide tandis que les seconds étaient aux prises avec des difficultés budgétaires. On peut donc s'attendre à une nouvelle répartition des actifs mondiaux, l'Asie attirant davantage de capital.

Si l'on conjugue tous ces éléments, l'Asie se rapprochera du centre de l'économie mondiale de demain.

F&D : *Vous semblez plutôt optimiste. Voyez-vous de grosses difficultés pour la région, du point de vue de la politique économique à suivre?*

Zhu : Je suis optimiste quant à l'avenir et aux perspectives de croissance de l'Asie. Mais cela ne veut pas dire que tout va pour le mieux en Asie. La région a de grosses difficultés à surmonter. La crise récente montre que l'Asie n'est pas isolée : elle fait vraiment partie de l'économie et de la finance mondiales. En témoignent la contraction des échanges commerciaux au premier trimestre 2009 et la fuite des capitaux au quatrième trimestre 2008. Cela montre que la région a encore beaucoup de chemin à parcourir.

Premièrement, l'Asie doit repenser son modèle de croissance. Elle est encore trop tributaire des exportations. Il faut passer à un modèle fondé sur la consommation intérieure afin de pérenniser et de mieux équilibrer la croissance.

Deuxièmement, il faut s'attaquer à la réforme du secteur financier. La crise nous a appris qu'un secteur financier solide, chose qui n'existe pas encore en Asie, joue un rôle très important dans la gestion macroéconomique. Par exemple, l'Asie n'a pas de marché obligataire diversifié, ce qui est pourtant indispensable pour le financement à long terme. L'Asie y travaille depuis des années, mais il reste beaucoup à faire.

Troisièmement, l'Asie doit apprendre à gérer les flux de capitaux mondiaux. L'afflux de capitaux vers les pays émergents d'Asie a posé de grosses difficultés à la région, en particulier en 2010, et en posera pendant les prochaines années. Les économies asiatiques doivent traiter cette question avec le plus grand soin et concevoir des politiques adaptées pour trouver des solutions durables.

du Directeur général

Je dirais donc que, oui, d'un côté je suis optimiste quant aux perspectives de croissance de l'Asie, mais que, d'un autre côté, la région doit affronter beaucoup de défis.

La crise

F&D : Compte tenu de votre expérience du secteur privé et en tant que décideur, vous avez certainement une vision particulière de la crise financière mondiale. Qu'est-ce qui vous frappe le plus?

Zhu : Mon expérience du secteur privé m'a appris qu'un bon gouvernement d'entreprise est très important. Toute société, surtout une société financière, doit être transparente. Elle doit être dotée de bons systèmes de gestion des risques. En particulier, elle doit se fixer des buts à long terme plutôt que des objectifs à court terme axés uniquement sur la chasse au profit. Les opérateurs du secteur financier notamment ont une réelle responsabilité à l'égard de la société toute entière.

Du point de vue du décideur, il faut préserver l'équilibre entre l'économie réelle et le secteur financier. Ce qui s'est passé à la fin de 2007 était dû au fait que le secteur financier était trop grand et qu'il servait ses propres intérêts, et non ceux de l'économie réelle, et c'est là la véritable cause de la crise financière.

Sur le plan macroéconomique, je dirais que la prudence s'impose désormais à tous les gouvernements. Dans toutes les crises, il y a surabondance de liquidité. La grande leçon à tirer est qu'il faut mener une politique macroéconomique anticyclique et prudente pour éviter que ce type de crise ne se reproduise.

Les déséquilibres mondiaux

F&D : Comment les pays doivent-ils collaborer pour résoudre le problème des déséquilibres mondiaux?

Zhu : C'est un dossier difficile. Depuis longtemps déjà, l'économie mondiale souffre de déséquilibres. Ils prennent de nombreuses formes : par exemple, le déséquilibre des transactions courantes entre les pays émergents d'Asie et les pays avancés, et entre les pays exportateurs de pétrole et les pays avancés. Il y a vraiment problème lorsque ces déséquilibres deviennent trop prononcés, concentrés et persistants. Depuis cinq ans, quelques pays sont toujours excédentaires et quelques autres pays toujours déficitaires. Il y a vingt ans, les cinq premiers pays déficitaires représentaient 22 % du total mondial des déficits commerciaux. Aujourd'hui, la proportion est de 76 %. Il y a donc une grande concentration. Et c'est préoccupant.

Naturellement, tous ces problèmes appellent une coopération à l'échelle mondiale : les pays déficitaires doivent consommer moins et épargner davantage, afin d'importer moins, et ils devraient encourager les exportations. Les pays excédentaires doivent consommer plus, exporter moins et importer davantage.

Mais si l'on considère la situation globale en matière de déséquilibres, se posent alors des questions de complémentarité. Le monde d'aujourd'hui est marqué par un développement inégal. Chaque pays est différent, par son stade de développement, ses atouts particuliers, l'organisation de sa production... Par exemple, il y a un écart entre la plupart des pays avancés, qui sont axés sur les services, et les pays émergents, dominés par la production manufacturière. Cet écart correspond en partie à la division du travail. On le retrouve dans les déséquilibres persistants et concentrés dont souffre l'économie mondiale. C'est en jouant sur ces deux aspects, rééquilibrage et complémentarité, que l'on pourra rendre l'économie mondiale plus productive et plus viable, et le FMI devrait jouer un rôle central à cet égard. ■

Le FMI en Asie

F&D : À vos yeux, quel doit être le rôle du FMI en Asie?

Zhu : L'Asie joue un rôle important au FMI et le FMI joue aussi un rôle important en Asie. Je trouve que les deux collaborent étroitement et très bien. Le FMI a un triple rôle à jouer en Asie :

- **Surveillance :** Par le biais des consultations au titre de l'article IV avec les pays et du Programme d'évaluation du secteur financier. La surveillance permet d'évaluer la situation économique et financière d'un pays, de conseiller son gouvernement et de l'aider à développer son potentiel de croissance. Dans certains cas, nous apportons aussi de la liquidité en tant que prêteur de dernier recours.

- **Renforcement des capacités :** Les pays asiatiques sont hétérogènes et ont des besoins très différents. Le FMI apporte une assistance technique dans divers domaines (gestion macroéconomique prudente, élaboration de modèles de croissance, rééquilibrage structurel, politique fiscale) pour aider les autorités face aux défis redoutables qu'elles ont à affronter.

- **Formation :** Le FMI dispose de centres de formation en Chine, en Inde, en Malaisie et à Singapour, et offre de nombreux cours aux décideurs de la région pour aider les pays à accroître leurs capacités.

Le FMI possède une grande expertise en ce qui concerne la situation économique mondiale et le secteur financier. Il publie les

Perspectives de l'économie mondiale, le Rapport sur la stabilité financière dans le monde, le Rapport sur les perspectives économiques régionales consacré à la région Asie et Pacifique, et de nombreuses autres études. Cela aide les économies de la région à mieux comprendre le reste du monde et à s'intégrer au processus d'élaboration de la politique économique. Mais le FMI peut faire bien davantage dans la région. Il doit donc approfondir ses recherches sur l'Asie de manière à resserrer ses liens avec elle.

F&D : À votre avis, comment le rôle accru de l'Asie et de la Chine dans l'économie mondiale devrait-il être pris en compte au FMI?

Zhu : On pense bien sûr à la réforme des quotes-parts et de la représentation actuellement en cours pour tenir compte du rôle croissant de l'Asie et de la Chine. Il est certes légitime de donner à la Chine et à l'Asie une plus grande place au sein de l'institution. Mais il est plus important que le FMI comprenne mieux l'Asie et la Chine et fasse profiter le reste du monde de leur expérience.

Comment expliquer la réussite de l'Asie? Elle a sa propre expérience et son propre parcours. Le FMI serait dans son rôle en faisant profiter de cette expérience les autres pays émergents et, peut-être, les pays avancés aussi. En outre, il peut et devrait amener l'Asie et la Chine à participer pleinement au processus de formation de la politique économique à l'échelle mondiale.

Marchés profonds, capital moins cher

Des réformes du secteur financier peuvent réduire le coût du capital, stimuler l'investissement et favoriser le rééquilibrage des économies asiatiques

Sanjay Kalra

DANS le débat général sur les déséquilibres extérieurs, l'attention internationale se porte sur l'«excès» d'épargne en Asie. Bien qu'il soit surtout centré sur le rôle de la Chine, on s'intéresse aussi à l'équilibre épargne-investissement dans d'autres pays, notamment ceux de l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN), dont l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande.

Est-il vrai que l'Asie épargne trop ou n'investit pas assez? La réponse varie selon les économies : les unes devraient épargner moins et les autres investir plus. Mais la question des moyens de remédier aux déséquilibres se pose dans la plupart. Selon des études récentes (Kalra, 2010; Oura, 2008), l'investissement, en particulier celui des entreprises, serait supérieur dans certains pays si une réforme du secteur financier permettait de réduire le coût du capital et de le répartir plus efficacement. Cela atténuerait les déséquilibres.

Des systèmes plus solides

Pour le moment, les économies asiatiques résistent mieux à la dernière récession mondiale que dans le passé. Depuis la crise de 1997, la situation financière des entreprises s'est nettement améliorée : l'endettement a diminué, la rentabilité et la liquidité ont augmenté. Les indicateurs de vulnérabilité se sont aussi redressés et les risques de défaillance sont moindres qu'il y a dix ans. En bref, la gestion et la solidité des sociétés semblent avoir progressé dans un certain nombre de pays asiatiques touchés par la crise. On constate aussi un renforcement des structures financières. Les indicateurs des systèmes bancaires s'améliorent depuis dix ans. Ainsi, les économies asiatiques peuvent maintenant accroître leurs investissements pour satisfaire une demande interne plus élevée, rééquilibrant la croissance et tirant au mieux parti de la reprise mondiale.

La manière dont elles exploiteront ces possibilités dépendra en partie de la capacité de leurs systèmes financiers à bien répartir les fonds entre les projets d'investissement, en réduisant le coût du capital et en répondant aux besoins les plus urgents. Les réformes financières peuvent être utiles sur ces deux plans.



District financier de Singapour.

Une marge d'expansion

Dans nombre de pays asiatiques, le système financier reste dominé par les banques, le marché obligataire local étant étroit et peu sollicité par les sociétés. La capitalisation boursière est souvent assez faible en comparaison des économies avancées d'Asie et d'ailleurs. La participation étrangère aux marchés d'actions et d'obligations est aussi limitée. D'ailleurs, les fortes fluctuations des cours de bourse générées par les vagues périodiques d'entrées de capitaux sont le signe d'un manque de profondeur des marchés. Au total, de nombreux systèmes financiers doivent se développer et se diversifier.

Les entreprises asiatiques utilisent bel et bien différentes options de financement par endettement, et chercheraient des substituts au crédit bancaire si les marchés de capitaux étaient plus profonds et plus liquides. Ainsi, pendant la crise financière mondiale de 2008, l'émission d'obligations privées en monnaie nationale a connu une poussée, mais elle n'a pas duré. Les besoins de financement étant limités à ce moment-là, les entreprises ont remplacé le crédit bancaire par le financement obligataire pour profiter de la baisse des taux (Kalra and Oner, 2010).

Les coûts de fonctionnement

Les systèmes financiers asiatiques sont en mesure d'abaisser les coûts et de répartir plus efficacement les capitaux. Dans certaines économies, dont l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande, on pourrait ramener le coût du capital au niveau des autres systèmes bancaires de la région (Australie, Corée, Nouvelle-Zélande et Singapour). Cela au moyen de réformes visant à renforcer les bilans des banques, à élarguer les créances douteuses et à améliorer l'information sur le crédit. Dans des pays comme l'Indonésie, une réforme structurelle réduisant le risque de crédit — par exemple en clarifiant les procédures en matière de garantie et de faillite — ferait aussi baisser les taux débiteurs.

Les frais de fonctionnement des systèmes bancaires se reflètent dans le coût global du capital supporté par les entreprises. Des mesures simples de ce coût résument la situation : il est en général supérieur dans les pays où les charges bancaires le sont aussi (voir graphique). Comme les marchés d'actions et



d'obligations privées sont étroits dans beaucoup de pays asiatiques, le prix du crédit bancaire détermine le coût du capital. Kalra (2010), à la suite d'Ameer (2007), élabore des mesures englobant le coût des fonds propres et celui des emprunts. Ce sont des mesures exhaustives du coût du capital, qui comprennent les multiples de capitalisation, les perspectives de croissance, le taux d'intérêt et le taux de l'impôt sur les sociétés.

Réduire le coût du capital stimulera très probablement l'investissement. L'analyse empirique de ce dernier au niveau des entreprises montre qu'il est largement déterminé par les coûts de

financement : un moindre coût du capital s'accompagne d'un surcroît d'investissements.

Cela vaut pour plusieurs économies asiatiques (Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, province chinoise de Taiwan et Thaïlande) et pour les différentes sources de financement externes de l'investissement, c'est-à-dire la dette et les fonds propres. Dans certaines économies (Corée, Malaisie et province chinoise de Taiwan), l'investissement est plus sensible au coût de l'endettement, peut-être en raison d'une capitalisation boursière et de marchés d'actions nettement plus importants par rapport au PIB.

L'efficacité de la répartition

Y a-t-il des frictions sur les marchés financiers asiatiques (coûts de transaction qui sont élevés ou rendent l'emprunt difficile pour les entreprises) qui puissent être corrigées par des réformes? Les frictions peuvent avoir des origines diverses, comme l'organisation institutionnelle, la taille des marchés et les lacunes de l'information. Il s'avère qu'elles entravent la répartition efficiente du capital entre les secteurs et les entreprises en Asie.

À l'évidence, les frictions et les contraintes de financement étant différentes selon les secteurs et les pays, surtout si on les compare à des économies plus développées comme les États-Unis, il est fort probable que les obstacles au rééquilibrage varient d'un pays à l'autre. Il y a aussi une différenciation des comparatifs du système financier.

Dans certains pays, tels que l'Inde et la Thaïlande, on constate des frictions dans l'ensemble du secteur financier et les entreprises se heurtent à des contraintes de financement. Ailleurs, elles sont moins perceptibles. En Corée, en Malaisie et à la province chinoise de Taiwan, où le segment non bancaire est plus étoffé, le système financier semble répartir plus efficacement le capital. Les marchés d'actions et d'obligations distribuent notamment mieux les fonds entre les secteurs et les entreprises.

Mais cela ne vaut que pour les entreprises cotées en bourse, qui ont accès aux financements externes. Or, dans plusieurs pays, de nombreuses entreprises — surtout des PME non cotées — ne peuvent s'en procurer sur les marchés financiers organisés. Pour elles, la contrainte de financement reste forte. Elles recourent principalement à l'autofinancement pour croître. On peut attendre des réformes qu'elles améliorent la situation des entreprises non cotées.

Les réformes

En Asie, des initiatives ont été prises, à l'échelon national et international, pour développer et transformer les systèmes financiers. Ainsi, la Thaïlande a lancé son deuxième plan directeur pour le secteur financier et un plan de développement des marchés de capitaux. La Malaisie a récemment adopté de nouvelles mesures de libéralisation et de développement de la finance islamique, dans le système bancaire comme sur les marchés de capitaux. Au plan international, l'ASEAN, la Chine, la Corée et le Japon (ASEAN+3) ont lancé en 2003 une initiative en faveur des marchés obligataires. L'objectif est d'accroître leur efficacité et leur liquidité pour canaliser l'épargne asiatique vers des investissements locaux. L'initiative a donné une impulsion significative aux transactions obligataires libellées en monnaie locale. On relie aussi les marchés boursiers pour accroître les flux de capitaux au sein de l'ASEAN.

Ces réformes rendront les marchés financiers asiatiques plus profonds et efficaces, ce qui réduira le coût du capital, stimulera l'investissement et contribuera au rééquilibrage en Asie. ■

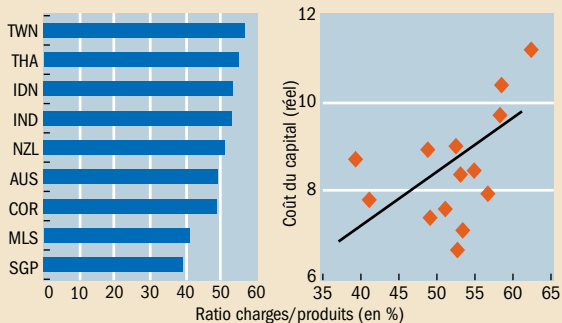
Sanjay Kalra est Chef de division adjoint au Département Asie et Pacifique du FMI.

Bibliographie :

- Ameer, Rashid, 2007, "Time-Varying Cost of Equity Capital in Southeast Asian Countries," *Asian Economic Journal*, Vol. 21, No. 2, p. 207-38.
- Kalra, Sanjay, 2010, "Thailand: The Corporate Sector, Financial Reforms, and Rebalancing" (unpublished).
- , and Ceyda Oner, 2010, "Asian Local Currency Bond Markets: A New 'Spare Tire'?" (unpublished).
- Oura, Hiroko, 2008, "Financial Development and Growth in India: A Growing Tiger in a Cage?" *IMF Working Paper 08/79* (Washington: International Monetary Fund).

Charges des banques

Certains systèmes bancaires asiatiques peuvent réduire leurs coûts de fonctionnement et sont ainsi en mesure de fournir du capital à moindre coût.



Sources : Bankscope; Worldscope; estimations des services du FMI.
 Note : TWN = province chinoise de Taiwan, THA = Thaïlande, IDN = Indonésie, IND = Inde, NZL = Nouvelle-Zélande, AUS = Australie, COR = Corée, MLS = Malaisie et SGP = Singapour.

Au service de la croissance

**Promouvoir le secteur
des services en Asie est un autre
moyen de rétablir l'équilibre
et de stimuler la croissance**

Olaf Unteroberdoerster

ARCHANA NANANCHERLA attribue le succès économique de l'Inde au goût de ses compatriotes pour le travail acharné. «Nous travaillons plus durement... C'est une caractéristique des Indiens», déclare-t-elle. Mais ce sont peut-être Nanancherla elle-même et d'autres comme elle — travailleurs instruits du secteur des services au revenu disponible croissant — qui sont le vrai secret de la croissance de l'Inde, alimentée par l'activité intérieure.

Nanancherla a été embauchée dès sa sortie de l'université par Tata Consultancy Services, la plus grosse société de sous-traitance de l'Inde en matière de technologie de l'information et de gestion des méthodes de travail au sein des entreprises. Elle est maintenant gestionnaire de projet et dirige jusqu'à 120 employés, pour un salaire d'environ 5.000 dollars par mois. La vie de Nanancherla offre des enseignements utiles aux autres économies d'Asie qui cherchent à entretenir la dynamique de la croissance.

Préserver la croissance de l'Asie

L'Inde diffère de nombreuses économies d'Asie qui ont misé sur les exportations de biens manufacturés pour se développer. On l'a vu lors de la récession mondiale de 2008-09, durant laquelle la forte baisse de la demande aux États-Unis et en Europe a pénalisé la région de façon disproportionnée (voir «L'Asie montre la voie», dans ce numéro). Pour l'Asie, l'un des grands défis à moyen terme sera de réduire cette dépendance à l'égard des exportations et de renforcer les sources de croissance intérieures — comme l'a déjà fait l'Inde.

Nombre d'observateurs attribuent la croissance déséquilibrée de l'Asie au «trop-plein d'épargne». Mais, du côté de l'offre, l'accroissement de la production par le développement du secteur des services rétablirait l'équilibre et stimulerait la croissance.

Dans certains pays d'Asie, la consommation ou l'investissement sont peut-être trop bas, mais il ne faut pas généraliser. Les ratios consommation et investissement/PIB varient largement d'un pays à l'autre. Il faut tenir compte aussi des particularités locales et des tendances historiques à long terme de chaque pays.

Cependant, il est facile d'oublier la contrepartie, du côté de l'offre, d'une forte dépendance à l'égard des exportations. Cette dépendance de l'Asie a conduit à une structure de production déséquilibrée, trop tributaire des produits échangeables ou ma-



nufacturés, qui correspond grosso modo au secteur industriel. Par exemple, à environ 50 %, la contribution de l'industrie au PIB de la Chine est presque deux fois plus élevée que la moyenne pour les pays de l'OCDE et supérieure de plus de 10 points de PIB à la moyenne mondiale pour les pays à revenu faible et intermédiaire. Cette dépendance excessive à l'égard de l'industrie caractérise également d'autres pays émergents d'Asie, tels que les membres de l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN-4) et même des économies avancées comme le Japon et la Corée (graphique 1). Dans tous ces cas, la contribution de l'industrie au PIB est élevée, souvent supérieure de 5 à 10 points de pourcentage à celle des pays comparables.

Le sourire en plus

Étant donné la dépendance de l'Asie à l'égard des exportations, il n'est pas surprenant que la part des services dans le PIB soit généralement faible par rapport aux autres régions. En Chine, par exemple, elle a été en 2008 inférieure de près de 13 points à la moyenne pour les pays à revenu faible et intermédiaire. Il en est ainsi même pour Singapour, qui, en tant que centre financier, est une économie de services. La structure de l'emploi confirme la surexposition des économies asiatiques à l'industrie et leur sous-exposition aux services.

La prédominance de l'industrie est un facteur qui a beaucoup contribué à la forte croissance des économies asiatiques et à la hausse rapide de leur niveau de vie. L'industrialisation accélérée a permis à des centaines de millions de travailleurs de quitter leurs emplois faiblement rémunérés, en particulier dans le secteur agricole, où les niveaux de productivité sont restés très faibles en Asie (graphique 2). Mais la croissance future reposera sur les services. À l'heure où les économies asiatiques, à commencer par le Japon et la Corée, entrent dans l'ère postindustrielle, le secteur des services doit créer des emplois et rattraper les niveaux de productivité des économies avancées, qui restent inférieurs en Asie au niveau observé aux États-Unis ces dernières années.

Dès lors, comment le secteur des services peut-il contribuer à une croissance plus forte et mieux équilibrée en Asie?

C'est peut-être l'Inde qui détient la réponse. Le secteur des services, l'une des branches les plus dynamiques de son économie, est le moteur de la croissance depuis vingt ans. En Inde, à la dif-

férence des autres pays d'Asie, la croissance de la productivité a été en général plus forte dans le secteur des services que dans l'industrie. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette réussite :

- les progrès des techniques de communications, qui ont permis à une masse de travailleurs qualifiés et anglophones d'avoir accès aux marchés intérieur et mondial en expansion;
- la déréglementation réussie des services;
- la privatisation;
- les investissements directs étrangers;
- les réformes dans le secteur financier.

Réaliser le potentiel de croissance

Il ressort de vastes études empiriques que la déréglementation et l'exposition à la concurrence étrangère peuvent libérer le potentiel de croissance du secteur des services : un meilleur accès aux services financiers, surtout pour les petites entreprises, souvent prédominantes dans les principales branches du secteur, tel le commerce de détail, pourrait réduire les contraintes de ressources qui pèsent sur la croissance. En Corée, par exemple, les PME contribuent pour 80 % à la production du secteur des services.

Dans certains cas, l'appréciation de la monnaie aiderait au déplacement des ressources vers le secteur des biens non échangeables en faisant monter leur prix relatif. Il s'ensuivrait une réduction de la marge bénéficiaire du secteur des biens échangeables et une augmentation de celle du secteur des biens non échangeables. De même, les réformes visant à faciliter l'embauche et le licenciement ainsi que les incitations à la reconversion pourraient favoriser la réaffectation des ressources. Nombre de pays asiatiques s'efforcent déjà d'accroître la

concurrence dans le secteur des services d'infrastructure, en ouvrant les secteurs du commerce de détail et des services financiers et en levant les restrictions à l'entrée des fournisseurs étrangers dans le secteur des services sociaux, tels que la santé et l'éducation.

Ces réformes bénéficieraient au secteur des services tout en renforçant la demande intérieure. Depuis la crise asiatique, les investissements au niveau des entreprises dans les économies de l'ASEAN sont plus sensibles à la disponibilité de fonds intérieurs. Les entreprises ont du mal à obtenir des prêts bancaires et autres fonds extérieurs pour financer leurs investissements.

Réchauffer le climat des investissements

L'accès des petites entreprises de services au crédit pourrait être renforcé de trois manières : l'octroi d'un plus grand nombre de prêts dont les modalités soient fonction des risques; la réforme des lois sur les garanties pour que les entreprises puissent obtenir des prêts avec des actifs allant au-delà de l'immobilier et des actifs fixes similaires; et l'élargissement de la réserve de capital-risque au moyen d'allègements fiscaux ciblés, comme l'a fait la Malaisie. L'amélioration de l'information sur la solvabilité des emprunteurs et l'élargissement des registres de crédit (comme aux Philippines) par la création en 2008 de la Société d'information sur la solvabilité des emprunteurs ont aussi aidé les banques à mieux évaluer le risque de crédit. L'application aux PME d'un cadre modernisé de restructuration permettrait aussi de réduire le risque de crédit et, partant, d'ouvrir davantage l'accès de ces entreprises aux financements.

La société de gestion des actifs de la Corée, par exemple, a réussi à créer un marché pour les créances sinistrées des entreprises coréennes en rachetant les prêts improductifs aux banques et en les restructurant pour les vendre aux investisseurs. Des sociétés de ce type pourraient se spécialiser dans la restructuration des créances sinistrées des petites entreprises.

La mise en place en Asie d'un climat globalement plus favorable aux investissements et aux affaires ouvre la voie à une croissance portée davantage par le secteur des services. Mais, même si les réformes structurelles opérées depuis la crise asiatique ont grandement changé la donne, la nouvelle réalité n'est pas encore entièrement intégrée par les agents économiques. Les économies asiatiques doivent continuer à accroître la compétitivité de leurs marchés des produits et de l'emploi, comme l'a fait la RAS de Hong Kong en adoptant une loi sur la concurrence, à créer des conditions équitables pour les investisseurs étrangers, à l'instar de la Malaisie, qui a récemment allégé les restrictions à l'investissement étranger dans le secteur des services, ainsi qu'à garantir l'exécution des contrats et desserrer les goulets d'étranglement administratifs. Ce n'est que par de telles actions que l'Asie pourra réaliser tout son potentiel de croissance et que les Asiatiques comme Archana Nanancherla pourront compter sur autre chose que la capacité de leurs compatriotes à travailler avec acharnement. ■

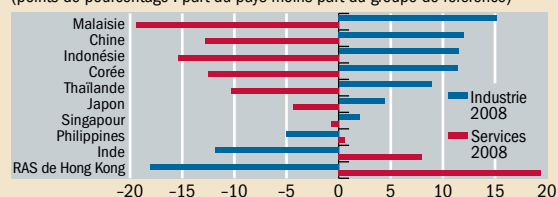
Olaf Unteroberdoerster est économiste principal au Département Asie et Pacifique du FMI. Cet article s'inspire de l'étude intitulée «Does Asia Need Rebalancing?», constituant le chapitre 3 du rapport d'avril 2010 sur les perspectives économiques régionales consacré à la région Asie et Pacifique, rédigé par l'auteur en collaboration avec Adil Mohommad et Papa N'Diaye.

Graphique 1

Trop d'industrie, pas assez de services

Le PIB de la plupart des pays asiatiques est excessivement tributaire de l'industrie, au détriment des services.

(points de pourcentage : part du pays moins part du groupe de référence)



Sources : Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*; et calculs des services du FMI.

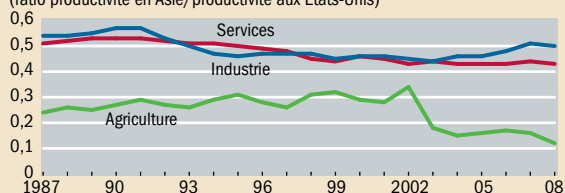
Note : Les groupes de référence, qui sont définis selon les indicateurs du développement dans le monde, sont les suivants : OCDE pour Corée, RAS de Hong Kong, Japon, Singapour; pays à revenu faible ou intermédiaire pour Chine, Indonésie, Philippines, Thaïlande; pays à revenu intermédiaire tranche inférieure pour l'Inde; pays à revenu intermédiaire tranche supérieure pour la Malaisie.

Graphique 2

Stagnation des services

Le secteur des services pourrait être un moteur de croissance en Asie.

(ratio productivité en Asie/productivité aux États-Unis)



Sources : Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*; estimations des services du FMI.

Un révolutionnaire inattendu

Hyun-Sung Khang dresse le portrait de **Jang Hasung**, militant coréen

À PEINE engagée, la croisade de Jang Hasung contre l'opacité des pratiques comptables des grandes sociétés coréennes a failli capoter à cause de la pusillanimité d'un jeune avocat. En 1998, Jang et ses partisans ont déposé une plainte collective contre le géant industriel coréen Samsung Electronics, qu'ils accusaient de violer la loi en faisant des dons à caractère politique et en accordant des subventions à une filiale en difficulté. Disposant de fonds limités, Jang a été obligé de recourir aux services d'un autre militant, jeune avocat frais émoulu de l'université, pour défendre sa cause. Samsung, de son côté, avait engagé le meilleur, «le roi du prétoire», selon son surnom dans les milieux judiciaires locaux. Dans une culture fortement confucéenne où l'ancienneté confère automatiquement un surcroît d'autorité, le jeune avocat des plaignants était désavantagé à la fois par sa jeunesse et son inexpérience.

À l'issue de la première audience, le novice, désespéré, confia à Jang : «C'est un jeu impossible. Les juges et les autres avocats me traitent comme un enfant.» Ce souvenir fait sourire Jang, aujourd'hui doyen de la faculté de commerce de l'un des établissements les plus prestigieux du pays, l'université de Corée : «Un tel déséquilibre!», se souvient-il, puis il reprend son sérieux. Face à ce défaitisme, il dit au jeune avocat : «Écoute, *toi*, tu le fais pour défendre une cause, la justice. *Lui*, il le fait pour l'argent. C'est une différence énorme. Toi, tu as une conviction profonde. Lui, il a juste une incitation matérielle. Alors ne t'en fais pas.»

Jang et son avocat ont fini par avoir gain de cause : c'était la toute première fois en Corée que des actionnaires minoritaires poursuivaient en justice la direction du mastodonte industriel du pays. Le jugement fit date dans l'histoire du droit des sociétés en Corée. Et le jeune avocat? «Il est maintenant cité dans les manuels de droit», affirme Jang.

Ce sont cette conviction et cet optimisme qui ont aidé Jang à supporter les menaces, l'abandon des amis qui n'aimaient pas son militantisme et les accusations de faire le jeu des étrangers, pendant plus d'une décennie passée à défendre les droits des actionnaires et à prôner un meilleur gouvernement d'entreprise.

La voie du militantisme

À 56 ans, Jang est un révolutionnaire inattendu dont la vie aurait pu être très différente. Muni d'un doctorat en finance à la Wharton School of Business de l'université de Pennsylvanie, il aurait pu devenir un universitaire anonyme ou accepter un emploi à vie dans l'un des grands groupes industriels du pays, ceux-là mêmes contre lesquels il militera par la suite. Mais une fois rentré des États-Unis, il a découvert qu'un des grands principes appris pendant ses études, à savoir que l'objectif principal d'une entreprise était d'accroître le patrimoine de ses actionnaires, ne s'appliquait pas, à son avis, aux conglomérats industriels géants qui dominent l'économie coréenne. En effet, ces *chaebols* (voir encadré) étaient gérés comme des fiefs personnels par les fondateurs de la société, en dehors de toute transparence et d'obligation de rendre des comptes.

«Tout tournait autour d'une seule personne qui maîtrisait tout, et qu'on appelait le «président», ou, parfois, le «propriétaire». Mais, si vous regardez la structure de propriété, ce n'est pas lui le propriétaire. Il n'est qu'un petit actionnaire minoritaire et ce schéma se répète dans la plupart des *chaebols*», explique Jang. «D'où vient son pouvoir incontesté? Et pourquoi abuse-t-il de ce pouvoir pour son profit personnel? [À l'époque], personne ne posait la question», se rappelle-t-il.

Jang a donc commencé à militer en faveur d'une plus grande responsabilité et d'une meilleure transparence au sein des conglomérats géants dirigés par des familles, qui dominent encore une grande partie de l'économie coréenne. Le mouvement a été organisé sous les auspices d'un groupe de militants dont Jang a été l'un des fondateurs, *Solidarité populaire pour une démocratie participative* (SPDP), qui est aujourd'hui l'une des principales organisations non gouvernementales du pays. Son arme de prédilection : le dépôt de plaintes collectives au nom des actionnaires minoritaires. SPDP a fait campagne pour la nomination de directeurs externes, révélé au grand jour les pratiques comptables opaques et exigé la prise en compte des intérêts des actionnaires.

Au début de sa période de militantisme, Jang se décrit comme un «moustique» sur le corps gigantesque des *chaebols*. À l'époque, la notion de droit de l'actionnaire existait à peine en Corée et l'expression «gouvernement d'entreprise» n'avait aucun équivalent adéquat dans la langue. La loi, qui imposait de détenir au moins 5 % du capital d'une société pour pouvoir soumettre une motion au vote lors des assemblées d'actionnaires, rendait extrêmement difficile toute contestation du pouvoir du *chaebol*. Au début, les sociétés ne faisaient aucun cas de ses tentatives visant à les obliger à rendre des comptes. Une bataille avec Korea First Bank a fait long feu lorsque la banque a refusé de lui ouvrir l'accès aux procès-verbaux du conseil d'administration, aux documents de la société et au registre des actionnaires. Incapables d'identifier tous les détenteurs d'actions, Jang et ses partisans ont organisé des manifestations dans les rues. Armés de banderoles, ils se sont rendus devant les locaux des maisons de courtage, en appelant les actionnaires à se manifester.

Cette campagne a déconcerté beaucoup de ses amis, parents et collègues. Dans un pays où les liens sociaux sont très serrés, nombre d'entre eux travaillaient dans les sociétés contre lesquelles il manifestait et l'exhortèrent à mettre fin à cette agitation. On lui reprocha d'être contre les entreprises, anti-coréen et même communiste, une accusation teintée de suspicion et de dédain.

Foi dans le marché

Loin d'être communiste, Jang nourrit une foi inconditionnelle dans le marché, qu'il conjugue à un désir d'œuvrer pour le bien public. «J'aime gagner de l'argent, dit-il. Il n'y a rien de mal à gagner de l'argent dans un système de marché. Si tout le monde — actionnaires, employés, sociétés — participe en gagnant de l'argent et que, ce faisant, nous améliorons à la fois l'entreprise et la société, tout le monde est gagnant.»

Même si c'est le désir d'œuvrer pour le bien public qui anime avant tout Jang, cette motivation est dénuée de toute considération éthique ou morale. Son indignation vient plutôt de la conviction que la corruption au sein des entreprises coréennes empêche les forces du marché de jouer convenablement. John Lee, collègue de Jang, dit de son ami militant que c'est un «capitaliste à l'occidentale». «Pour lui, l'argent est un moteur de changement. Ce n'est pas une question de justice. Il croit fermement que les entreprises doivent gagner de l'argent et que le président doit gagner de l'argent pour l'entreprise.»

Jang a aussi eu la chance de se trouver au bon endroit au bon moment. Il est indéniable que la crise financière asiatique de 1997–98 est tombée à point nommé pour la campagne qu'il menait. Alors que son militantisme commençait à prendre de l'essor, la crise a révélé les pratiques comptables et de gestion des *chaebols* ainsi que leur rôle d'accélérateur dans la pire récession de l'histoire moderne de la Corée. Elle a attiré l'attention sur le réseau complexe de participations croisées entre les sociétés mères des *chaebols* et leurs filiales, qui sert à en dissimuler la fragilité et à les mettre à l'abri des OPA hostiles. Ces subventions et le flou entretenu autour des participations croisées ont aussi conduit au surendettement et à des conflits d'intérêts.

Au pire de la récession asiatique, Jang a pris pour cible le projet de Samsung Electronics de garantir les dettes de sa filiale de construction d'automobiles, alors en difficulté. C'était l'une des

nombreuses questions qu'avec ses amis militants il voulait soulever pendant l'assemblée annuelle de Samsung Electronics en 1998, une manifestation devenue quasi emblématique pour les militants coréens qui s'intéressent au gouvernement d'entreprise. Ce jour-là, pendant plus de 13 heures, Jang et ses partisans ont chahuté et soumis à la question des dirigeants de société davantage habitués à considérer les assemblées d'actionnaires comme de simples formalités. Les militants n'ont pas réussi à régler le problème de Samsung Motors à cette occasion, mais les actions de plus grande envergure organisées par Jang et celles de SPDP ont incité certains *chaebols* familiaux, tels que SK Group et LG, à commencer de séparer leurs holdings de leurs unités productrices.

Naturellement, il y a aussi eu des revers : défaites devant les tribunaux, incompréhension du public et accusations de saper la confiance dans l'économie coréenne. Mais les réussites de Jang et de ses partisans se mesurent autant par les changements qu'ils ont suscités dans les pratiques des entreprises et par la meilleure information du public que par leurs victoires ou défaites sur le plan juridique. La crise asiatique a aussi accéléré la prise de conscience de la part de l'opinion publique : beaucoup de ceux qui regardaient Jang de travers ont commencé à comprendre que les *chaebols* devaient changer, de gré ou de force. Le gouvernement libéral de Kim Dae-jung, élu au début de la crise, a adopté une série de réformes des entreprises, qui se sont poursuivies pendant un second gouvernement de centre gauche. Ces réformes ont consisté notamment à abaisser à 1 %, puis à 0,01 % le seuil d'actionariat

nécessaire pour soumettre une motion au vote lors des assemblées d'actionnaires, instituer un quota minimal obligatoire d'un quart de dirigeants externes dans chaque société, adopter une loi sur les participations favorisant les actionnaires minoritaires et durcir les règles en matière d'obligation d'information, de comptabilité et de sélection du conseil d'administration.

La lutte comme tradition familiale

Compte tenu des origines de Jang, il n'est peut-être pas étonnant qu'il soit si rebelle. Sa famille vient de la ville de Kwanju, dans le Sud du pays, bien connue en Corée pour être depuis longtemps un foyer de contestation. Un de ses proches est mort lors de l'énorme manifestation historique qui a eu lieu en 1980 dans sa ville natale contre la dictature militaire de l'époque. Le pedigree de l'universitaire est impressionnant. Pendant la colonisation japonaise, son grand-père s'est battu pour l'indépendance de la Corée et le frère de celui-ci a participé à la campagne militaire contre la domination japonaise. Outre qu'il est issu d'une famille aisée et bien éduquée, le service public est aussi une tradition familiale. Il a un oncle et une sœur qui ont été hauts fonctionnaires et, conformément à la culture confucéenne, il assume les responsabilités qui lui incombent en tant que fils aîné.

Sa propre lutte pour le bien public a transformé le manifestant marginal qu'il était en une personnalité respectée. Mais cette reconnaissance croissante a de nouveau été mise à mal lorsqu'il a pris pour cible non plus les *chaebols* mais les PME. Jang explique

La République des *Chaebols*

Un Coréen pourrait passer toute sa journée dans le monde de Samsung. Le matin, il peut quitter son appartement construit par Samsung et aller au bureau dans sa voiture Samsung (Renault) en utilisant son téléphone portable Samsung. Il peut acheter son déjeuner dans un grand magasin appartenant à Samsung et manger de la nourriture produite et distribuée par Samsung (Cheil Jedang), réchauffée dans son four à micro-ondes Samsung, tout en regardant sa télévision Samsung.

La pénétration des *chaebols* est telle en Corée que rares sont les aspects de la vie qui échappent dans ce pays du Nord-Est asiatique à l'influence envahissante des sociétés familiales géantes du pays. Le Groupe Samsung n'est que la plus grande et la plus puissante d'entre elles, et génère environ 20 % du produit intérieur brut de la Corée, ce qui lui vaut d'être surnommé «la République de Samsung».

Les *chaebols* sont les piliers de l'essor économique de la Corée. Sous la dictature militaire de Park Chung-hee dans les années 70 et 80, c'était le gouvernement qui fixait le plan d'expansion industrielle du pays; les *chaebols* l'exécutaient. Dans ce système de capitalisme orienté, le gouvernement choisissait les sociétés chargées de réaliser les projets industriels financés par des prêts à bas taux d'intérêt consentis par les banques d'État. Les *chaebols* se sont étendus au point d'englober un large éventail d'entreprises industrielles et de services protégés de la concurrence étrangère et bénéficiant d'un soutien implicite de l'État, sous forme de garanties et d'un partage des risques. C'est ainsi que les activités rentables ont fini dans l'escarcelle d'un petit groupe de conglomérats.

Le système de gestion fortement centralisé et autocratique des *chaebols* repose sur des présidents-fondateurs puissants et leur famille immédiate. Le destin de ces familles — qui tiennent pratique-

ment lieu de familles royales en Corée — est une source inépuisable de fascination pour le public. Dans plusieurs cas, la présidence arrive aujourd'hui à la troisième génération. En général, la famille du président-fondateur conserve le contrôle de l'entreprise au moyen de participations croisées, même si ses intérêts économiques dans les grandes sociétés du groupe ont pu diminuer au fil du temps, pour tomber bien souvent en dessous de 10 %.

À la fin des années 80, les *chaebols* dominaient le secteur industriel de la Corée, surtout dans les activités manufacturières, le commerce et l'industrie lourde. Ils avaient commencé à accroître fortement leur présence sur les marchés mondiaux, grâce à des prêts de l'État peu onéreux et un endettement excessif. En 1997, à la veille de la crise financière asiatique, le ratio d'endettement des 30 premiers *chaebols* dépassait 530 %, la dette étant composée le plus souvent de prêts à court terme.

Mais ce niveau d'endettement s'est révélé insupportable pour beaucoup d'entre eux. La crise a mené à la déconfiture d'environ la moitié des 30 principaux conglomérats. Les sociétés qui ont survécu ont considérablement réduit leurs emprunts à court et long terme, et, au sein des 30 principaux groupes, les garanties internes ne sont plus autorisées et celles qui existaient ont été supprimées.

Les Coréens sont très partagés quant à ces moteurs de croissance bien de chez eux. Fidèles à leur instinct égalitariste, ils sont très méfiants à l'égard de l'accumulation de richesse par une famille dominante, mais ils sont aussi très fiers de la réussite des *chaebols* dans le monde. Ils savent que le sort de leur pays, dont l'économie est tirée par les exportations, est lié à celui des conglomérats géants, à tel point que toute menace d'en limiter l'influence et la puissance suscite régulièrement une levée de boucliers de ceux qui craignent pour l'avenir économique.

ce recentrage par un échange qu'il a eu avec un financier européen dans une langue qu'ils comprennent tous les deux : celle du marché. Le financier européen, que Jang ne nomme pas, lui lança : «Apparemment, vous avez une stratégie pour capitaliser sur les actifs sous-évalués. Il y a manifestement des actifs [en Corée] dont le prix est erroné, qui sont sous-évalués et jamais capitalisés. L'un de ces actifs sous-évalués, c'est vous.» Le financier a mis Jang au défi d'aller au bout de sa logique et d'entrer sur le marché privé. «Dans ce marché capitaliste, il faut gagner de l'argent et obtenir des résultats pour être convaincant», dit-il à l'universitaire.

Le germe était planté, mais, une fois encore, Jang a eu la chance de se trouver au bon endroit au bon moment. Tandis qu'il protestait devant les maisons de courtage en appelant les petits actionnaires à se manifester, il attira l'attention de Lee, qui était à l'époque gestionnaire d'actifs aux États-Unis. Intrigué par le militant, Lee s'est mis en relation avec lui et ils sont vite devenus amis. Lee a soutenu la campagne de Jang en déléguant à celui-ci ses droits de vote à Samsung afin de lui donner une voix lors des assemblées d'actionnaires de la société.

Supprimer la décote coréenne

À peu près une décennie plus tard, Lee, qui travaillait maintenant chez Lazard Asset Management, a lancé son «Korea Corporate Governance Fund» (KCGF) avec un capital initial d'environ 35 millions de dollars, selon Jang, qui y fut recruté comme conseiller spécial. Ce capital a atteint aujourd'hui 250 millions de dollars, affirme Jang, dont la réputation est telle que le fonds est maintenant connu localement sous le nom de «fonds Jang Hasung». Sa mission : libérer la valeur des petites et moyennes entreprises en améliorant leur gouvernement d'entreprise et en mettant fin à la sous-évaluation traditionnelle des actions coréennes, communément qualifiée de «décote coréenne».

On considère généralement que les actions coréennes se négocient en dessous de leur valeur réelle en raison du risque élevé que les investisseurs assument en pénétrant sur le marché coréen. Cela est souvent illustré par le faible ratio cours/bénéfice des actions coréennes, par rapport à celles des autres marchés. La décote est attribuée à des facteurs qui vont du risque posé par la proximité de la Corée du Nord, puissance nucléaire, au surendettement des entreprises en passant par les inefficiences du marché. Jang estime que, pour l'essentiel, elle s'explique par le mauvais gouvernement d'entreprise. Son raisonnement est le suivant : améliorez le gouvernement d'entreprise, éliminez la décote et vous récolterez les fruits sous forme d'une valorisation de l'entreprise.

Le premier investissement de KCGF a été une prise de participation de 5,1 % dans une petite entreprise textile, Daehan Synthetic Fiber. Après cet achat, le fonds n'a pas tardé à exiger que la société nomme des dirigeants externes, vende ses actifs oisifs et rende publiques ses transactions avec les sociétés affiliées. Il a en outre demandé six fois d'avoir accès au registre des actionnaires de la société, et six fois il a essuyé un refus. Enfin, un tribunal a obligé la société à s'exécuter.

Paradoxalement, alors qu'il était naguère accusé d'être contre les entreprises, la participation de Jang à KCGF l'a obligé à se défendre d'être un profiteuse. Il affirme que son seul objectif est d'accroître la valeur des entreprises sur le long terme, même si le cours de l'action d'une société peut s'envoler à la simple annonce de

l'acquisition d'actions par KCGF. Ainsi, quelques minutes après la nouvelle de l'achat d'actions de Daehan par le fonds, le cours de l'action de sa société mère, Taekwang Industrial, a atteint le plafond quotidien autorisé tandis que le cours des actions de Daehan doublait en cinq jours. Jang attribue la hausse au comportement moutonnier des opérateurs. «Que voulez-vous que nous ayons pu changer en quelques minutes? Rien n'a changé du côté de la société. Nous avons simplement dit : nous allons travailler avec l'entreprise. Hier, aujourd'hui, c'est la même société. Il faudra des jours, des mois et peut-être des années pour opérer le moindre changement.»

Bien que KCGF existe depuis peu, le changement a déjà entraîné un nombre considérable d'actions en justice ainsi que des accusations d'interventions hostiles et agressives dans le fonctionnement des sociétés dont le fonds achète des actions. Mais le KCGF ne parvient pas toujours à ses fins. Ainsi, après avoir acheté des actions dans une société locale de matériaux de construction, Byucksan, le fonds n'a pu empêcher que le président et l'auditeur soient reconduits dans leurs fonctions. Par la suite, KCGF a vendu sa participation dans la société. «Nous avons laissé tomber, explique Jang. Il y a des sociétés dans lesquelles nous voulons introduire des changements en utilisant tous les outils légaux à notre disposition, y compris les poursuites au pénal ou au civil. Mais parfois, en faisant cela, on risque de détruire la valeur de l'entreprise.»

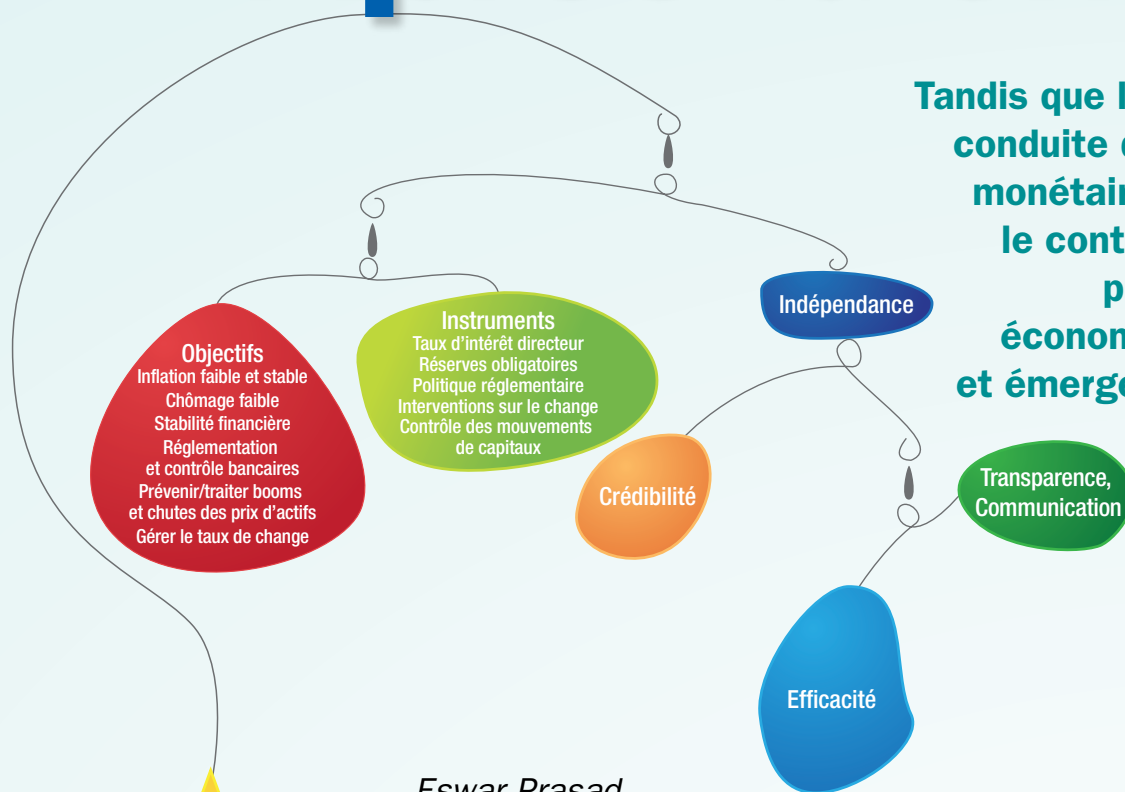
Les *chaebols* et les milieux d'affaires coréens accusent souvent Jang d'être l'instrument de prédateurs étrangers opportunistes bien plus soucieux de s'enrichir rapidement que de réformer le gouvernement d'entreprise. S'il est vrai que 95 % des investisseurs de KCGF sont étrangers, Jang explique qu'il évite délibérément de démarcher les institutions locales, car leur horizon d'investissement est trop court pour lui permettre d'atteindre les objectifs du fonds. En effet, si les investisseurs occidentaux visent plutôt une appréciation sur plusieurs années, en Corée, la durée moyenne pendant laquelle un investisseur institutionnel conserve ses titres se compte en mois. «Ils m'appelleraient toutes les semaines, tous les mois, pour se renseigner sur les bénéfices», dit-il. Son message pour les investisseurs locaux est le suivant : «Si vous n'êtes pas assez patients, ne me suivez pas, car rien ne changera à court terme. Il faudra des jours, des mois, peut-être des années.»

La patience est une qualité dont Jang a été obligé de s'armer pendant toute sa carrière de militant. Les actions en justice qu'il a engagées avec ses partisans sont passées par d'innombrables recours et contre-recours, qui ont souvent pris plusieurs années. La plainte collective que Jang, son jeune avocat et SPDP ont déposée en 1998 contre Samsung Electronics n'a abouti qu'en 2001, un tribunal d'instance leur accordant plus de 72 millions de dollars de dommages-intérêts. Deux ans plus tard, la cour d'appel confirmait ce jugement, mais en ramenant les dommages-intérêts à 16 millions de dollars. SPDP et Samsung ont tous deux fait appel et l'affaire est montée jusqu'à la Cour suprême, laquelle a confirmé le jugement initial en donnant raison à Jang et à ses alliés. L'arrêt de 2005 de la Cour suprême est intervenu sept ans après le dépôt de la plainte originale. Dans ce cas au moins, la conviction et l'optimisme de Jang avaient enfin porté leurs fruits. ■

Hyun-Sung Khang est rédactrice principale au sein de l'équipe de Finances & Développement.



Après la chute



Tandis que le débat sur la conduite de la politique monétaire s'intensifie, le contraste naguère prononcé entre économies avancées et émergentes s'efface peu à peu

Eswar Prasad

Banque centrale

AU MOMENT où l'économie mondiale tire les leçons de la crise, des conceptions relatives aux banques centrales que l'on croyait depuis longtemps acceptées sont remises en question (Goodfriend, 2007). Partout, on s'interroge sur ce que doivent être leurs missions.

La mondialisation expose davantage les pays avancés et émergents aux chocs externes, car leur ouverture croissante aux flux commerciaux et financiers facilite les répercussions internationales des chocs. Ces facteurs compliquent aussi la tâche de la politique monétaire. Il est aujourd'hui beaucoup plus difficile à une banque centrale de faire varier les taux d'intérêt pour atteindre des objectifs internes; le va-et-vient des capitaux gêne la conduite de la politique monétaire, surtout là où les systèmes financiers sont peu profonds. Pourtant, elle prend de l'importance en tant que première ligne de défense contre les chocs externes et les crises financières, parce qu'elle est beaucoup plus souple que les autres outils de gestion macroéconomique.

D'où un intéressant débat sur la politique monétaire la plus appropriée, la portée des objectifs d'une banque centrale et son degré optimal d'indépendance. Même si l'on a une idée moins claire du meilleur dispositif monétaire, la crise a eu le mérite de faire converger les discussions sur les fonctions d'une banque centrale aux différents stades du développement économique et institutionnel.

On estimait que les banques centrales des pays émergents étaient en retard sur celles des pays avancés en matière de rigueur opérationnelle, de sophistication et de transparence. Or, elles sortent de la crise en bien meilleur état. Moins de raffinement des marchés financiers et beaucoup plus de prudence réglementaire se sont avérés préférables. C'est pourquoi il y a des rebondissements intéressants dans le débat sur les politiques monétaires et réglementaires convenant aux marchés émergents (Gill, Kanbur, and Prasad, 2009). Commentons par réexaminer certains principes généraux concernant toutes les économies.

Critique du ciblage de l'inflation

Depuis une vingtaine d'années, le ciblage de l'inflation est devenu, explicitement ou implicitement, le régime de politique monétaire préféré des pays les plus avancés. Plusieurs banques centrales de pays émergents ont aussi adopté des systèmes donnant la priorité au respect d'un objectif d'inflation précis ou d'une fourchette. Beaucoup d'autres évoluaient en ce sens. Le ciblage de l'inflation a donné de bons résultats en matière de stabilité des prix et d'ancrage des anticipations, appréciables dans les pays émergents, où une inflation élevée est particulièrement pernicieuse en raison de ses effets disproportionnés sur les pauvres.

Mais il est très critiqué depuis la crise financière mondiale. Dans les pays développés, les banques centrales sont accusées d'avoir privilégié la stabilité des prix et ignoré la formation de bulles d'actifs, d'où leur incapacité à prévenir la pire crise depuis une génération.

En outre, même si de nombreux pays émergents ont assez bien résisté à la crise, celles de leurs banques centrales qui pratiquent le ciblage de l'inflation sont aussi poussées à y renoncer. Selon les critiques, cette politique risque d'être dommageable si elle amène à négliger les fortes fluctuations du change ainsi que les cycles expansion-crise des marchés d'actions et de l'immobilier.

Dans certains pays émergents, les banques centrales vont jusqu'à soutenir qu'une inflation modérée n'est ni nécessaire, ni suffisante pour assurer la stabilité financière. L'argument doit être pris au sérieux au vu des énormes tensions financières accumulées dans de nombreux pays avancés pendant une période d'inflation modérée et de croissance stable.

Les bulles sur les marchés d'actifs

Les bulles de prix des logements et des actions peuvent causer des ravages sur les marchés financiers et l'économie quand elles finissent par éclater. Cela semble légitimer l'argument selon lequel les banques centrales ne sauraient les ignorer et qu'un cadre trop étroit les empêchant de prévenir ces phénomènes serait voué à l'échec. Mais un problème majeur se pose : il est difficile de déceler les bulles en temps réel et il est loin d'aller de soi que la politique monétaire est le bon moyen de les éliminer avant qu'elles ne prennent de l'ampleur.

Selon la conception puriste de la politique monétaire, ces bulles doivent être intégrées au ciblage de l'inflation, pourvu que la banque centrale dispose d'un bon modèle macroéconomique à cet effet. Les booms d'actifs augmentent le patrimoine financier des ménages et des entreprises, qui se sentent plus riches et dépensent davantage. Cela devrait se traduire par une hausse de la demande globale accélérant l'inflation et déclenchant une réaction de la politique économique. Autrement dit, la banque centrale empêcherait automatiquement les bulles en menant une politique monétaire visant à contrecarrer leur incidence inflationniste. Toutefois, même si le modèle de la banque centrale est bon, les prix d'actifs peuvent s'envoler rapidement et causer de sérieux dégâts avant que se manifestent leurs conséquences sur la demande globale.

Il y a une position de compromis. Les bulles alimentées par une politique monétaire laxiste — comme le boom de l'im-

mobilier aux États-Unis — devraient être traitées par des moyens monétaires, alors que les autres — comme la spéculation boursière dans le secteur technologique au début des années 2000 — relèveraient de mesures réglementaires, ou bien on les laisserait aller à leur terme. Cette démarche pose aussi problème en raison de la difficulté de détecter et d'enrayer les bulles, sans parler d'en deviner les causes. Aujourd'hui encore, il y a désaccord sur la raison immédiate du boom et de la crise de l'immobilier aux États-Unis : laxisme monétaire ou faiblesse de la réglementation?

Quelle que soit la conclusion du débat, il sera difficile aux banques centrales d'ignorer les prix d'actifs après la crise, même si elles ne les ciblent pas officiellement. Les charger explicite-

Depuis une vingtaine d'années, le ciblage de l'inflation est devenu, explicitement ou implicitement, le régime de politique monétaire préféré des pays les plus avancés.

ment d'assurer la stabilité financière les obligerait à gérer ces prix. Après tout, lors de la crise récente, la chute des prix de l'immobilier américain a finalement ébranlé tout le système financier. Certains banquiers centraux estiment même que, vu le lien étroit entre la préservation de la stabilité financière et les objectifs classiques de la politique monétaire, les deux missions sont indissociables (Blinder, 2010).

Cet aspect du «glissement des missions» des banques centrales peut créer des complications. Supposons que l'on utilise la réglementation pour gérer les bulles d'actifs et garantir la stabilité financière, tout en se servant des taux d'intérêt pour maîtriser l'inflation. Il peut en résulter des tensions quand la solidité des institutions financières, dont la banque centrale est responsable, risque d'être compromise par la politique des taux. Ainsi, des taux d'intérêt bas favorisent la rentabilité en procurant aux banques de l'argent bon marché, mais peuvent susciter une hausse des anticipations d'inflation et faire gonfler les prix d'actifs.

Cet aspect particulier du «glissement des missions» comporte un risque plus grand. Il est tentant d'intégrer les prix d'actifs au régime de politique monétaire, mais dangereux de demander à la banque centrale de gérer les marchés d'actifs sans critères clairs et sans savoir comment la politique monétaire influe sur eux. Bien que l'on soit en territoire inconnu, on ne peut évidemment suspendre l'action des banques centrales en attendant la résolution théorique de ces questions.

Objectifs et instruments

En situation de crise, la politique monétaire doit être pragmatique et employer tous les moyens disponibles. Les injections massives de liquidités par les banques centrales du monde entier ont beaucoup contribué à éviter une implosion du système financier pendant la crise récente. Reste à savoir quel est le bon

régime monétaire en temps normal. Lequel assurera la stabilité macroéconomique et financière, atténuera les fluctuations cycliques et donnera à la politique monétaire une marge pour réagir fermement aux chocs externes?

En situation de crise, la politique monétaire doit être pragmatique et employer tous les moyens disponibles.

Il est généralement admis, sur la base de travaux universitaires et de l'expérience, que la politique monétaire dispose d'un instrument unique, habituellement le taux d'intérêt directeur, qui permet au mieux d'atteindre un seul objectif, tel qu'une inflation faible et stable. Selon une version plus nuancée, la plupart des banques centrales ont en fait deux instruments : la politique monétaire et le pouvoir réglementaire. La première doit gérer l'inflation et le second prévenir l'apparition de déséquilibres dans le système financier. Mais même ce petit nombre d'objectifs crée des tensions. Ainsi, comme on l'a déjà signalé, ce qui est bon pour le système financier en situation de crise — taux d'intérêt bas et abondance de liquidités — ne l'est peut-être pas toujours pour l'inflation.

Ces contradictions sont accrues dans les pays émergents, où les banques centrales poursuivent traditionnellement une série d'objectifs sociaux et économiques, en sus de la stabilité des prix et du système financier. L'idée selon laquelle une politique monétaire stable et transparente, axée surtout sur un objectif, est meilleure à long terme se heurte à une dure réalité : des entrées massives de capitaux et l'appréciation consécutive du change peuvent pénaliser en permanence les exportations et compromettre la légitimité de la banque centrale. Des objectifs secondaires, tels que la gestion du taux de change, compliquent donc déjà la conduite de la politique monétaire dans ces pays. Le contrôle des mouvements de capitaux est d'une efficacité limitée et crée lui-même des problèmes.

Certains estiment que, dans les pays émergents, la banque centrale se retrouve responsable de toute une série d'objectifs. Elle peut essayer de les réaliser tous, avec les risques que cela comporte, faute de quoi on lui reprochera, de toute façon, la non-réalisation de l'un d'entre eux. On peut aussi soutenir qu'une banque centrale poursuivant des objectifs multiples doit absolument en fixer et en communiquer un plus petit nombre, qu'elle peut espérer atteindre effectivement.

Si une banque centrale assume plusieurs missions, cela risque de créer des anticipations irréalistes sur ce qu'elle peut ou non faire avec les moyens dont elle dispose. Il est tentant de prêter à la politique monétaire l'omnipotence, attribut que l'on impose d'office à certaines banques centrales des pays émergents. Mais c'est excessif et voué à l'échec, surtout dans les économies caractérisées par des faiblesses institutionnelles, des moyens réglementaires limités ainsi qu'un niveau élevé de déficit budgétaire et de dette publique. Même sans ces contraintes, la politique monétaire ne peut à elle seule influencer sur le potentiel de croissance à long terme ou modifier durablement le taux de chômage.

Dans une optique plus étroite, elle peut surtout concourir à la stabilité macroéconomique et financière en assurant une inflation faible et stable. Bien appliquée, cette conception définit les limites de la politique monétaire et donne une base claire à l'exercice de la responsabilité. Les divergences de vues nourrissent le débat sur l'indépendance des banques centrales.

L'indépendance importe-t-elle?

L'indépendance des banques centrales est partout contestée. Aux États-Unis, le Congrès menace de contrôler plus strictement la Réserve fédérale, tout en ajoutant à ses missions le suivi des établissements financiers d'importance systémique. Ailleurs, la crise a servi de prétexte aux politiques pour tenter d'assujettir la banque centrale. En Argentine, la présidente a limogé le gouverneur parce qu'il ne voulait pas puiser dans les réserves de change pour rembourser une partie de la dette du pays.

Ces évolutions s'opposent à l'idée dominante selon laquelle l'indépendance est totalement bénéfique, car elle permet à la banque centrale de se concentrer sur ce qu'elle fait de mieux, sans contraintes politiques ou autres, et lui donne la crédibilité nécessaire pour influencer sur les anticipations d'inflation. Cette crédibilité est précieuse en période difficile, dans la mesure où elle rend possible de prendre des dispositions extraordinaires sans dérapage des anticipations. Ainsi, ces dernières sont assez modérées aux États-Unis, malgré les injections massives de liquidités par la Réserve fédérale en 2008–09 et la montée rapide de la dette publique. Jusqu'à présent, les marchés semblent convaincus que la Fed ne laissera pas l'inflation dériver.

Mais l'indépendance est un concept complexe. On a tendance à croire qu'une banque centrale indépendante poursuivant un objectif étroit, mais bien défini, comme la persistance d'une inflation faible et stable, a de meilleures chances d'être efficace, transparente et donc moins exposée aux interventions politiques. Or, même celles à qui on assigne seulement un objectif d'inflation bien défini n'ont qu'une indépendance opérationnelle pour le réaliser. Le gouvernement détermine la nature de l'objectif et assume les conséquences d'un échec. S'il ne le faisait pas, la légitimité publique de l'objectif serait plus limitée.

Cet objectif étroit peut lui-même être difficile à atteindre si la politique budgétaire est laxiste et entraîne d'importants déficits. En outre, quand les banques centrales sont responsables de la stabilité des marchés financiers et de la prévention des bulles de prix d'actifs, elles doivent être dotées de moyens d'action autres que le taux d'intérêt directeur (ou parfois les réserves obligatoires). Toutefois, il y a une contradiction entre la multiplicité des buts poursuivis — même si à chacun correspond un instrument particulier — et l'indépendance opérationnelle nécessaire pour réaliser l'objectif d'inflation. Plus d'objectifs signifie toujours davantage d'interventions politiques et moins de crédibilité pour maintenir une inflation faible.

Ces complications augmentent dans les pays émergents. La banque centrale y est souvent l'une des institutions les mieux gérées et les mieux considérées, ce qui incite à lui donner plus de responsabilités. Mais, ce faisant, on risque de la rendre moins efficace dans le seul domaine où elle a fait ses preuves : la maîtrise de l'inflation.

Paradoxalement, des objectifs en nombre plus limité peuvent aussi menacer l'indépendance de la banque centrale, si on a l'impression qu'elle en ignore d'autres, comme la croissance et l'emploi. Dans certains pays émergents, les banquiers centraux laissent entendre que leur indépendance, déjà réduite, ne tient qu'à un fil et disparaîtrait si, par exemple, ils ne réagissaient pas à l'appréciation rapide du change, préjudiciable aux exportateurs, ou aux bulles d'actifs, qui peuvent faire beaucoup de mal quand elles éclatent.

La réponse classique est que le meilleur moyen pour la banque centrale de contribuer à une croissance forte et à la stabilité financière est d'assurer la stabilité du contexte macroéconomique grâce à celle des prix. Au regard du déroulement de la crise récente, cet argument peut paraître dogmatique et presque indéfendable. Sur ce point, l'écart semble se creuser entre la théorie et la pratique des banques centrales.

De nombreuses formules possibles

Malgré la prédominance du ciblage de l'inflation, les banques centrales conservent des pratiques différentes. Au Canada, en Nouvelle-Zélande et en Thaïlande, par exemple, le ciblage est officiel. La Réserve fédérale américaine a la double mission de soutenir la croissance et de stabiliser les prix, mais on estime généralement que l'objectif d'inflation est prioritaire. À l'opposé, on trouve la banque centrale indienne, que son gouverneur, Duvvuri Subbarao, qualifie explicitement de banque centrale polyvalente; elle a de multiples objectifs, la faiblesse et la stabilité de l'inflation n'étant pas nécessairement prioritaires. Plusieurs banques centrales, dont celle de la Chine, ont une forme d'objectif de change et importent en fait la politique monétaire.

Les modèles théoriques sont de portée bien plus étroite. Ainsi, ceux qui portent sur les systèmes de ciblage de l'inflation s'en tiennent à un ciblage strict ou à un mode souple, dans lequel la banque centrale donne une certaine pondération à l'écart entre production et potentiel, mesure du sous-emploi des capacités. Peu d'études établissent un lien explicite entre stabilité des prix et stabilité financière ou indiquent les modalités d'intégration des prix d'actifs à un cadre monétaire élargi.

Même dans un contexte étroit, la recherche universitaire commence seulement à traiter les problèmes propres aux pays émergents. Ainsi, la question du choix de l'indice des prix est de nature très différente dans les pays à revenu faible et intermédiaire. Les dépenses d'alimentation y représentent près de la moitié du budget des ménages, tandis qu'une grande proportion de la population est rétribuée en liquide et n'est guère en contact avec le système financier (Anand and Prasad, à paraître). Il est inconcevable que la banque centrale cible seulement l'inflation sous-jacente, à l'exclusion des prix instables de l'alimentation et de l'énergie, même si les modèles classiques montrent que c'est le bon objectif. En outre, il reste à résoudre des questions plus larges, comme le taux d'inflation à cibler dans les pays émergents ou l'arbitrage entre une inflation supérieure et un taux de change plus élevé (Blanchard, Dell'Ariccia, and Mauro, 2010).

Dans ces conditions, même si les universitaires (dont moi-même) suggèrent d'adopter des régimes de politique monétaire

plus solides et mieux fondés théoriquement, ils n'en proposent pas qui soient près de résoudre les difficiles problèmes pratiques que rencontrent les banques centrales des pays émergents.

Maintenir la normalité

Les banques centrales se sont montrées capables de réagir efficacement aux crises. L'essentiel est toutefois de savoir quel régime de politique monétaire réduira l'éventualité de nouvelles crises et, sur ce point, la réponse est moins claire. Il est intéressant que presque tous les pays qui ciblaient, explicitement ou implicitement, l'inflation avant la crise aient fait connaître leur intention de continuer, peut-être parce que cela a donné de bons résultats.

Il reste à savoir comment adapter le ciblage de l'inflation au monde d'après la crise. Plus fondamentalement, on doit se demander si c'est même une référence que l'on peut moduler en fonction des particularités nationales.

S'agit-il d'un système qui laisse la banque centrale libre de faire ce qu'elle sait faire efficacement et crée des anticipations réalistes sur ce que peut réaliser la politique monétaire? Ou est-ce un corset la poussant à ignorer les évolutions financières et macroéconomiques qui créent finalement de grands risques?

Si le pragmatisme est une excellente règle opérationnelle dans une situation désespérée, il ne peut assurer la stabilité en période normale. Opérer sans système défini offre la souplesse et l'adaptabilité, mais au prix d'un affaiblissement de l'ancrage des anticipations d'inflation. Cela risque aussi de limiter la capacité de la banque centrale à se doter d'une crédibilité peut-être très utile en phase de tension macroéconomique et financière.

Le ciblage de l'inflation semble être encore le système le plus défendable; lui imputer les échecs réglementaires qui ont failli causer un effondrement financier équivaudrait à jeter la baignoire, le bébé et l'eau du bain. Il ne sera pas facile de trouver un équilibre entre ces conceptions. Les banquiers centraux et les universitaires vont devoir se livrer à une réflexion de fond. ■

Eswar Prasad est titulaire de la chaire Nandlal P. Tolani de politique commerciale à l'université Cornell, occupe la chaire New Century d'économie internationale à la Brookings Institution et est chercheur associé au National Bureau of Economic Research.

Bibliographie :

Anand, Rahul, and Eswar Prasad, à paraître, "Optimal Price Indexes for Targeting Inflation under Incomplete Markets," *National Bureau of Economic Research working paper*.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy," *IMF Staff Position Note 10/03* (Washington: International Monetary Fund).

Blinder, Alan, 2010, "How Central Should the Central Bank Be?" *Journal of Economic Literature*, Vol. 48, No. 1, p. 123-33.

Gill, Hammond, Ravi Kanbur, and Eswar Prasad, eds., 2009, *Monetary Policy Frameworks for Emerging Market Economies* (Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar Press).

Goodfriend, Marvin, 2007, "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 4, p. 47-68.



Nouvelles règles du jeu pour les banques centrales

Les banques centrales doivent tirer les leçons de la crise mondiale et procéder à des réformes concrètes

Duvvuri Subbarao

LES BANQUES centrales sont au cœur de la crise mondiale. On les juge responsables des politiques qui l'ont déclenchée et on les félicite d'y avoir mis fin, ce qui est légitime : elles ont effectivement contribué à la crise et à sa résolution.

Au moment où la crise prend fin et où la reprise s'installe, les banques centrales sont confrontées à maints problèmes; j'en évoquerai cinq.

Politique monétaire et mondialisation

La crise a montré les difficultés de la gestion macroéconomique dans un cadre mondialisé. Bien que les gouvernements et les banques centrales aient agi avec une vigueur inhabituelle, ils n'ont pu maîtriser la situation à cause de l'interdépendance du système financier et des effets, positifs et négatifs, des évolutions externes sur les mesures internes. Plus important encore, ils ont découvert une étonnante corrélation psychologique entre les pays.

Les événements extérieurs agissent sur l'activité interne de façon complexe, incertaine et même capricieuse. Les banques centrales doivent améliorer leur compréhension de ces interactions. Certains des canaux de transmission internationale sont bien connus : les prix mondiaux, notamment les fluctuations des matières premières; la synchronisation des cycles conjoncturels; les flux de capitaux; le parallélisme marqué des prix d'actifs; les taux de change des principales devises; les politiques de taux d'intérêt des grandes banques centrales. D'autres le sont moins. Ainsi, la crise a montré que même les différences de réglementation pouvaient entraîner des arbitrages et réduire l'efficacité des politiques internes.

Considérons la gestion des flux de capitaux. Pendant la crise, les pays émergents ont vu soudain s'interrompre les entrées et les sorties, en raison du désendettement général. La situation s'est maintenant inversée et beaucoup d'entre eux renouent avec des entrées nettes. La gestion de ces flux, surtout s'ils sont instables, met à l'épreuve l'efficacité des banques centrales dans les économies émergentes semi-ouvertes. Un pays dont la banque centrale n'intervient pas subit les effets d'une appréciation du change sans rapport avec les facteurs

fondamentaux. Si elle intervient pour s'y opposer, elle est confrontée à un surcroît de liquidités et à d'éventuelles tensions inflationnistes. Si elle stérilise la liquidité ainsi créée, elle risque de faire monter les taux d'intérêt au détriment de la croissance.

La volatilité des flux de capitaux peut aussi compromettre la stabilité financière. La manière dont les économies émergentes gèrent l'impossible trinité de la liberté des mouvements de capitaux, de la fixité du change et d'une politique monétaire indépendante influe sur les perspectives de croissance ainsi que sur la stabilité des prix et la stabilité financière.

Redéfinir la mission des banques centrales

La crise a suscité un débat vigoureux et de grande portée sur le rôle et les responsabilités des banques centrales en posant trois questions majeures :

Les banques centrales doivent-elles continuer à pratiquer le ciblage de l'inflation? Avant la crise, il y avait un profond accord intellectuel en faveur de cette méthode, qui consiste à axer la politique monétaire sur la réalisation d'un objectif portant habituellement sur les prix à la consommation. Même quand les banques centrales ne visaient pas un taux d'inflation précis, leur politique était imprégnée, voire dominée, par la stabilité des prix. Cette orientation semblait donner de bons résultats. Il y a eu une longue période de stabilité des prix, conjuguée à une croissance régulière et à un chômage faible. Dans le monde d'avant la crise, les banques centrales triomphaient. La fin de la «grande modération» a remis en question le consensus à propos du seul ciblage de l'inflation. Auparavant, l'opinion dominante était que stabilité des prix et stabilité financière se renforçaient mutuellement. La crise a montré qu'il n'en était rien : la stabilité des prix ne garantit pas la stabilité financière. La crise a donné une nouvelle impulsion à l'«hypothèse d'un nouveau contexte» : le pur ciblage de l'inflation serait à déconseiller et il faudrait étendre la mission des banques centrales au-delà de la stabilité des prix; elle devrait englober la réglementation et le contrôle des banques, la stabilité financière et la prévention des bulles de prix d'actifs.

Quel est le rôle des banques centrales dans la prévention des bulles de prix d'actifs? On en vient à penser qu'elle devrait être de leur ressort. Mais on se divise sur la question de savoir si les banques centrales devraient empêcher la formation de bulles au moyen de la politique monétaire ou de la réglementation. Tout le monde convient néanmoins que, pour les enrayer, les banques centrales ont besoin non seulement de capacités analytiques, mais aussi d'apprécier la nature du risque au regard de l'expérience.

Les banques centrales doivent-elles aussi se charger de la réglementation et du contrôle bancaires? Dans de nombreux modèles réglementaires, la banque centrale est purement une autorité monétaire, tandis que la réglementation et le contrôle relèvent d'une autre agence. L'idée se fait jour que la crise a été causée, au moins en partie, par une absence de coordination et de communication entre banques centrales et organes de supervision. Dans l'intérêt de la stabilité financière, la meilleure solution serait de confier la réglementation et le contrôle bancaires aux banques centrales. Toutefois, le débat n'est pas clos. Il n'y a pas de réponse valable en toutes circonstances, comme le montre la diversité des modèles réglementaires. Chaque pays et chaque banque centrale devront trouver une solution conforme à leurs particularités.

Bankes centrales et stabilité financière

On s'accorde à reconnaître que la stabilité financière n'est ni automatique, ni inévitable, mais l'idée de l'inclure spécifiquement dans la mission des banques centrales est loin de faire l'unanimité. Selon certains, le faire explicitement serait superflu, la stabilité financière étant une condition nécessaire, sinon suffisante, pour réaliser les objectifs classiques des banques centrales en matière d'inflation, de production et d'emploi. En revanche, on estime de plus en plus que, sauf à inclure explicitement la stabilité financière dans la mission des banques centrales, elle sera probablement perdue de vue.

Pour ne rien arranger, il s'avère difficile de la définir de façon précise, exhaustive et mesurable. Mais nous savons maintenant que l'instabilité financière a deux attributs :

- une volatilité excessive de macrovariables comme les taux d'intérêt et le change, qui ont une incidence directe sur l'économie réelle;
- une menace d'illiquidité des établissements et des marchés financiers, pouvant aller jusqu'à la crise systémique.

Les banques centrales disposent-elles des instruments nécessaires pour remplir leur mission de stabilité financière? La fonction de prêteur en dernier ressort en fait clairement partie. Pendant la crise, les banques centrales ont ainsi injecté énormément de liquidités pour débloquer le système. Si cela a assuré la liquidité des différents établissements, le marché lui-même est resté illiquide, révélant les limites de cet instrument. Une banque centrale peut apporter des liquidités, mais il lui est difficile de faire en sorte que cet argent bon marché et abondant serve à acquérir des actifs qui perdent rapidement de la valeur. La seule solution pourrait être qu'elle les achète elle-même. La banque centrale devrait donc être non seulement le prêteur en dernier ressort, mais le teneur de marché ultime. Il reste encore à bien définir ces problèmes avant de les résoudre, mais ils doivent l'être sans tarder.

Gérer les coûts et les avantages de la réglementation

Pour sauvegarder la stabilité financière, la banque centrale indienne a recouru à diverses mesures prudentielles, dont la fixation de normes d'exposition ainsi qu'un durcissement préventif de la pondération des risques liés aux actifs et des obligations de provisionnement. Or, ces mesures ont souvent un coût. Ainsi, le resserrement des pondérations est de nature à freiner le flux de crédit à certains secteurs, mais, s'il est excessif, prématuré ou superflu, il peut ralentir la croissance. De même, les normes d'exposition assurent une protection contre le risque de concentration; néanmoins, il est possible qu'elles restreignent le crédit à des secteurs importants pour la croissance. Comme pour les prix, les banques centrales doivent arbitrer entre stabilité et expansion.

Après une crise, et avec l'avantage du recul, toutes les mesures de précaution paraissent prudentes. Cependant, un excès de précaution peut gêner la croissance et l'innovation. Il faut savoir quel prix nous acceptons de payer ou, à l'inverse, à quels avantages nous acceptons de renoncer pour pouvoir faire face à un événement grave imprévu. L'expérience montre qu'équilibrer les avantages et les inconvénients de la réglementation est plus une question de sagacité que de technicité. Les banques centrales, surtout celles de pays en développement comme l'Inde, doivent affiner leurs capacités de jugement dans leur quête de croissance et de stabilité financière.

Autonomie contre responsabilité

Pendant la crise, gouvernements et banques centrales ont coordonné leurs actions pour lancer des mesures budgétaires et monétaires expansionnistes sans précédent. Au moment où les pays envisagent d'y mettre fin, la tension habituelle entre politiques monétaire et budgétaire réapparaît. Un éventuel retour à la domination budgétaire pourrait compromettre l'indépendance des banques centrales.

La responsabilité de la stabilité financière doit être partagée entre le gouvernement, la banque centrale et les autres organes de contrôle. Sans être un problème en soi, cela soulève deux difficultés. D'abord, le renflouement des institutions financières est un acte intrinsèquement politique, la participation de la banque centrale à cette décision risquant de compromettre sa crédibilité technocratique. Ensuite, la coordination avec le gouvernement, dans l'intérêt de la stabilité financière, risque de s'étendre à d'autres domaines du ressort de la banque centrale, remettant en cause son indépendance.

Les conséquences de la crise amènent à contester davantage l'indépendance des banques centrales. Celles-ci doivent la défendre, non pas avec des arguments de poids, mais en faisant délibérément plus d'efforts pour être transparentes, réactives et responsables.

La liste des questions abordées ici n'est nullement exhaustive et on n'en a pas présenté toutes les nuances. Mais les banques centrales doivent mieux comprendre comment les traiter et, à partir de là, s'adapter et changer leur mode de fonctionnement. ■

Duvvuri Subbarao est le Gouverneur de la Banque centrale de l'Inde.



Les principes de la réforme

Les nouvelles politiques à l'égard du système financier doivent s'inspirer d'idées anciennes

William Poole

LA CRISE a conduit à reconsidérer les politiques menées à l'égard du secteur financier et la réglementation applicable. Les projets de réformes ne manquent pas, mais peu se sont concrétisés. Partout dans le monde, la forte pression politique qui s'exerce sur les élus laisse prévoir une divergence entre l'avis des professionnels et les conceptions, parfois fausses, des opinions publiques sur la nature des changements nécessaires.

Les questions qui se posent dans les pays en développement peuvent sembler différentes de celles qui concernent les pays avancés, mais elles sont fondamentalement identiques. Les dirigeants des premiers doivent savoir quel type de secteur financier ils souhaitent, pour ne pas prendre aujourd'hui des mesures qui gêneront son avènement. Trop souvent, les mesures considérées comme des expédients font naître des droits acquis sur lesquels il est difficile de revenir. Le problème est particulièrement sérieux lorsqu'il s'agit des contraintes réglementaires, qui déterminent et faussent la structure des services financiers. Les segments protégés luttent pour conserver leurs avantages et les agences spécialisées pour rester influentes. Les exemples de création d'entités publiques sont multiples, mais rares sont les suppressions.

Il faut aussi avoir une vision claire de l'organisation financière du futur; en effet, ce secteur étant par nature concurrentiel dans le monde entier, il est difficile et coûteux d'empêcher les entreprises d'un pays de recourir à des services financiers à l'étranger. Pour permettre le développement de services financiers locaux, on doit donc prendre garde à la concurrence internationale et tenir compte des services les plus perfectionnés. Le problème est le même pour les secteurs financiers et non financiers : un pays cherchant à rejoindre le club des économies avancées doit être ouvert aux pratiques et aux technologies qui augmentent la productivité et le revenu.

La crise financière américaine et européenne montre que le système était déficient et ne peut servir de référence aux pays en développement. Voyons maintenant les principes de base qui, à mon avis, devraient guider les politiques publiques à l'égard des services financiers dans tous les pays. Sachant que l'organisation institutionnelle diffère selon les pays, je me référerai indistinctement aux pouvoirs des banques centrales et à ceux des organes de réglementation.

La stabilité des prix

Le principal objectif d'une banque centrale doit être d'assurer une stabilité raisonnable du niveau général des prix. Celle-ci contribue au développement et permet d'entretenir la confiance nationale et internationale. Les marchés internes, notamment les marchés de capitaux, fonctionnent mieux quand les prix sont stables.

Une banque centrale qui parvient à maintenir la stabilité des prix y gagne en prestige et en assurance. En outre, et c'est un point qui est souvent négligé, en maintenant la stabilité des prix, elle peut mener une politique monétaire anticyclique de nature à stabiliser l'emploi à un haut niveau.

L'importance primordiale du système de paiement

Aucune économie ne peut fonctionner sans un mécanisme fiable permettant d'effectuer et de recevoir des règlements. Il est très dangereux de négliger la fonction monétaire classique des banques. Une banque commerciale est à la fois une entreprise monétaire, qui recueille et transfère des dépôts, et une entreprise de crédit, qui accorde des prêts et les gère. Quand l'activité de crédit des banques risque de mener à l'insolvabilité, leur fonction monétaire est sérieusement compromise.

Il existe deux moyens de parer à ce risque. Le premier, et le plus important, est une *obligation de fonds propres élevés imposée aux banques commerciales* en échange des avantages d'un agrément. La crise financière récente a montré l'inadéquation des normes habituelles de fonds propres. Il faudrait qu'ils constituent au moins 10 % de l'actif, tandis que 10 % du passif devrait être sous forme de dette subordonnée à long terme, convertible en fonds propres à l'échéance.

L'exigence de fonds propres élevés a plusieurs objectifs : maintenir la confiance du marché dans la solvabilité du système, imposer une certaine discipline à l'activité des banques et dégager des moyens solides pour prémunir le contribuable contre le risque de devoir renflouer des banques en faillite.

La deuxième défense contre l'insolvabilité est le *contrôle réglementaire*. L'État offrant en général au système bancaire la garantie des dépôts, une surveillance s'impose pour protéger le fonds d'assurance. L'autorité bancaire doit avoir pour

seule mission de préserver la solidité des banques. Celles-ci ne doivent pas servir à financer le développement sous la direction de l'État. Des banques fortes sont nécessaires au développement, mais leur activité de crédit doit être guidée par des considérations commerciales.

Il est dangereux d'utiliser les banques comme agences de développement. D'abord, on les pousse à accorder des prêts peu sûrs. Ensuite, le crédit bancaire guidé par l'État est débudgétisé. Un gouvernement désireux d'encourager le financement du développement doit le faire dans la transparence, par le canal d'agences spécialisées dont les ressources sont fixées selon la procédure législative usuelle. Les gouvernements peuvent aussi subventionner les entreprises privées de développement. La stabilité des banques étant cruciale, elles ne doivent pas participer au financement du développement.

Le poison de l'endettement excessif

La cause première de la crise financière actuelle est l'endettement excessif, surtout dans le système bancaire. Aux États-Unis, il est intéressant de comparer la crise boursière liée à Internet du début de la décennie à celle des crédits immobiliers amorcée en 2007. Les deux ont été caractérisées par un engouement pour des actifs risqués qui a fait subir de lourdes pertes aux investisseurs; mais seule la déroute des crédits immobiliers a entraîné une crise financière. Les actions étaient surtout logées dans des portefeuilles individuels et des fonds de placement, sans effet de levier. Les crédits immobiliers risqués et les titres émis en contrepartie étaient détenus par des banques commerciales, des banques d'affaires et par certains fonds spéculatifs, tous très endettés.

En dépit des excès, les systèmes fiscaux subventionnent généralement les dettes : les intérêts sont des frais professionnels déductibles, pas les dividendes. C'est absurde : il faudrait supprimer progressivement la déductibilité des intérêts et réduire les taux d'imposition des sociétés et des personnes physiques par mesure de compensation, pour que la réforme ait un effet neutre sur les recettes.

Le degré de discrétion réglementaire

La plupart du temps, les organes de réglementation pensent qu'ils seront d'autant plus efficaces que leurs attributions seront larges. Cette opinion est contestable.

Dans une démocratie, tout responsable est soumis à des contraintes politiques. Ainsi, un gouverneur de banque centrale sait que son pouvoir n'est pas illimité, quelle que soit la latitude que lui donne la loi. Le problème est toujours de savoir ce qui est faisable dans le contexte politique du moment. Tout aussi important, une vision claire de l'organisation financière amène à s'interroger sur les pouvoirs qu'une banque centrale ne devrait pas souhaiter exercer, mais pourrait se sentir obligée d'utiliser s'ils figurent dans la loi.

Une banque centrale doit-elle, par exemple, acquérir des obligations d'entreprises privées et de collectivités locales? Si, comme je le pense, la réponse est négative, elle ne devrait pas être habilitée à le faire. Les prêts à des entités autres que les banques relèvent de la responsabilité du gouvernement élu. Les pouvoirs d'urgence doivent être définis étroitement, et peut-être subordonnés à l'accord officiel du premier ministre ou du

président, pour éviter à coup sûr une affectation inappropriée des ressources de la banque centrale. Le problème n'est pas que la banque centrale fera régulièrement un mauvais usage de ses concours, mais que l'autorité politique se servira à mauvais escient des pouvoirs de la banque centrale. Exiger un assentiment politique donne plus de transparence aux concours de la banque centrale aux non-banques, tout en imputant, comme il convient, à l'autorité politique la responsabilité des prêts aux entreprises privées et aux collectivités locales.

En définitive, la banque centrale crée de la monnaie en prêtant, et un sage exercice de cette faculté est nécessaire pour maintenir le pouvoir d'achat de la monnaie. L'indépendance de la banque centrale à l'égard d'interventions politiques quotidiennes est la meilleure protection contre l'inflation. C'est pourquoi il est essentiel de définir étroitement ses attributions et responsabilités.

Il est bon de réfléchir préalablement à ce que doivent être les attributions des agences publiques. Je crains que préconiser, au nom de la souplesse, des prérogatives vagues et extrêmement larges résulte d'un manque de lucidité. Tout professeur sait à quel point l'expérience de l'enseignement permet de préciser sa pensée. Tout agent de réglementation devrait se poser des questions comme : si x se produit, que devra faire mon agence? De quels pouvoirs a-t-elle besoin? Si y se produit, abusera-t-on de ces pouvoirs par des voies politiques?

Avec le temps, les dirigeants des agences changent. Comment être sûr que leurs remplaçants useront sagement de vastes pouvoirs? Quand on envisage de modifier la loi, il vaut mieux présumer qu'ils n'auront ni la même compétence, ni les mêmes motivations qu'aujourd'hui. La législation applicable doit plutôt les freiner que les habiliter; c'est le seul moyen de donner aux marchés une assurance raisonnable de bonnes politiques.

Des idées anciennes, mais importantes

La crise financière montre que certaines idées anciennes restent valables. Une crise bancaire engendrant une crise économique généralisée, la législation qui régit le secteur financier doit avant tout sauvegarder la stabilité des banques commerciales. Il faut que celles-ci se concentrent sur les prêts assez peu risqués et conservent des fonds propres substantiels. Il faut aussi définir prudemment les attributions des agences de réglementation; des pouvoirs excessifs incitent à des manipulations politiques et entretiennent l'incertitude des marchés à propos de l'action des autorités.

On doit faire beaucoup plus pour modifier les incitations des entreprises financières. Changer la législation fiscale pour moins favoriser l'endettement et pour inciter les banques à avoir plus de capitaux propres donnera davantage de stabilité au système financier. Certes, les économies de marché traversent des crises financières depuis des siècles, mais nous connaissons assez bien leurs causes pour concevoir des politiques qui les rendront moins fréquentes. ■

William Poole, ancien président de la Banque de réserve fédérale de Saint-Louis, est chercheur principal au Cato Institute et chercheur résident à l'université du Delaware.



Dettes et démocratie

Rabah Arezki et Markus Brückner

Lorsque les cours internationaux des produits de base flambent, les démocraties utilisent cette manne pour réduire leur dette extérieure; les autocraties ont plutôt tendance à la dépenser

LES PAYS exportateurs de produits de base sont souvent confrontés à une flambée des cours qui risque de compromettre gravement leur stabilité macroéconomique. Par exemple, l'afflux soudain de recettes d'origine étrangère, consécutif à une envolée des cours, peut faire augmenter le taux de change réel d'un pays (c'est-à-dire le taux de change nominal corrigé de l'inflation) et rendre ainsi ses autres exportations moins compétitives. L'effet de telles variations inattendues des prix sur la compétitivité des exportateurs de produits de base a fait l'objet d'innombrables études.

Ces hausses brutales, qui gonflent les réserves extérieures et les recettes publiques, ont d'autres répercussions, tout aussi significatives bien que moins étudiées, sur les pays concernés. L'usage qui est fait de ces recettes inattendues a un effet direct sur les performances macroéconomiques du pays et peut s'avérer bénéfique ou néfaste.

Lorsque les prix explosent, la hausse soudaine des recettes peut faciliter le remboursement de la dette extérieure. Mais les embellies ont une fin. Les pays seraient bien avisés de se servir des recettes accumulées en période de prospérité pour rembourser leurs emprunts extérieurs, en prévision de périodes moins fastes. À l'inverse, un pays qui n'utiliserait pas ces entrées inattendues de façon

judicieuse — ou s'en servirait même pour accumuler encore plus de dette pendant le boom — risque de connaître des difficultés encore plus graves. En effet, sa dette représenterait une plus grande part de ses ressources financières, qui ne seraient plus aussi élevées après le boom, et n'en serait que plus difficile à rembourser. Cette situation est aggravée si, comme c'est souvent le cas, la dette est libellée en devises. Si le pays n'utilise pas les recettes inattendues pour réduire sa dette extérieure, il peut s'ensuivre un défaut de paiement de la dette extérieure (définie ici de façon générale pour englober une restructuration de la dette, même s'il n'y a pas officiellement défaut de paiement). Certains chercheurs avancent que l'explosion des prix des produits de base pendant les années 70 a engendré un surendettement extérieur dans plusieurs pays exportateurs, tels le Venezuela et le Nigéria, qui a provoqué les crises des années 80 (Deaton, 1996; Krueger, 1987; Sachs, 1989a).

Le point de vue qui prédomine dans les études sur la finance internationale est qu'un niveau élevé d'endettement extérieur sape les performances économiques en agissant en fait comme une taxe sur les projets d'investissement futurs et en rendant le financement plus difficile (Krugman, 1988; Sachs, 1989b). Étant donné les amples fluctua-

tions des prix des produits de base ces dernières années et la crise de la dette de Dubaï en 2009, les décideurs se doivent de mieux comprendre la relation entre la dette extérieure des pays exportateurs de produits de base et l'évolution des cours internationaux de ces produits. Nous avons étudié ce lien pour 93 pays sur la période 1970–2007, et nous en avons conclu qu'il existait une différence significative dans la façon qu'avaient les démocraties et les autocraties de gérer les hausses de prix. Nous avons porté notre attention sur le comportement des autorités en ce qui concerne l'endettement brut. Il importe néanmoins de ne pas oublier que certains pays ont aussi accumulé des actifs financiers, tels que des réserves internationales, qui viennent réduire leur position globale nette vis-à-vis du reste du monde.

Ce qu'apportent les recettes inattendues

Dans les pays démocratiques (encadré 1), où le système oblige, dans une certaine mesure, les dirigeants politiques à rendre des comptes, une flambée des prix des produits de base s'accompagne d'une dette extérieure considérablement plus faible et d'un risque moindre de défaut de paiement. Dans les pays à régime fortement autocratique, où les dirigeants ne sont pas ou peu tenus de rendre des comptes, les recettes inattendues n'ont pas systématiquement servi à réduire la dette extérieure; de plus, le risque de défaut de paiement s'accroît sensiblement dans ces pays quand la manne disparaît.

La raison en est que ces régimes se sont servis de ces fonds surtout pour financer la consommation des administrations publiques, ce qui n'est pas nécessairement une mauvaise chose. Si le surcroît de recettes sert à fournir de façon efficace des biens collectifs, comme l'éducation et les services de santé, la dépense peut être bénéfique.

Pourtant, dans les autocraties, la hausse des dépenses des administrations publiques a le plus souvent été improductive, car elle a profité surtout aux élites puissantes. Étant donné que, dans les pays dont les institutions politiques favorisent ce qu'on appelle les «accapareurs», la politique de dépense publique gaspille les fonds publics au détriment des activités productives (Mehlum, Moene, and Torvik, 2006), le PIB par habitant — mesure habituelle, bien qu'imparfaite, du bien-être social — n'augmente pas pendant les périodes de flambée des prix des produits de base.

En revanche, dans les démocraties, nous n'avons pas constaté d'augmentation sensible de la consommation des administrations publiques, et les recettes inattendues ont entraîné un net accroissement du PIB par habitant.

Nous avons aussi constaté que, dans les démocraties, les périodes de flambée des cours internationaux des matières premières se sont souvent accompagnées d'une amélioration significative de l'état de droit (encadré 2). La hausse des prix d'exportation des produits de base accroît certes la rentabilité des investissements intérieurs, surtout pour ce qui est de l'exploitation des ressources naturelles, mais, si les investisseurs craignent de se faire confisquer une bonne partie de leurs bénéfices par les autorités, il se peut que l'investissement privé n'augmente pas de façon significative. Bon nombre de démocraties ont réagi à ces craintes en donnant aux investisseurs potentiels l'assurance que leurs droits de propriété seraient respectés. Dans beaucoup d'autocraties, au contraire, l'état de droit, qui était déjà fragile, ne s'est pas amélioré — il s'est même

dégradé — pendant les périodes de hausse des recettes consécutives à la flambée des prix des matières premières.

Quels enseignements en tirer?

Une administration plus prudente des recettes inattendues dans les pays démocratiques produit un avantage manifeste : une réduction de la dette extérieure. Et cela implique une fiscalité plus légère pour les projets d'investissement futurs. C'est pourquoi la plupart des citoyens préfèrent des politiques visant à réduire la dette extérieure, surtout s'il existe un risque sérieux que le gouvernement gaspille ces recettes dans des projets peu rentables. Les dirigeants politiques élus démocratiquement, puisqu'ils doivent rendre des comptes, semblent plus disposés que leurs homologues autocrates à promouvoir (ou à accepter) la réduction de la dette extérieure.

L'histoire se répète

À la suite de la déréglementation financière internationale des années 90 qui a suscité des flux de capitaux des pays industrialisés vers les pays en développement, de nombreux pays ont accumulé trop de dettes, ce qui a conduit au surendettement des années 90. Les créanciers multilatéraux et bilatéraux ont accordé un allègement de dette systématique aux pays les plus pauvres. Parmi ceux qui ont profité de cette mesure, on trouve de nombreux pays à

Encadré 1

Démocratie ou autocratie

Nous avons réparti les 93 pays sur lesquels portait notre étude entre démocraties et autocraties, selon les critères énoncés par la base de données Polity IV (Marshall and Jaggers, 2009). Ce classement utilise une échelle de 10 points pour évaluer quatre attributs des systèmes politiques : la concurrence dans la participation politique, la concurrence du recrutement de l'exécutif, l'ouverture du recrutement de l'exécutif et les contraintes imposées au chef de l'exécutif.

À une extrémité de l'échelle, +10, on trouve les démocraties politiques qui font le plus preuve de concurrence et d'ouverture. À l'autre extrémité, -10, on trouve les autocraties qui sont politiquement les moins concurrentielles et les moins ouvertes. Nous avons considéré qu'un pays était autocratique si sa note moyenne au cours de la période 1970–2007 était inférieure à zéro et fortement autocratique si elle était inférieure à -6. La note des pays démocratiques est supérieure à zéro, ceux qui étaient fortement démocratiques recevant une note supérieure à +6. Parmi les 93 pays, 52 étaient autocratiques, dont 13 fortement autocratiques, et 41 étaient démocratiques, dont 14 fortement démocratiques.

Encadré 2

L'état de droit

Le concept d'état de droit repose sur deux notions (International Country Risk Guide, 2009) : la légalité, qui touche à la puissance et à l'impartialité du système juridique, et l'ordre, c'est-à-dire la mesure dans laquelle les lois sont respectées. La note du système juridique d'un pays donné peut être très élevée, mais sa note globale sera basse si le taux de criminalité y est élevé ou si les citoyens bafouent couramment les lois en toute impunité.

faible revenu mais riches en produits de base. Pourtant, lorsque les cours de ces produits ont recommencé à grimper après l'an 2000, quelques-uns de ces pays, surtout en Afrique subsaharienne, ont commencé à emprunter massivement, à la Chine, entre autres. Ces nouveaux emprunts poussent à s'interroger sur la viabilité des finances publiques des pays riches en ressources naturelles et à craindre que ne s'enclenche une nouvelle spirale d'endettement menant à une autre phase de surendettement.

Pour limiter ces risques, les pays riches en ressources naturelles dont la discipline budgétaire a laissé à désirer dans le passé, en particulier les autocraties, devraient envisager d'appliquer des règles budgétaires dès que s'amorce une nouvelle envolée des prix des produits de base, c'est-à-dire se fixer des objectifs chiffrés concernant les agrégats budgétaires, tels que le déficit structurel (la différence entre les dépenses et les recettes publiques, ajustée pour tenir compte de la conjoncture), les dépenses et la dette. En théorie, les règles budgétaires se justifient, car elles ont pour but d'empêcher les pays riches en produits de base de se surendetter. En pratique, elles ne sont pas toujours efficaces. En effet, le recours à des artifices comptables, les pressions politiques et l'abus de biens publics peuvent affaiblir l'engagement du gouvernement à respecter les règles budgétaires. Cela se vérifie tout particulièrement dans le monde arbitraire des autocraties. La mise en œuvre des règles budgétaires se heurte en particulier à la difficulté de concevoir un système adéquat de contre-pouvoirs et une stratégie de communication publique. Il convient donc de poursuivre les recherches et la réflexion sur l'élaboration de la politique économique dans un environnement caractérisé par la fragilité des règles de gouvernance. ■

Rabah Arezki est économiste à l'Institut du FMI et Markus Brückner est doctorant à l'Universitat Pompeu Fabra.

Cet article est inspiré du document de travail du FMI 10/53, intitulé «International Commodity Price Shocks, Democracy, and External Debt».

Bibliographie :

Deaton, Angus, and Ron Miller, 1996, "International Commodity Prices, Macroeconomic Performance, and Politics in Sub-Saharan Africa," *Journal of African Economies*, Vol. 5, No. 3, p. 99–91.

International Country Risk Guide, 2009, PRS Group (Syracuse, New York).

Krueger, Anne O., 1987, "Origins of the Developing Countries' Debt Crisis, 1970 to 1982," *Journal of Development Economics*, Vol. 27, No. 1–2, p. 165–87.


Krugman, Paul, 1988, "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang," *Journal of Development Economics*, Vol. 29, No. 3, p. 253–68.

Marshall, Monty G., and Keith Jagers, 2009, *Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2007—Dataset Users' Manual (Arlington, Virginia: Polity IV Project)*.

Mehlum, Halvor, Karl Moene, and Ragnar Torvik, 2006, "Institutions and the Resource Curse," *Economic Journal*, Vol. 1, No. 508, p. 1–20.

Sachs, Jeffrey D., 1989a, "Introduction to 'Developing Country Debt and Economic Performance,'" in *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 1: The International Financial System (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)*, p. 1–36.

———, 1989b, "The Debt Overhang of Developing Countries," in *Debt Stabilization and Development: Essays in Memory of Carlos Diaz-Alejandro*, ed. by Guillermo Calvo and others (Cambridge, Massachusetts, and Oxford: Blackwell), p. 80–102.



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF or other public or private sector institution

The 2011–2012 program begins in July of 2011. Applications are due by January 1, 2011.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu



Bombes municipales

Randall Dodd

EN DEHORS de quelques toponymes communs et du film *Paris, Texas* qui célèbre l'un d'entre eux, il semble y avoir peu de rapports entre villes européennes et villes américaines. Mais la finance moderne a quelque peu changé la donne. Des deux côtés de l'Atlantique, des collectivités locales se sont lancées dans des opérations sur dérivés complexes et ont subi de lourdes pertes financières.

Ces initiatives ont mal tourné notamment en raison de la crise économique mondiale, qui a montré que nombre de transactions supposées fiables étaient plus risquées que ne l'avaient cru les municipalités concernées. Celles-ci, relativement inexpertes, ont utilisé des dérivés (voir encadré) dans le cadre d'opérations de gré à gré plutôt qu'en passant par des marchés organisés ou une chambre de compensation centrale.

En France, l'encours notionnel des produits dérivés atteint 11 milliards d'euros et un millier de villes sont concernées (le montant notionnel est équivalent à la valeur nominale de l'obligation). En Italie, 467 municipalités totalisent un encours de 2,5 milliards d'euros. Il n'existe pas de données détaillées pour l'Allemagne, mais au moins 50 villes ont conclu des opérations sur dérivés avec la seule Deutsche Bank. Aux États-Unis, où 40 États ont voté des lois autorisant les municipalités à utiliser ces produits, le montant notionnel total des transactions est compris, selon les estimations, entre 250 et 500 milliards de dollars. Comme en Europe, les désastres financiers provoqués par cette activité ont été révélés à la faveur d'actions en justice. Aux États-Unis, des villes et des comtés de l'Alabama, de Californie, de l'Ohio et de Pennsylvanie ont essuyé d'importantes pertes financières et, comme beau-

coup de leurs homologues européens, ils n'ont pas ébruité leur mauvaise fortune, sans doute pour éviter diverses questions embarrassantes et conséquences politiques. Cela explique l'absence de chiffres précis, malgré l'ampleur des pertes subies sur les deux continents.

Certaines municipalités se trouvent en difficulté pour avoir tenté de s'endetter à moindres frais afin d'assumer les responsabilités qui incombent d'ordinaire aux collectivités locales (amélioration d'établissements scolaires, stations d'épuration, etc.). D'autres ont eu recours aux dérivés pour dissimuler leur dette ou leur déficit budgétaire. Mises en position délicate, elles se sont exposées à de plus grands dangers encore, en optant pour des dérivés toujours plus complexes et exotiques, et plus risqués, afin d'éponger leurs pertes.

Des arbitrages typiques

La plupart du temps, les collectivités ont choisi des transactions assez courantes (contrats d'échange), leur but étant de pouvoir emprunter à moindre coût. Généralement, l'opération consiste à échanger un flux de revenu fixe contre un flux variable. Pour les municipalités, les ennuis ont commencé lorsqu'elles ont au contraire émis des obligations à taux variable, puis ont

De part et d'autre de l'Atlantique, les collectivités locales séduites par les produits dérivés se retrouvent dans la tourmente financière

Qu'est-ce qu'un produit dérivé?

Un produit dérivé est un contrat financier dont la valeur dépend ou est dérivée (d'où le nom) d'un élément de référence sous-jacent, qui peut être une action, une obligation, une monnaie ou un taux d'intérêt. Les plus courants sont les contrats à terme, les options et les contrats d'échange (swaps). Certains dérivés se négocient sur des marchés, d'autres de gré à gré. Ils sont souvent utilisés comme protection contre des risques.

conclu des contrats d'échange de taux d'intérêt (avec des courtiers qui étaient habituellement des banques commerciales ou des banques d'affaires) pour convertir leur taux variable en taux fixe et obtenir ainsi une « dette synthétique à taux fixe ». Le taux fixe était censé être plus bas que le taux qu'elles auraient payé sur des obligations classiques à taux fixe. Même si l'intention initiale était de convertir un taux variable en taux fixe, le résultat a été atteint en ramenant à une base nette deux paiements variables : le taux flottant payé par la municipalité sur les obligations et le taux flottant reçu lors de l'échange. L'écart escompté entre les deux taux variables devait permettre à la municipalité d'abaisser le coût de sa dette de 0,5 à 1,5 point de pourcentage.

Cette stratégie classique est utilisée depuis longtemps par les sociétés non financières. Elle a posé des problèmes aux municipalités quand le taux flottant de leurs obligations s'est désynchronisé du taux de référence qui déterminait les paiements reçus des courtiers. En temps normal, ces deux types de taux évoluent de manière très similaire; en revanche, ils divergent fortement en période de crise, réagissant différemment aux pressions du marché. Lorsque les taux d'intérêt ont cessé d'évoluer en parallèle, la compensation des deux taux variables n'a plus abouti au but initial de taux fixe, et les paiements d'intérêts des municipalités ont cessé de baisser. Ce scénario défavorable est la concrétisation de ce qu'on appelle un « risque de base ». Les économies réalisées jusque-là se sont ainsi souvent transformées en pertes.

Entre 2002 et fin 2007, il y avait un écart assez fiable (marge ou base) entre le taux interbancaire offert à Londres (LIBOR), une référence courante pour les émissions obligataires municipales, et l'indice de l'Association des marchés financiers et de l'industrie des valeurs mobilières (SIFMA), souvent utilisé pour déterminer le taux des swaps municipaux. Mais cet écart est devenu anormalement volatil entre 2008 et mars 2009 (voir graphique),

et les collectivités se sont retrouvées avec des taux à payer plus élevés que prévu, souvent dans de très fortes proportions.

La situation a été pire encore pour les municipalités lorsque le taux variable de leurs obligations longues n'était pas lié à un taux de référence, mais directement déterminé par le marché lors d'enchères hebdomadaires ou mensuelles. Outre le problème d'asymétrie entre les taux de financement individuel sur les marchés et les taux d'intérêt de référence, les enchères ont souvent échoué en raison de la crise économique : les titres ne trouvaient pas preneurs, pas même du côté des sociétés de courtage chargées de leur placement. En effet, ces opérateurs faisaient eux-mêmes face à une pénurie de capitaux et à des difficultés de financement. Les taux d'intérêt des obligations grimpaient alors en flèche du fait des clauses contractuelles prévoyant des taux de pénalité en cas d'échec des enchères.

En résumé, cette stratégie couramment utilisée pour réduire les coûts d'emprunt n'intégrait pas suffisamment le risque de base, c'est-à-dire le risque que l'écart se creuse. Ces transactions municipales ont fait suite à une période de faible volatilité des écarts de taux d'intérêt qui semblait exclure quasiment tout problème, mais il est clair désormais que le passé n'augurait pas vraiment de l'avenir et que les économies escomptées étaient insuffisantes dès lors que l'on prenait la mesure exacte des risques.

De l'argent tout de suite

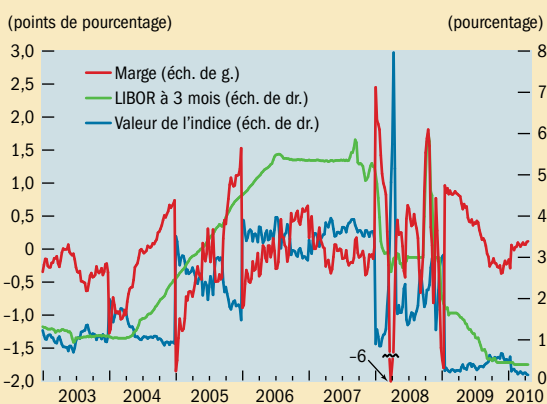
Les municipalités ont aussi misé sur des échanges de taux d'intérêt qui leur assuraient des paiements immédiats pouvant servir à réduire leur dette ou à financer des dépenses courantes. En contrepartie, elles versaient plus que ce qu'elles auraient normalement dû payer sur la durée du contrat d'échange. Les contrats d'échange de taux d'intérêt se négocient généralement au pair, ce qui signifie que le juste prix de chaque côté (ou « jambe » dans le jargon des swaps) est identique au début de la transaction. Toutefois, si une municipalité convient de payer une jambe fixe supérieure au taux du marché, le courtier lui règle la valeur de ces futurs paiements plus élevés dès le début de la transaction. Comme les municipalités ont une comptabilité de caisse, et non d'exercice, la transaction n'est habituellement pas comptabilisée comme une dette publique même si, dans les faits, la municipalité a bien emprunté. Ceci a pour effet de fausser la situation budgétaire déclarée des municipalités.

Montages exotiques

Le troisième cas de figure, celui dont les conséquences ont parfois été les plus préjudiciables, concernait des dérivés plus complexes ou exotiques. Cherchant à éponger leurs pertes en se tournant vers d'autres opérations sur dérivés, ou tentant simplement d'améliorer le rendement de leurs liquidités dans une période de taux bas, certaines municipalités se sont lancées dans les swaps de courbe de taux (*constant maturity swaps*), les options d'échange (*swaptions*) et autres options à barrière complexes (*snowballs*). Ces contrats d'échange étant plus complexes et moins transparents, ils étaient plus difficiles à valoriser et leurs risques moins évidents à calculer. Qui plus est, leur principal but n'était généralement pas la protection contre des risques, mais la maximisation des gains en prenant davantage de risques. L'une des grandes questions est de savoir si les prix de ces contrats étaient justes.

Quand les taux divergent

L'écart, ou la marge, entre le LIBOR et l'indice SIFMA n'a guère varié entre 2006 et 2008. Il est ensuite devenu volatil, entraînant avec lui les taux des titres municipaux qui s'y référaient. Ces fluctuations ont coûté cher aux collectivités locales.



Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis et Association des marchés financiers et de l'industrie des valeurs mobilières (SIFMA).
Le LIBOR (taux interbancaire offert à Londres) est le taux que les banques se facturent mutuellement pour des emprunts à court terme. C'est le taux de référence habituel pour les emprunts à taux variable, notamment pour les obligations municipales.
L'indice SIFMA (Association des marchés financiers et de l'industrie des valeurs mobilières) est souvent utilisé comme référence pour les taux variables dus aux municipalités par les courtiers dans le cadre de contrats d'échange de taux d'intérêt.

Un swap de courbe de taux est un contrat d'échange de taux d'intérêt dans lequel les paiements d'une des deux parties se réfèrent à un taux court de référence, par exemple au LIBOR à 3 mois, auquel s'ajoute une marge, tandis que l'autre partie paie, disons, le taux du swap sur 10 ans à chaque date d'échéance jusqu'à l'extinction du swap. Il s'agit essentiellement d'un pari sur la pente de la courbe de rendement, qui représente la relation entre le revenu d'un placement et sa durée. En temps normal, plus la durée est courte, plus le rendement est faible, et la courbe est ascendante (en raison d'une combinaison de facteurs de risque augmentant avec le temps). L'argument clé qui plaquait en faveur de ces transactions était le suivant : quand le taux de référence était haut, le paiement net entre les deux parties devait être quasiment nul. Si la banque centrale abaissait les taux courts, la pente de la courbe devait s'accroître, car les taux longs ne diminuaient pas d'autant. Le contrat d'échange devait donc générer un flux de trésorerie pour la municipalité. Cependant, durant la crise, les taux longs comme les taux courts ont chuté, et la pente de la courbe des rendements s'est aplatie. Rien qu'en Pennsylvanie, 27 districts scolaires auraient perdu de l'argent avec ce type de contrat depuis 2006.

Une variante particulièrement complexe du swap de courbe de taux est un dérivé exotique appelé option à barrière complexe (ou option *snowball*). Ces produits ont fait perdre des sommes substantielles à des villes comme Saint-Étienne, en France, ou Pforzheim, en Allemagne (Saint-Étienne a également subi des pertes considérables sur des swaps livre sterling/franc suisse). Comme pour les swaps de courbe de taux, la valeur de ces options *snowball* était directement liée à l'écart entre taux courts et taux longs. Toutefois, l'une des conditions contractuelles était que le paiement de chaque période devait être supérieur au paiement de la période précédente. Une variation défavorable des taux d'intérêt, même momentanée, pouvait donc engendrer une hausse permanente des versements jusqu'à l'extinction des contrats, dont certains couraient pour plusieurs dizaines d'années. C'était une excellente affaire pour l'une des deux parties seulement, et les municipalités n'étaient pas souvent du bon côté de la transaction.

Illustration du triple piège des dérivés

Aux États-Unis, le comté de Jefferson, dans l'Alabama, est tombé dans les trois pièges, c'est-à-dire qu'il a tenté de diminuer ses frais financiers, d'encaisser immédiatement des paiements et de majorer ses gains. Ce comté, peuplé de moins de 700.000 habitants, a négocié 17 contrats d'échange représentant une valeur notionnelle totale de 5,8 milliards de dollars, avec des échéances pouvant aller jusqu'à 39 ans. Il a non seulement perdu 277 millions de dollars sur dérivés, mais il semble en outre qu'il ait versé une centaine de millions de dollars de commissions au passage.

L'un des contrats choisis par le comté de Jefferson montre bien comment la complexité des instruments est une source d'asymétrie de l'information relative au prix (l'une des deux parties étant mieux informée que l'autre sur la transaction), ce qui se traduit par une tarification inéquitable. Pour le comté, le swap en question devait produire un paiement initial de 25 millions de dollars et des gains additionnels ultérieurs. Le comté a pris des risques supplémentaires pour accroître ses revenus. Basés sur un capital d'une valeur notionnelle de 1,88 milliard de dollars, les paiements nets correspondaient à la différence entre le paiement du LIBOR à

1 mois multiplié par 0,67 % et l'encaissement du LIBOR à 1 mois multiplié par 0,56 % plus 0,49 % du principal. Ce qui équivalait pour le comté à payer le LIBOR multiplié par 0,11 % (0,67 % moins 0,56 %) et à encaisser un taux fixe de 0,49 %.

Le fait que les termes de l'accord soient exprimés en pourcentages de taux d'intérêt rend la transaction plus difficile à comprendre. Prenons l'opération de rétro-ingénierie financière suivante, postulant une durée de 10 ans parce que les données précises sur les échéances ne sont pas publiques : les modalités sont identiques (et la transaction plus compréhensible) si les taux d'intérêt sont multipliés par 10 et le principal réduit d'autant. Les modalités de paiement peuvent être exprimées comme suit : le comté paie la différence de 1,1 fois le LIBOR multiplié par 188 millions de dollars (principal notionnel) moins 4,9 %. En juin 2004, date de démarrage du contrat, avec un taux fixe à 10 ans standard, le comté aurait payé le LIBOR et reçu 5,23 % du capital. Avec le taux d'échange alors en vigueur, le paiement par le comté de 1,1 fois le LIBOR aurait été échangé contre 5,75 %, soit 0,85 point de plus que les 4,9 % reçus.

Le courtier émetteur, en revanche, a bénéficié de ces paiements plus élevés. Après paiement de 4,9 % au comté, il se retrouvait avec un rendement quasiment sans risque de 0,85 % sur un principal de 188 millions de dollars. Son rendement se serait établi à 125 millions de dollars en juin 2004, ce qui lui permettait de verser 25 millions de dollars d'avance au comté de Jefferson tout en empochant un bénéfice de 100 millions de dollars. Pour le courtier, le seul inconvénient était le risque de défaillance du comté de Jefferson ou de la contrepartie de l'autre swap. Le comté, en revanche, a endossé un risque de taux considérable pour un rendement inférieur au marché.

Cette transaction montre comment des instruments complexes et peu transparents échangés de gré à gré ont été utilisés pour conclure des opérations sur dérivés avec des collectivités publiques peu familières du domaine. Elle permet également de voir que la formulation des contrats peut rendre indéchiffrable l'opération économique sous-jacente.

Les pertes enregistrées ont posé de sérieux problèmes aux collectivités locales concernées. Des villes comme Saint-Étienne et Pforzheim et le comté de Jefferson ont dû largement tailler dans leurs dépenses (réduction des services existants, ajournement ou diminution des investissements dans les infrastructures publiques, etc.), ce qui a freiné l'activité économique réelle.

Les municipalités devraient avoir l'obligation de consulter des tiers vraiment indépendants, capables d'analyser les risques et d'indiquer des prix équitables. Cela les aiderait à ne pas s'engager dans des transactions qu'elles ne comprennent pas. En outre, ces conseillers indépendants devraient percevoir une rémunération forfaitaire, et non un pourcentage du montant des transactions. Les courtiers en produits dérivés devraient avoir la responsabilité de fiduciaire, être tenus d'établir le caractère approprié des transactions envisagées avec les municipalités et en garantir la transparence. Enfin, les règles comptables des collectivités locales devraient être réexaminées pour tenir compte du rôle des dérivés dans la finance municipale. ■

Randall Dodd a été expert principal des systèmes financiers au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Réduire la dette publique



Chantier à Beyrouth.

Nombreux sont les pays qui, dans le passé, ont réussi à réduire considérablement leur taux d'endettement, souvent grâce à une conjoncture macroéconomique favorable; cela risque de ne plus être aussi facile

Harald Finger et Azim Sadikov

LA RÉCESSION mondiale de l'an dernier a certes fait place à la reprise, mais elle laissera des traces dans au moins un domaine. Nombre de pays ont vu leur taux d'endettement croître rapidement par rapport au PIB depuis le début de la crise. Cela devrait continuer dans les années à venir, car il faudra du temps pour réduire les déficits budgétaires actuels. Quand la reprise se sera installée et qu'elle ne sera plus soutenue à bout de bras par de vastes plans de relance, il faudra bien réduire la dette publique. L'histoire a montré que c'était faisable, mais cela deviendra sans doute de plus en plus compliqué.

Une histoire orientale

Le Liban offre l'exemple d'un pays qui a su réduire sensiblement le ratio dette publique/PIB. Après des années de déficit budgétaire dans les années 90 et plusieurs chocs au début des années 2000, la dette publique s'établissait en 2006 à 180 % du PIB, l'un des taux d'endettement les plus élevés au monde. Les autorités libanaises ont pourtant réussi à abaisser ce taux d'environ 30 points dans les trois années suivantes, ce qui constitue une amélioration rapide et considérable à laquelle on ne s'attendait pas en 2006.

Comment ont-elles fait? Tout commence avec une forte reprise économique. En 2006, l'économie libanaise avait été mise à mal par le conflit armé opposant le pays à Israël, puis par la paralysie politique qui grippa le parlement pendant plus d'un an (les tensions politiques ont même débouché sur des combats de

route au printemps 2008). Grâce à un découplage impressionnant par rapport à un environnement politique tendu, l'économie a entamé son redressement dès 2007. La confiance et, donc, l'activité économique sont revenues, aidées par un programme ambitieux de réformes budgétaires et un (certain) soutien financier de bailleurs de fonds régionaux et occidentaux.

Un accord de réconciliation politique, signé entre les factions rivales en 2008 à Doha, a permis une forte reprise du tourisme et du BTP. Les liquidités ont alors afflué vers le système bancaire (ce qui témoigne du retour de la confiance) et la tendance s'est même renforcée pendant la crise financière mondiale. Le PIB réel a crû de 8½ % par an en moyenne entre 2007 et 2009. Bien que le Liban n'ait pas complètement mis en œuvre son ambitieux programme budgétaire, la croissance soutenue, la discipline budgétaire et une certaine aide des bailleurs de fonds ont permis de dégager sur la même période des excédents budgétaires primaires (c'est-à-dire hors paiements d'intérêts) de 1½ à 3 % du PIB, et ainsi de réduire considérablement le taux d'endettement, encore que, à environ 150 % du PIB, la dette publique reste élevée.

De nombreux précédents

Le Liban n'est pas le seul dans ce cas. Aussi surprenant que cela puisse paraître, de nombreux pays ont réussi à abaisser considérablement leur taux d'endettement. Depuis 1980, on a vu à 84 reprises le taux d'endettement de pays avancés ou à revenu

intermédiaire baisser d'au moins 20 points en deux ans ou plus. La réduction médiane de la dette s'établit à 34 % du PIB en cinq ans et demi, l'excédent budgétaire primaire moyen représentant 2¾ % du PIB. La réduction totale de la dette et les soldes budgétaires primaires moyens sont très variés (graphique 1).

Les réductions les plus importantes de la dette se répartissent en trois grands groupes :

- les pays exportateurs de pétrole, qui ont profité d'une évolution favorable des cours ou d'une augmentation des capacités d'extraction;
- les pays dont la dette a été restructurée avec l'aide de leurs créanciers et qui ont souvent profité d'une reprise économique rapide après une crise;
- d'autres pays dont la dette a été réduite par l'effet combiné de mesures d'ajustement budgétaire nationales et d'une dynamique «automatique» de la dette favorable, à savoir, en général, une croissance économique soutenue, conjuguée à des taux d'intérêt relativement bas et, pour ceux dont la dette est libellée en devises, à une appréciation réelle de la monnaie.

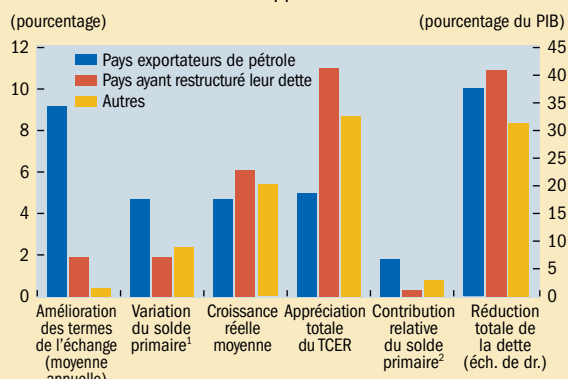
Les exportateurs de pétrole font le plein

Il n'est guère surprenant de voir qu'en période de réduction de la dette, les pays exportateurs de pétrole ont vu leurs soldes budgétaires primaires augmenter plus que les autres pays puisqu'un cours du pétrole élevé et/ou une augmentation des volumes produits faisaient croître les recettes budgétaires (graphique 2). Pour les pays exportateurs de pétrole, les termes de l'échange moyens

Graphique 2

Différentes perspectives

Les pays exportateurs de pétrole ont profité d'une amélioration des termes de l'échange, et ceux qui ont restructuré leur dette, de la croissance du PIB et d'une appréciation réelle de leur monnaie.



Sources : FMI, *International Financial Statistics* et *Perspectives de l'économie mondiale*; estimations des services du FMI; Joint External Debt Hub database; Banque mondiale, *Rapport sur le développement dans le monde*.

Note : TCER = taux de change effectif réel.

¹Sur les trois années précédentes; en points de PIB.

²Rapport entre l'effet du solde primaire et l'effet de la dynamique automatique de la dette sur la réduction totale de la dette.

se sont améliorés beaucoup plus que pour les autres pays. À l'inverse, les pays exportateurs de pétrole ont moins consolidé leurs dépenses primaires puisque la manne pétrolière rendait moins urgente la réduction des dépenses. Ceci dit, ce sont les seuls pays à avoir vu leur endettement baisser davantage du fait de l'excédent primaire que de la dynamique propre de la dette liée à l'évolution de la croissance, des taux d'intérêt et des taux de change.

Revitalisés par la restructuration de la dette

À l'inverse, l'excédent primaire a moins contribué à la réduction de la dette pour les pays qui ont restructuré leur dette avec leurs créanciers privés ou avec le Club de Paris que pour les deux autres groupes. Certes, pendant la première année, l'ajustement budgétaire primaire a été en moyenne légèrement plus élevé dans les pays de ce groupe que dans les autres (hormis les pays exportateurs de pétrole). Mais cela n'est pas vrai pour toute la période de réduction de la dette. Malgré un resserrement du solde budgétaire primaire d'environ 2 % du PIB sur toute la période, les soldes primaires ne représentaient, en moyenne, que 0,7 % du PIB des pays ayant restructuré leur dette, soit bien moins que dans les pays exportateurs de pétrole (6,4 %) et dans les autres pays (2,8 %).

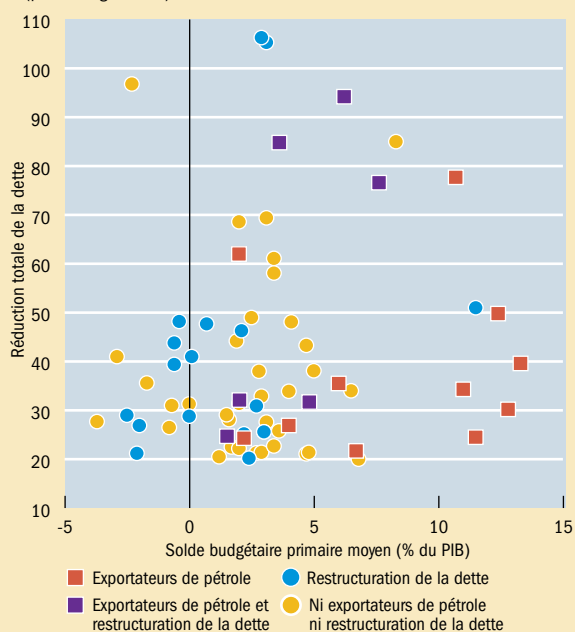
Cela peut paraître surprenant dans la mesure où l'on pourrait s'attendre à ce que les créanciers exigent des excédents budgétaires primaires plus élevés en contrepartie d'un réaménagement de la dette. Mais la dynamique positive de la dette enclenchée par des conditions de remboursement plus favorables ainsi que, bien souvent, une reprise économique rapide et une appréciation réelle de la monnaie réduisaient d'autant le besoin d'ajustement budgétaire primaire. De fait, et alors qu'ils avaient les excédents budgétaires les plus faibles, les pays ayant restructuré leur dette l'ont en moyenne réduit davantage que les autres pays (41 % du PIB, contre 38 % chez les pays exportateurs de pétrole et 31 % chez les autres pays). En plus de l'effet direct des conditions de

Graphique 1

En ordre dispersé

Les situations nationales sont très variées en ce qui concerne la réduction de la dette et l'ajustement budgétaire.

(pourcentage du PIB)



Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; estimations des services du FMI.

restructuration sur la dette, ces pays ont également profité d'une forte croissance de leur PIB (6 %) et d'une appréciation réelle importante de la monnaie (11 % sur la période).

Il pourrait donc être tentant de régler le problème de la dette par sa restructuration, mais les interdépendances financières croissantes rendent cette méthode de plus en plus coûteuse tant pour les pays restructurant leur dette que pour la communauté internationale.

Sortir de la dette par la croissance

Les 43 pays qui ne sont pas exportateurs de pétrole et n'ont pas bénéficié d'une restructuration de leur dette, situés principalement au Moyen-Orient et en Asie centrale (graphique 3), ont en général compté bien plus sur la dynamique automatique de la dette que sur les excédents primaires pour réduire leur taux d'endettement. L'ampleur de la réduction varie grandement, mais, pour la plupart, ces pays ont obtenu des excédents budgétaires primaires de 2 à 5 % du PIB. Dans l'ensemble, les pays à revenu intermédiaire ont pris à la fois des mesures sur les recettes et sur les dépenses pour obtenir de tels ajustements budgétaires primaires, alors que les économies avancées ont plutôt pris des mesures de réduction des dépenses, sans doute parce que leur ratios de recettes fiscales étaient déjà assez hauts avant les exercices de réduction de la dette.

Pour la plupart, les pays de la zone Moyen-Orient et Asie centrale ont en fait laissé filer les déficits primaires pendant la phase de réduction de la dette (en moyenne à hauteur de 2 % du PIB). Ils ont donc compté plus que les autres sur la dynamique favorable de la dette pour réduire leur taux d'endettement (plus le pays se trouve en bas à droite du graphique 3, plus il dépend de

la dynamique automatique de la dette plutôt que du solde primaire). À l'inverse, les pays avancés ont compté davantage sur les excédents primaires.

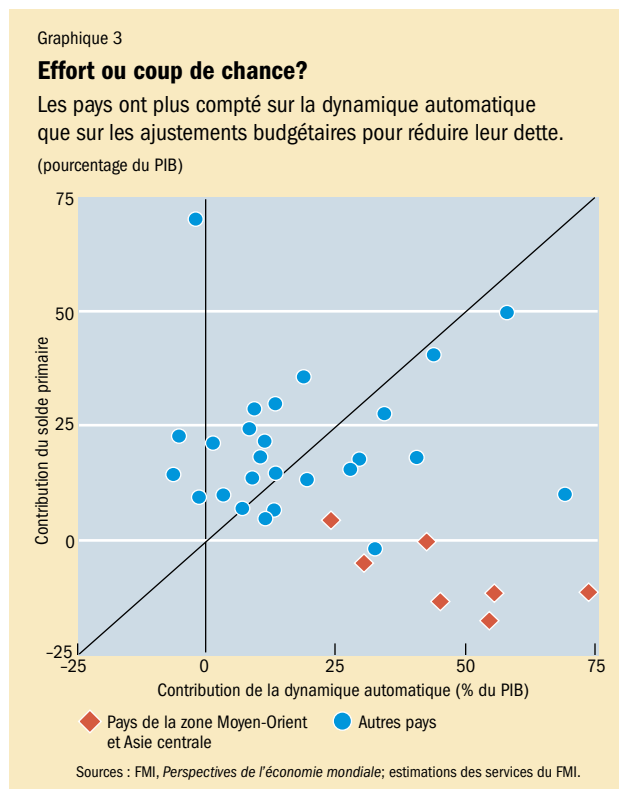
Cette tendance à dépendre plus de la dynamique automatique de la dette que des excédents budgétaires primaires était particulièrement forte là où les niveaux d'endettement de départ étaient les plus élevés. Cela est peut-être dû au fait que ces pays, qui n'avaient pas su s'opposer à l'accumulation de la dette et n'étaient donc pas en mesure de rééquilibrer leurs finances publiques pendant la période de réduction de la dette, ont dû s'en remettre à l'amélioration de la conjoncture macroéconomique. À l'inverse, là où la réduction de la dette s'est faite plutôt grâce aux excédents primaires, elle semble avoir pu durer plus longtemps. Ces circonstances semblent avoir été plus fréquentes parmi les pays avancés que parmi les pays à revenu intermédiaire.

Certains pays pourraient être tentés de se débarrasser de la dette par l'inflation. En théorie, si un pays arrive à créer de l'inflation sans que cela soit intégralement reflété par les taux d'intérêt, il pourrait enclencher une dynamique positive de la dette sans devoir trop ajuster sa politique budgétaire, mais une inflation élevée peut rapidement le décrédibiliser. De plus, la dette de nombreux pays étant libellée en devises, de telles tentatives de sortie par l'inflation pourraient être annihilées par la dépréciation de la monnaie nationale qui en résulterait. D'ailleurs, peu de pays ont connu une inflation élevée pendant la réduction de leur dette (seuls trois d'entre eux ont eu un taux d'inflation moyen supérieur à 20 %). On pourrait donc s'attendre à ce que les pays dont la proportion de dette libellée en devises est moindre aient davantage recours à l'inflation, mais on ne relève pas de taux d'inflation systématiquement plus élevés dans ces pays.

En résumé, les pays à revenu intermédiaire non exportateurs de pétrole ont en général compté sur la dynamique automatique de la dette enclenchée par une conjoncture macroéconomique favorable plutôt que sur les excédents budgétaires pour réduire sensiblement leur dette. D'importants ajustements du solde budgétaire primaire étaient néanmoins nécessaires pour lancer le processus de réduction de la dette et, lorsque les excédents budgétaires primaires étaient élevés, la période de réduction de la dette a pu durer plus longtemps. Cela montre bien l'importance de l'ajustement budgétaire tant comme facteur influant directement sur la dynamique de la dette que pour faire émerger une conjoncture macroéconomique favorable à la réduction du taux d'endettement. Les économies avancées ont moins profité de la dynamique automatique de la dette, peut-être parce qu'elles sont généralement moins dynamiques, et ont donc dû faire plutôt des efforts budgétaires soutenus pour réduire leur dette.

Il est possible que des ajustements budgétaires de plus grande ampleur soient désormais nécessaires pour réduire la dette étant donné la hausse probable des taux d'intérêt mondiaux et la lenteur prévue de la reprise dans la plupart des pays sortant de la crise économique mondiale. Au Liban, une réduction supplémentaire de la dette exigera de bons excédents budgétaires primaires, accompagnés de réformes structurelles visant à préserver la dynamique de croissance. ■

Harald Finger et Azim Sadikov sont économiste principal et économiste au Département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI.





Réduire le prix exorbitant de l'énergie bon marché

Installations pétrolières de l'île de Kharg en République islamique d'Iran.

Dominique Guillaume et Roman Zytek

DÉPUIS quelques années, à cause de la hausse du cours du pétrole, les gouvernements des pays producteurs doivent faire un choix bien difficile : faut-il dépenser plus en subventions pour permettre à leurs citoyens d'avoir accès à une essence bon marché, ou faut-il diminuer, voire éliminer, les subventions et laisser le marché s'autoréguler ? Certains pays producteurs, comme la République islamique d'Iran, ont déjà adopté des mesures visant à éliminer les subventions dans le pays.

En laissant les prix nationaux de l'énergie monter jusqu'aux prix internationaux, les dirigeants pourraient limiter le gaspillage et augmenter les recettes tirées des exportations lucratives d'hydrocarbures. Ils pourraient alors redistribuer la majorité des recettes correspondant à l'augmentation du prix sous forme d'un dividende pétrolier, ce qui ferait accepter cette augmentation par la population.

Néanmoins, pour réussir, les réformes de ce type doivent s'accompagner de politiques microéconomiques et macroéconomiques, faute de quoi les hausses brutales de prix peuvent facilement conduire à des émeutes (comme cela a déjà été le cas dans de nombreux pays), à une inflation élevée ou à d'autres pertes économiques et coûts sociaux.

Les prix de l'énergie et la consommation

Lorsque les prix mondiaux de l'énergie étaient bas, entre 1940 et 1960 et dans les années 80 et 90, les pays exportateurs trouvaient qu'il était facile de partager la manne pétrolière en offrant l'essence, le diesel ou le gaz à leurs consommateurs nationaux. De plus les ressources énergétiques abondantes et bon marché ont attiré les investissements et permis de créer les emplois si nécessaires. Tant que les prix de vente nationaux couvraient les coûts de production, la question des subventions ne se posait pas.

Les choses ont beaucoup changé depuis dix ans. En ce qui concerne l'offre, les prix bas et l'excédent capacitaire des années 80 et 90 maintenaient les investissements dans l'exploration et l'extraction d'hydrocarbures à des niveaux limités. En ce qui concerne la demande, les prix bas stimulaient la demande mondiale. L'expansion rapide de nombreux pays émergents à forte population, comme la Chine et l'Inde, a continué de pousser la demande à la hausse avec la croissance d'une classe moyenne mondiale gourmande en énergie.

La croissance de la demande étant supérieure à celle de l'offre, le cours du brut est passé de 17 dollars le baril en 1998 à 97 dollars en moyenne en 2008. Le cours élevé du pétrole a fait prendre conscience aux gouvernements des

Il n'est pas simple de supprimer les subventions à l'énergie, mais les pays exportateurs de pétrole qui le feront y gagneront nettement

pays exportateurs que le prix anormalement bas des produits pétroliers sur leur marché intérieur leur faisait perdre plusieurs milliards de dollars de recettes potentielles. Les autorités se sont alors demandé s'il n'y aurait pas mieux à faire que de distribuer gratuitement, ou presque, une ressource qui serait très rentable si elle était vendue sur le marché international.

Au niveau mondial, la hausse du cours du pétrole de 29 dollars le baril en moyenne en 2003 à environ 145 dollars en juillet 2008 a fait passer le coût des subventions aux produits pétroliers de 54 milliards de dollars en 2003 à un record annualisé de 518 milliards à la mi-2008, dont les deux tiers dans les pays exportateurs (graphique 1). Dans le même temps, la demande en produits pétroliers a crû de plus de 10 % dans ces pays, un rythme bien plus élevé qu'en Inde ou en Chine. À l'inverse, aux États-Unis, où les prix reflètent les variations du marché, les prix de l'essence ont presque triplé : le prix moyen du gallon est passé de 1,64 dollars en 2003 à 3,21 dollars en 2008, ce qui a atténué la demande (graphique 2).

Coûteuse énergie bon marché!

L'idée selon laquelle une énergie bon marché n'a que des avantages pour ses utilisateurs est de plus en plus remise en question :

il peut être dangereux de respirer l'air des villes des pays producteurs, et la circulation pare-chocs contre pare-chocs au Caire, à Caracas, Djakarta, Kuala Lumpur, Lagos ou Téhéran coûte cher en temps, en stress et en perte de productivité et de revenus.

Il est tout aussi douteux de dire que l'énergie bon marché soutient le développement économique. Il a été montré que l'intensité énergétique (soit la consommation d'énergie par unité produite) augmente avec les subventions à l'énergie (graphique 3). L'accès à une énergie bon marché n'incite pas à faire d'économies d'énergie et, là où la production est principalement destinée au marché intérieur, retarde la production de biens peu gourmands en énergie, des automobiles par exemple, qui soient commercialisables sur les marchés internationaux. Cette incapacité à participer aux marchés internationaux empêche la spécialisation et ralentit la croissance économique et la création d'emplois. Les tentatives de diversification de l'économie échouent donc, et les pays producteurs de pétrole se retrouvent encore plus soumis aux variations des marchés internationaux de l'énergie.

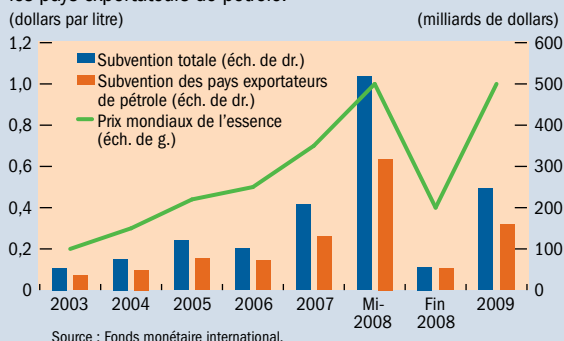
Enfin, l'équité sociale ne justifie pas d'avoir des prix de l'énergie bas. Ils profitent en fait aux plus gros consommateurs d'énergie, qui sont généralement les plus riches et les plus à même de se permettre de grosses voitures et autres équipements gourmands en énergie.

Les dirigeants des pays exportateurs de pétrole commencent à comprendre qu'il leur faut mettre en œuvre des réformes visant à renforcer l'efficacité économique et la compétitivité pour accélérer la croissance dans le secteur non pétrolier et créer des emplois. La communauté internationale soutient aujourd'hui de telles mesures. Au sommet du G-20 de Pittsburgh en 2009, les participants ont annoncé vouloir «rationaliser et abandonner progressivement à moyen terme les subventions inefficaces accordées aux combustibles fossiles qui encouragent la surconsommation» et demandé aux institutions financières internationales de «soutenir les pays dans ce processus». Plusieurs pays exportateurs de pétrole étudient actuellement de près la possibilité d'éliminer les subventions à l'énergie.

Graphique 1

Le plein de subventions

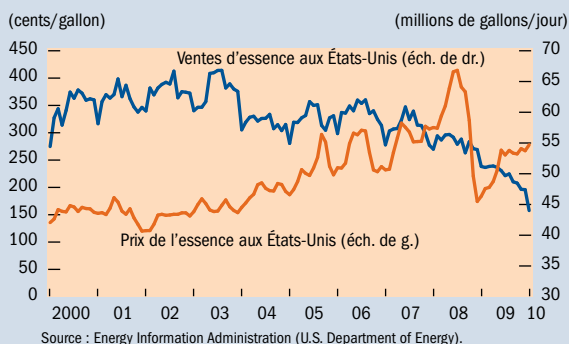
Avec la hausse du prix de l'essence, les subventions énergétiques sont montées en flèche, surtout dans les pays exportateurs de pétrole.



Graphique 2

Hausse des prix, baisse de la consommation

Alors que la consommation d'essence a baissé aux États-Unis, elle continue d'augmenter rapidement dans les pays qui subventionnent l'énergie.

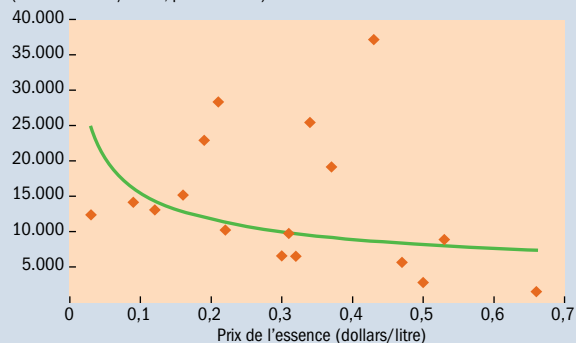


Graphique 3

Consommation d'énergie dans les pays qui la subventionnent

Une énergie bon marché n'incite pas aux économies d'énergie ni à la fabrication de produits peu gourmands en énergie.

(milliers de BTU/dollar, prix de 2000)



Éliminer les subventions nationales à l'énergie est un processus risqué, comme l'ont montré les troubles qui ont eu lieu dans certains pays. Pour la plupart, les gens sont très attachés à ces prix bas de l'énergie même s'ils savent que ce n'est pas le meilleur moyen de profiter de la richesse nationale. Il peut également y avoir une vraie méfiance envers les autorités. L'exemple des pays d'Europe orientale dans les années 90 montre néanmoins qu'une réforme des prix de l'énergie peut réussir si elle est préparée et mise en œuvre en tenant compte de certaines questions microéconomiques et macroéconomiques (Guillaume and Zytek, 2010).

Expliquer la réforme et la mettre en œuvre

Les réformes doivent être soutenues par l'opinion. On peut facilement mettre en œuvre et faire comprendre un programme simple d'attribution d'une allocation à tous les foyers pour compenser l'augmentation de prix. Cela revient en fait à continuer de distribuer la richesse énergétique à tous les citoyens tout en rationalisant la consommation d'énergie. Les gouvernements pourraient également essayer de mettre au point un programme de transferts financiers ciblés. Cependant, privilégier certains groupes de bénéficiaires (les pauvres) à l'exclusion d'autres (la classe moyenne) risque de faire perdre le soutien d'acteurs essentiels de la réforme.

L'ajustement dans le secteur privé est un élément tout aussi important, quoique moins évident, de la réforme des prix de l'énergie. Une forte augmentation des prix de l'énergie dans les pays où les entreprises l'obtiennent à très bas prix depuis des dizaines d'années nécessitera une restructuration en profondeur de l'outil de production. Le passage d'une économie à haute intensité énergétique à une économie à basse intensité énergétique peut prendre du temps et être assez agité. En effet, les entreprises ne peuvent pas abandonner leurs machines et produits du jour au lendemain et les remplacer par des matériels et des technologies modernes et efficaces. Il s'avère néanmoins que c'est dans les pays où la restructuration des entreprises s'est enclenchée vite, de façon crédible et irréversible après la libéralisation des prix de l'énergie, que les plus grands gains d'efficacité énergétique ont été enregistrés. À l'inverse, les pays où il y a eu réticence et retard dans la restructuration ont eu de moins bons résultats économiques, une croissance faible et une inflation forte.

Les entreprises considéreront que l'augmentation des prix de l'énergie est crédible uniquement si les fournisseurs d'énergie peuvent interrompre leurs livraisons aux consommateurs qui accumulent les arriérés. En parallèle, les consommateurs d'énergie doivent pouvoir ajuster leurs offres de produits et leurs prix de façon à couvrir leurs dépenses énergétiques par leurs recettes propres plutôt que par des prêts bancaires ou des subventions publiques. Bien que l'élimination des subventions à l'énergie poussent les coûts et les prix à la hausse, y compris pour de nombreux biens de consommation courante, les autorités doivent éviter de mettre en œuvre un contrôle des prix pour limiter la répercussion de l'augmentation des prix de l'énergie. Une telle politique ne ferait que transférer les pertes des producteurs d'énergie aux consommateurs commerciaux. Des mesures de soutien, sous forme de crédits d'impôt ou d'aides financières bien ciblées pour les entreprises en restructuration, peuvent aider à assurer la rentabilité des entreprises tout en les incitant à faire le choix de technologies efficaces.

Il faut également renforcer le suivi de l'attribution des prêts bancaires pour éviter que les banques ne soient contraintes d'aider les entreprises inefficaces en leur accordant des prêts à des conditions très favorables. Les banques doivent maintenir une certaine distance par rapport aux entreprises et n'entretenir avec elles que des relations de créancier à débiteur pour minimiser le risque de conséquence négative de la réforme sur leurs bilans.

Politiques macroéconomiques

En plus de ces éléments microéconomiques, la réforme des prix de l'énergie doit s'accompagner de politiques macroéconomiques réfléchies et coordonnées. Il faut des politiques budgétaire, monétaire et de change transparentes et coordonnées de façon à limiter tant la volatilité des prix dans la durée que les distorsions de marché qui l'accompagnent.

Plus précisément, les politiques budgétaires doivent donc prévoir de redistribuer aux ménages et aux entreprises une partie des recettes tirées de l'augmentation des prix, mais prévoir également de constituer des réserves pour aider temporairement des institutions importantes du point de vue social, comme les écoles ou le système de santé, ou les groupes les plus vulnérables, comme les personnes licenciées suite à la fermeture de grandes entreprises inefficaces dans des secteurs où les emplois sont rares. En l'absence de telles réserves, les autorités pourraient se laisser aller à réagir à chaud à la pression politique et utiliser un financement quasi budgétaire par les banques ou imposer des mesures administratives, comme des quotas de livraison d'énergie ou des réductions temporaires de prix pour certains utilisateurs, ce qui introduirait des distorsions et compromettrait la réforme.

La politique de change pose des questions d'un autre ordre dans la mesure où de nombreux pays producteurs de pétrole à fortes subventions ont des taux de change fixes ou pilotés au plus juste. Si le taux de change nominal reste inchangé, la compétitivité en souffrira et on verra augmenter la pression politique pour introduire des droits de douane ou autres mesures de protection non tarifaires à effet de distorsion. Cela est particulièrement vrai dans les pays où les prix avant la réforme sont beaucoup plus bas que les prix internationaux. Si on laisse la monnaie se déprécier ou flotter sans adopter aussi des mesures budgétaires ou monétaires, les pressions inflationnistes se feront sentir, la dollarisation se répandra et la confiance dans la monnaie nationale en pâtira.

Une politique monétaire serrée pourra limiter les effets secondaires d'une augmentation des prix sur le niveau global des prix, mais la mise en œuvre d'une telle politique monétaire pendant une réforme de ce type n'est pas aisée, notamment dans les pays où les ajustements de prix nécessaires sont très grands. D'autant que l'objectif d'une telle réforme est bien de modifier la structure même de l'économie. ■

Dominique Guillaume est Chef de division adjoint et Roman Zytek économiste principal au Département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI.

Bibliographie :

- Zytek, Roman, 2008, "Subsidies in the Islamic Republic of Iran," IMF Selected Issues Paper, June.
- D. Guillaume and R. Zytek, 2010, "The Economics of Energy Price Reform in the Islamic Republic of Iran," IMF Selected Issues Paper, January.

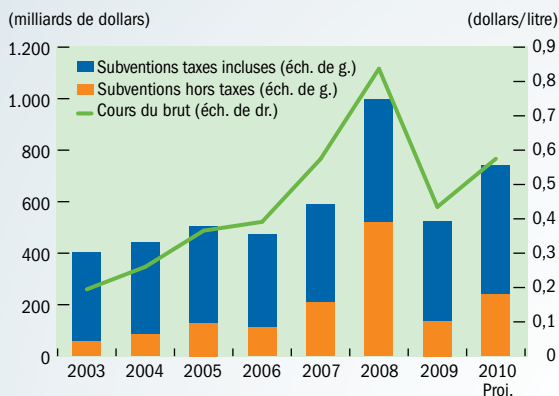
Énergie : les subventions

La baisse des subventions mondiales profiterait énormément à l'environnement et dégagerait l'espace budgétaire dont les pays ont tant besoin

LES SUBVENTIONS mondiales à la consommation de produits pétroliers ont augmenté ces dernières années : de 60 milliards de dollars en 2003, elles sont passées à 520 milliards à la mi-2008, soit un niveau plus de huit fois supérieur. Lorsque les prix de l'énergie se sont envolés pendant cette période, nombre de gouvernements ont préféré relever encore les subventions plutôt que de répercuter intégralement la hausse sur les prix de détail. Bien que les subventions aient nettement diminué au second semestre de 2008 à la suite de la chute des cours du pétrole, elles ont de nouveau augmenté en 2009 lorsque les cours ont rebondi et devraient atteindre près de 250 milliards fin 2010.

Mais le coût économique réel des subventions est encore plus élevé. En principe, les prix des produits pétroliers devraient inclure des taxes destinées à la fois à alimenter les recettes publiques et à compenser les dégâts écologiques aux niveaux national et mondial. Si ces taxes sont trop basses, le résultat est une «subvention fiscale» en faveur du consommateur. Si l'on considère qu'une taxe de 0,30 dollar le litre serait nécessaire pour répondre à ce double impératif, la subvention à la consommation taxes incluses au niveau mondial atteindra, selon les projections, 740 milliards de dollars d'ici fin 2010, ce qui équivaut à 1 % du PIB mondial.

Le rebond des cours mondiaux du pétrole a entraîné une nouvelle hausse des subventions pétrolières.



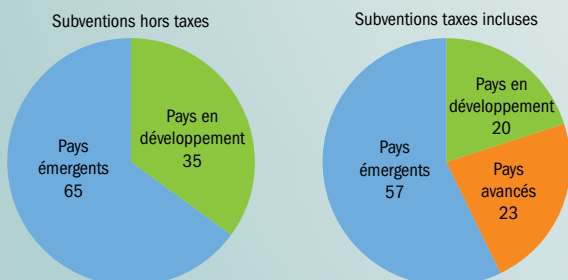
Source : estimations des services du FMI.
 Note : Les estimations des subventions sont basées sur les prix en fin d'année et la consommation annuelle de carburants. Pour 2008 et 2009, les estimations sont basées sur les prix en milieu d'année.

Qui subventionne ?

La totalité des subventions hors taxes concerne les pays émergents et en développement, mais les pays avancés représentent une part importante des subventions taxes incluses. Les 250 milliards de subventions hors taxes que les projections laissent entrevoir pour 2010 se répartissent entre pays émergents et pays en développement à raison de 65 % pour les premiers et de 35 % pour les seconds. Quant aux 740 milliards de subventions taxes incluses prévus pour 2010, la répartition est de 57 % pour les pays émergents, 20 % pour les pays en développement et 23 % pour les pays avancés.

La totalité des subventions hors taxes concerne les pays émergents et en développement, tandis que les pays avancés représentent 23 % des subventions taxes incluses.

(pourcentage des subventions aux produits pétroliers, par groupe de pays, 2010)



Source : estimations des services du FMI.



coûtent cher

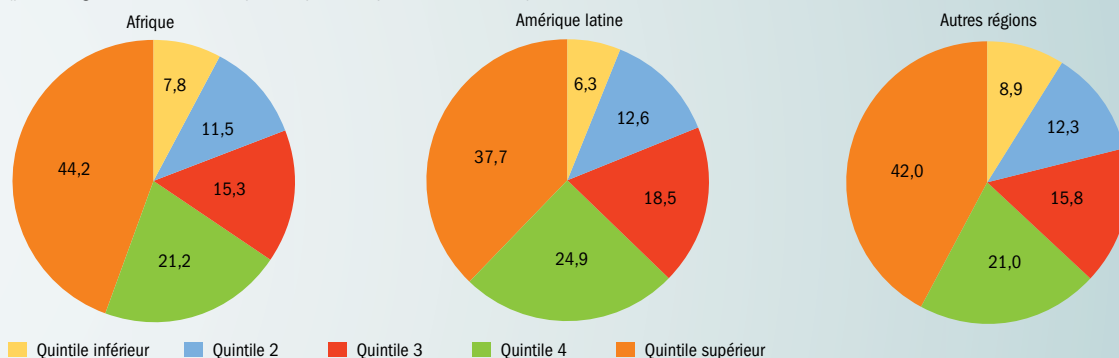
Qui en profite?

On croit souvent que les subventions profitent aux plus pauvres, mais ce sont surtout les ménages les plus aisés qui en bénéficient, car ils utilisent davantage de produits pétroliers. Par exemple, en Afrique, 65 % des subventions énergétiques profitent aux 40 % aisés de la population. Mais les avantages procurés par les subventions varient aussi sensiblement d'un produit à l'autre. Les subventions à l'essence sont les plus régressives : plus de 80 % de l'aide qu'elles apportent bénéficient aux 40 % de la population les plus riches.



Ce sont surtout les ménages les plus riches qui bénéficient des subventions.

(pourcentage des subventions aux produits pétroliers, par tranche de revenu)



Source : estimations des services du FMI fondées sur des moyennes des estimations nationales disponibles, d'après des enquêtes auprès des ménages réalisées dans chaque pays sur plusieurs années.

Il y a moyen de faire mieux

Dans nombre des pays qui ont pris des mesures de relance pour atténuer les effets de la crise économique mondiale, les déficits budgétaires se creusent. Une réduction de moitié des subventions taxes incluses ferait baisser ces déficits de 1 % du PIB en moyenne. En outre, le plafonnement des subventions serait très bénéfique pour l'environnement : la réduction de moitié des subventions pourrait conduire à une diminution de 10 % des émissions de gaz à effet de serre d'ici à 2050.

Cela dit, la suppression des subventions même mal ciblées pourrait gravement léser les ménages pauvres. En revanche, il serait possible de cibler les transferts sur les plus nécessiteux. Par exemple, on pourrait supprimer les subventions à l'essence tout en maintenant les subventions au pétrole lampant, qui absorbe une plus grande part des budgets des ménages pauvres. En outre, les économies réalisées par la réduction des subventions pourraient servir en partie à financer les programmes existants en faveur des pauvres, notamment les repas dans les écoles, la baisse des frais d'éducation et de soins de santé et les transferts en espèces. Enfin, l'amélioration des dispositifs de protection sociale pourrait, à terme, rendre moins utiles les subventions énergétiques.

Les campagnes d'information doivent faire comprendre que les subventions énergétiques sont inefficaces, inéquitables et coûteuses. La transparence des comptes publics pourrait faciliter les réformes en mettant les subventions énergétiques en concurrence avec d'autres priorités. La tarification des produits pétroliers selon les lois du marché reste la meilleure façon de procéder, mais les pays peuvent adopter un mécanisme d'ajustement automatique des prix (en fonction de l'évolution des prix internationaux) tout en mettant en place un système d'offre concurrentiel et des moyens de régulation effectifs. Des mécanismes de tarification bien conçus peuvent éviter que les prix de détail ne fluctuent trop à court terme tout en permettant de prendre en compte l'évolution des prix internationaux à moyen terme et de mieux maîtriser la volatilité budgétaire. ■

Préparé par Benedict Clements, David Coady et John Piotrowski. Texte et graphiques fondés sur Petroleum Product Subsidies : Costly, Inequitable, and Rising, publié en 2010 par le FMI. Ce rapport peut être consulté à www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1005.pdf.

Les fonds souverains et la **nouvelle normalité**



Raffinerie de pétrole à Jubail, en Arabie Saoudite.

Mohamed A. El-Erian

Après la crise financière mondiale, les organismes d'investissement sous contrôle étatique sont bien placés face à des possibilités et des risques inédits

LES FONDS souverains, qui sont fondamentalement des organismes publics de placement à long terme, font partie des investisseurs les mieux à même d'opérer sur les marchés financiers après la crise mondiale. Mais eux aussi vont éprouver des difficultés à passer le cap d'une réorganisation sans doute longue et heurtée de l'économie mondiale.

Le résultat dépendra de l'efficacité avec laquelle ils investiront les richesses nationales au bénéfice des générations actuelles et futures. Il influera sur leur contribution à la stabilisation d'une économie mondiale fluide, dans laquelle les facteurs systémiques de la croissance, de l'emploi et de la création de richesses vont sensiblement et durablement évoluer.

Cet article traite trois grands sujets : les fonds souverains à la veille de la crise financière, leur situation actuelle et les conséquences pour l'avenir.

La crise

Trois faits principaux caractérisaient la situation d'ensemble des fonds souverains avant le paroxysme de la crise récente et les désordres

économiques et sociopolitiques généralisés qui ont suivi.

- Tout en restant des «capitalistes patients» et des investisseurs à long terme, les fonds souverains adoptaient progressivement une démarche audacieuse, caractérisée par une plus grande exposition aux risques de liquidité et de fonds propres.

- Ils étaient visiblement plus conscients de la sensibilité de certains pays industriels à l'acquisition par des étrangers d'actifs physiques nationaux. D'où l'accord collectif sur une série de principes facultatifs (appelés les Principes de Santiago) qui privilégient la transparence et la qualité des structures de gouvernance, des obligations en matière de réglementation et d'information, le caractère commercial des placements et la gestion des risques.

- Ils opéraient dans un contexte interne très porteur, fondé sur une forte croissance, l'accumulation continue d'importantes réserves de change et le crédit facile.

On estimait que tous ces éléments permettaient d'élever progressivement le rendement

corrigé du risque. Ils reflétaient aussi la croyance, alors répandue dans les secteurs privé et public, en une «grande modération» cyclique et séculaire de l'économie et des politiques publiques. L'expression «ni trop chaud, ni trop froid» (allusion au conte de Boucle d'Or) symbolisait cette période.

Comme presque toutes les sphères de la finance et de la politique économique, les fonds souverains ont été pris de court par l'assèchement général de la liquidité et des financements qui a suivi la faillite chaotique de la banque d'affaires de Wall Street Lehman Brothers en septembre 2008. Du jour au lendemain, tandis que de multiples marchés se fermaient, les investisseurs du monde entier étaient touchés par la réévaluation brutale de tous les facteurs de risque, en particulier le risque de liquidité. Dès lors, les marchés ont été frappés, à des degrés divers mais de façon sensible, par le syndrome du «blocage soudain».

Les services financiers se trouvant au cœur de la tempête, les participations directes des fonds souverains dans des sociétés financières ont particulièrement souffert, d'autant que quelques-uns venaient d'injecter des capitaux dans de grandes banques occidentales. Parallèlement, au lieu de continuer à bénéficier d'importantes entrées nettes, certains fonds ont été sollicités pour aider d'autres entités nationales (et parfois régionales), confrontées à des besoins de liquidités soudains et pressants.

Effondrement du rendement des placements

Il en est résulté un bouleversement pour les fonds souverains dans la période de six mois terminée en mars 2009 : les rendements sont devenus très négatifs; les liquidités, les garanties et les contreparties ont constitué la priorité absolue de la gestion des risques; quelques difficultés de trésorerie sont apparues; des décisions stratégiques majeures ont été différées en attendant qu'on y voie plus clair sur le système financier mondial et son avenir.

Plus généralement, la paralysie des marchés mondiaux a donné un coup d'arrêt à l'évolution à plus long terme de la gestion actif-passif des économies émergentes — qui avait conduit nombre de pays et de régions d'importance systémique à passer progressivement d'une reconnaissance tardive de leur enrichissement à des rachats de dettes, puis à une gestion d'actifs plus sophistiquée. En attendant de pouvoir mieux discerner les changements de l'économie mondiale, plusieurs économies émergentes ont jugé préférable de différer le passage aux phases suivantes de leur propre évolution, ce qui impliquait souvent une révision profonde de leur mode de gestion (y compris l'abandon des contrôles directs au profit d'une utilisation beaucoup plus grande d'instruments indirects).

La manière dont beaucoup de pays industriels perçoivent les fonds souverains a également beaucoup changé. En particulier, ceux qui leur déconseillaient de prendre des participations directes dans leurs entreprises ont commencé à les solliciter activement pour contrecarrer l'effet très déstabilisant du désendettement du secteur privé. C'était un tournant. On a demandé instamment aux fonds souverains de contribuer à la recapitalisation de sociétés privées, soit en injectant de l'argent frais, soit en échangeant des créances de premier rang contre des instruments situés à un niveau inférieur du passif.

Les fonds souverains aujourd'hui

Quels sont les principaux problèmes des fonds souverains après la crise financière mondiale? Pour le savoir, il faut analyser la situation économique actuelle et ses probabilités d'évolution.

Grâce à un apport massif de capitaux et de liquidités publics — effectué en faisant flèche de tout bois, surtout dans les économies avancées —, le système financier a amorcé une normalisation en 2009. Les principaux marchés, notamment à court terme et au jour le jour, ont recommencé à fonctionner normalement; les entreprises ont pu obtenir de nouveaux fonds grâce à l'émission d'obligations; enfin, la confiance s'est rétablie dans les rapports entre contreparties, en nombre il est vrai réduit.

Le cœur du système financier mondial a surmonté la grave crise traversée après le 15 septembre 2008, date de la faillite de Lehman Brothers. C'est la bonne nouvelle, fruit des réactions audacieuses et imaginatives des pouvoirs publics.

Pourtant, compte tenu de la gravité des événements de 2008–09, cette hardiesse n'a pu compenser entièrement les dommages infligés à d'autres parties de l'économie mondiale. La croissance et le commerce international ont souffert, le chômage s'est envolé et, contrairement aux crises du passé, les pays industriels ont été durement touchés.

La crise financière a sapé le prestige et la crédibilité du modèle économique anglo-saxon qui avait guidé la convergence mondiale.

Inévitablement, la riposte hardie des autorités comportait des risques et des conséquences imprévues. Des considérations non commerciales ont commencé à influencer sur le fonctionnement et l'évaluation de marchés importants, dont celui des titres adossés à des créances immobilières aux États-Unis. Des actifs privés ont beaucoup gonflé les bilans des banques centrales. La dette publique a rapidement augmenté, les États dépensant sans compter pour soutenir l'activité alors que les recettes fiscales fléchissaient. Ces «dommages collatéraux» sont devenus eux-mêmes des facteurs importants pour les marchés et les économies. On le voit bien en Europe, où la crise de la dette a entraîné des désordres régionaux exigeant une puissante réaction de l'Union européenne et de la Banque centrale européenne, avec un fort appui du Fonds monétaire international.

La crise financière mondiale a débouché sur une nouvelle phase pluriannuelle de la dégradation en série des bilans. Aux inquiétudes à propos du secteur privé ont succédé des craintes justifiées vis-à-vis des bilans publics des pays industriels. Le risque souverain est à l'ordre du jour et la réglementation mouvante. L'intégrité de grandes institutions est menacée. Le niveau élevé du chômage structurel constitue une préoccupation politique, économique et sociale.

La nouvelle normalité

La montée de l'endettement public, en valeur absolue et en pourcentage du PIB, est une composante importante de ce que nous appelons à PIMCO la «nouvelle normalité». Même s'il est trop tôt pour en prévoir tous les aspects, certains sont déjà perceptibles.

Dans les trois à cinq prochaines années, on assistera probablement à de grands changements :

- une baisse du taux de la croissance tendancielle des pays qui misent beaucoup sur le secteur financier;
- la persistance d'un chômage élevé dans les pays industriels, suivie d'un lent retour à un taux naturel supérieur, dans le contexte d'une protection sociale fragilisée;
- un passage spectaculaire du libéralisme sans frein à une plus grande intervention de l'État;
- une divergence accusée entre pays du centre et de la périphérie, surtout dans la zone euro;
- une réduction notable, d'origine réglementaire, des prises de risques par les banques.

La crise financière mondiale de 2008–09 marque la fin de la grande période de l'endettement et de la permissivité du crédit, pendant laquelle les gens ont cru pouvoir faire des achats importants sur la base du revenu attendu dans un avenir lointain et d'une forte appréciation. Personne ne croit plus que l'éco-

Plusieurs fonds souverains ont déjà bien avancé dans la formulation et l'application d'une allocation prospective des actifs à l'échelle internationale.

nomie tirée par la finance représente une phase supérieure et plus stable du développement. En outre, comme plusieurs pays émergents d'importance systémique ont décollé, le monde doit organiser un réalignement à long terme des économies.

Cette nouvelle normalité atténuera plus encore les distinctions traditionnelles entre pays industriels et émergents. Elle implique sans doute un changement graduel de la nature des États-Unis : cette économie, dont le fonctionnement est dominé par sa dimension et sa fermeture, deviendra plus ouverte et plus sensible à l'évolution du reste du monde.

La crise financière mondiale a aussi sapé le prestige et la crédibilité du modèle économique anglo-saxon, qui privilégie la libéralisation, la déréglementation, l'interdépendance et la liberté des marchés, et qui avait guidé la convergence mondiale. En l'absence d'une autre référence, les tensions accrues liées à la nouvelle normalité pourraient interrompre, voire inverser, certains aspects de la mondialisation.

Conséquences pour les investisseurs publics

L'ensemble de ces facteurs modifie grandement le contexte où opèrent les investisseurs mondiaux, y compris les fonds sou-

verains. Il appelle une révision des stratégies de placement, de gestion des risques et de fonctionnement opérationnel. Cela exigera de difficiles adaptations du dosage optimal des ressources humaines, techniques et analytiques ainsi qu'une meilleure communication avec les parties prenantes économiques et politiques (dont les États et la société en général).

Les fonds souverains disposent d'un avantage pour gérer le parcours chaotique vers la nouvelle normalité : compte tenu de la stabilité de leurs capitaux et de leurs objectifs à long terme, ils sont très bien placés pour être les premiers à agir. En fait, la question ne doit pas être de savoir s'ils sont capables de poursuivre cette stratégie, ce qui est indéniable, mais s'ils ont la volonté de le faire. Les contraintes qu'elle impose mettront à l'épreuve la réactivité de leurs structures de gouvernance, la solidité de leurs mécanismes de placement ainsi que l'efficacité de leur communication interne et externe.

Les structures de *gouvernance* devront réagir à une conjonction de changements cycliques et séculaires, en passant graduellement de la «défensive» à l'«offensive».

Plus fondamentalement, les organes de direction devront donner des orientations claires pour que les gestionnaires des fonds souverains puissent répartir leurs actifs dans une optique prospective, tout en s'appuyant sur une gestion rigoureuse de la trésorerie, des contreparties et des garanties.

En outre, des dispositifs pragmatiques de gestion des risques devront ajouter à la diversification classique des catégories d'actifs une gestion ciblée et efficiente des risques extrêmes — ces événements rares aux conséquences catastrophiques.

Il faudra que les organes de direction des fonds souverains puissent compter sur des collaborateurs formés à l'analyse prospective et à la technologie. Ils devront aussi jouer un rôle important de protection pour résister aux pressions en faveur d'activités non commerciales sur le plan interne, régional et international.

On ne peut bâtir du jour au lendemain des structures réactives de *gestion des placements*. Il faut pour cela consacrer des efforts importants et durables à la mise en place de processus dynamiques garantissant que les décisions de placement s'appuient sur des convictions et des fondements relativement solides.

Pour bien effectuer le parcours difficile vers la nouvelle normalité, on doit d'abord être fort sur le plan défensif, grâce à une gestion prudente des liquidités, des contreparties et des garanties. Les investisseurs seront alors plus confiants pour saisir les occasions qui s'accordent bien à l'aptitude supérieure des fonds souverains à gérer le risque de liquidité. Ainsi, lorsque les valorisations sont déjà perturbées, la montée des prix correspondra aux réalités de la nouvelle normalité, et on peut distinguer des catalyseurs à court terme qui accompagnent cette appréciation, éliminant l'écart de valorisation entre facteurs techniques et fondamentaux.

Comme Donald Sull (Sull, 2009), de la London Business School, l'a très bien montré dans son étude détaillée, la préparation à la nouvelle normalité exige aussi *adaptabilité et souplesse institutionnelles*.

Sur ce plan, les fonds souverains éclipsent en principe beaucoup de leurs homologues. Ainsi, plusieurs d'entre eux, insensibles aux facteurs qui forcent de nombreux investisseurs

à privilégier les placements nationaux, sont déjà bien avancés dans la formulation et l'application d'une allocation prospective des actifs à l'échelle internationale.

Ces considérations ne doivent jamais faire oublier que les fonds souverains opèrent dans un contexte sociopolitique complexe, chez eux et à l'étranger. Ils doivent gagner la confiance des autorités politiques et de toute la société. C'est indispensable au contrat implicite que représente la gestion de placements dans le secteur public.

On reconnaît de plus en plus le rôle crucial de la *communication* pour assurer l'adhésion de la population, dans les bonnes comme dans les mauvaises périodes. La crise financière mondiale a bien montré la nécessité de créer les conditions permettant au personnel politique, et à d'autres, de savoir ce qui se passe dans les portefeuilles des fonds souverains. Il faut pour cela informer plus que jusqu'à présent, et plusieurs fonds suivent déjà cette voie.

Une bonne communication et des garde-fous réglementaires minimisent le risque de captation des fonds souverains par des intérêts particuliers. La solution est une plus grande clarté d'informations données en temps utile sur leurs objectifs, leur stratégie globale et leur mode d'évaluation à moyen terme.

Nécessité d'un remodelage

Après la crise financière, le monde connaît de fortes perturbations cycliques et d'importants réalignements séculaires.

Dans la voie semée d'embûches vers la nouvelle normalité, une refonte de la quasi-totalité des composantes de l'économie mondiale s'impose.

Même si les fonds souverains n'ont pas été complètement épargnés par la crise, ils se sont bien redressés, et l'ensemble est en mesure de s'adapter à la nouvelle normalisation. Leur stratégie patiente, leur poids financier et leur vision à long terme leur donnent l'avantage sur presque tous les autres investisseurs mondiaux.

Il n'est nullement assuré qu'ils l'exploitent. La réussite nécessitera une amélioration constante de leur réactivité institutionnelle face aux défis de la gouvernance, des modes de placement et de la communication.

Cela ne sera pas facile. Certains fonds souverains s'éloigneront peut-être de leur zone opérationnelle de confort, ce qui est risqué. Mais, au vu de l'importance des changements en cours et prévisibles de l'économie mondiale, continuer comme avant serait encore plus périlleux. ■

Mohamed A. El-Erian est Directeur général et Codirecteur financier de la société internationale de placement PIMCO. Cet article exprime les opinions de l'auteur, qui ne sont pas nécessairement celles de PIMCO.

Bibliographie :

Sull, Donald, 2009, *The Upside of Turbulence: Seizing Opportunity in an Uncertain World* (London: Harper/Collins Press).



Glossaire du FMI : anglais–espagnol–français

Services linguistiques du Fonds monétaire international

La septième édition du Glossaire du FMI : anglais–espagnol–français contient plus de 4.000 entrées très utiles pour les traducteurs de documents du FMI.

Le corps de ce glossaire comprend des termes qui s'utilisent fréquemment dans les domaines de la macroéconomie, de la monnaie et de la banque, des finances publiques, de la fiscalité, de la balance des paiements, des statistiques, de la comptabilité et du développement économique. Les appendices contiennent une liste des unités monétaires des pays, un organigramme du FMI et des index en français et en espagnol.



49 \$. Broché.

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

Pour commander, voir www.imfbookstore.org/glossaries



L'offre et la demande

Le prix est le principal résultat de la rencontre entre acheteurs et vendeurs.

Irena Asmundson

TROIS mots. C'est souvent tout ce qu'il faut pour éveiller des passions. «Liberté, Égalité, Fraternité» ont animé la Révolution française. «Je t'aime» est la sève de nombreuses relations amoureuses. «Vie, Liberté, Bonheur» sont au cœur de la Déclaration d'indépendance des États-Unis. Pour beaucoup d'économistes, les trois mots magiques sont «offre, demande, prix».

Dans toute transaction entre un vendeur et un acheteur, le prix du bien ou du service est déterminé par l'offre et la demande, lesquelles résultent à leur tour de la technologie et des conditions dans lesquelles les intéressés évoluent. À un extrême, le marché peut être composé d'un grand nombre de vendeurs et d'acheteurs pratiquement identiques (par exemple le marché du stylo à bille). À l'autre extrême, il peut n'y avoir qu'un vendeur et qu'un acheteur (par exemple si je voulais échanger ma table contre votre édreton).

Concurrence parfaite

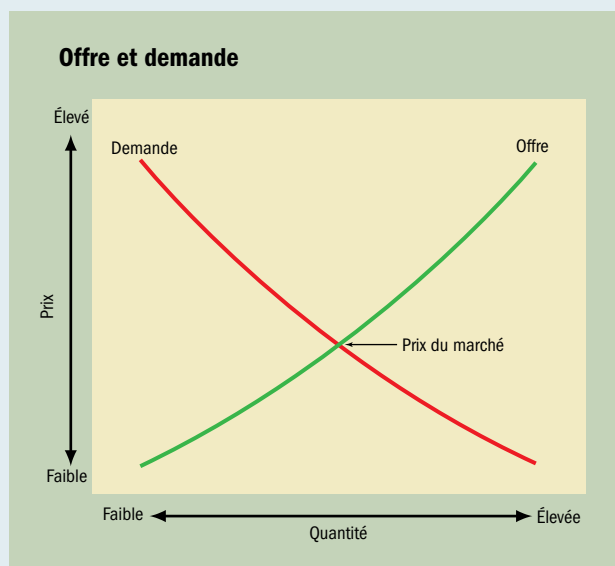
Les économistes ont élaboré des modèles pour expliquer divers types de marché. Le modèle de base est celui de la *concurrence parfaite*, dans lequel il existe un grand nombre de vendeurs et d'acheteurs pour le même produit, les uns et les autres pouvant se rencontrer sans qu'il leur en coûte quoi que ce soit tandis qu'il n'existe aucun obstacle à l'entrée de nouveaux vendeurs sur le marché. En situation de concurrence parfaite, personne ne peut influencer sur les prix. Pour les deux parties, le prix est fixé par le marché; c'est celui auquel il n'y a ni offre ni demande excédentaire. Les vendeurs continueront de produire tant qu'ils pourront vendre leur produit à un prix supérieur à qu'il leur en coûte de produire une unité de plus (coût marginal de production). Les acheteurs continueront d'acheter tant que la satisfaction qu'ils tirent de la consommation du produit est supérieure au prix qu'ils paient (utilité marginale de la consommation). Si les prix montent, de nouveaux vendeurs seront incités à entrer sur le marché. L'offre augmentera jusqu'à ce que le marché définisse un nouveau prix de transaction. Si les prix baissent, les vendeurs qui ne sont pas en mesure de couvrir leurs coûts se retireront du marché.

En général, les économistes regroupent les quantités que les vendeurs sont disposés à produire à chaque prix dans une équation formant la *courbe de l'offre*. Plus le prix est élevé, plus les vendeurs produiront. Inversement, les acheteurs ont tendance à acheter davantage si le prix d'un produit diminue. L'équation

qui exprime les quantités que les consommateurs sont disposés à acheter à chaque prix forme la *courbe de la demande*.

Les courbes de l'offre et de la demande peuvent être représentées sur un graphique, avec les prix en ordonnée et les quantités en abscisse. On considère en général que la courbe de l'offre est ascendante (plus les prix augmentent, plus les vendeurs sont disposés à produire), et celle de la demande, descendante (plus les prix sont élevés, moins les consommateurs achètent). Le point auquel les deux courbes se croisent représente le prix du marché, c'est-à-dire le prix auquel l'offre et la demande s'équilibrent (voir graphique).

Les prix peuvent changer pour diverses raisons (technologie, préférences des consommateurs, conditions climatiques). Le rapport entre l'offre et la demande d'un produit (ou service) et l'évolution de son prix s'appelle l'*élasticité*. Un bien inélastique est relativement peu sensible aux changements de prix et un bien élastique y est très sensible. Un exemple classique de bien inélastique (au moins à court terme) est l'énergie. Les consommateurs ont besoin d'énergie pour aller au travail et en revenir et pour chauffer leur logement. Il peut leur être difficile, voire impossible, à court terme d'acheter une voiture ou une maison qui soit moins gourmande en énergie. Par contre, la demande de nombreux produits



est très sensible au prix. Prenons le cas de la viande : si le prix du steak augmente, les consommateurs peuvent se replier rapidement sur un morceau de bœuf moins coûteux ou opter pour un autre type de viande. Le steak est un bien élastique!

Naturellement, la plupart des marchés sont imparfaits : ils ne sont pas constitués d'un nombre infini d'acheteurs et de vendeurs de produits pratiquement identiques, qui ont une connaissance parfaite du marché. À l'opposé de la concurrence parfaite se trouve le *monopole*, c'est-à-dire la situation dans laquelle un bien sans substitut simple est fourni par un vendeur unique. Dans ce cas, le prix n'est pas déterminé par le marché, mais par le détenteur du monopole lui-même. (Le monopole a un jumeau, le *monopsonie*, qui est la situation dans laquelle il n'existe qu'un acheteur, en général l'État, face à des vendeurs, qui, eux, peuvent être nombreux.)

Les entraves à la concurrence

En situation de monopole, les concurrents potentiels se heurtent généralement à des entraves, naturelles ou juridiques. Par exemple, les services d'utilité publique sont souvent des monopoles. En effet, il ne serait pas efficace que deux compagnies d'eau se partagent la gestion des bassins versants, la négociation des servitudes et la pose des canalisations pour alimenter les habitations. Mais, en pareil cas, le consommateur n'a aucun choix alors que, parfois, les services sont hors de prix. C'est pourquoi ces types de monopole sont généralement réglementés par l'État afin qu'ils n'abusent pas de leur prédominance en fixant des prix trop élevés. En contrepartie de l'autorisation d'opérer en tant que monopole, ces fournisseurs se voient imposer des obligations de service minimum pour l'ensemble de la population ou un plafonnement des prix. Ces plafonds permettent généralement de récupérer les coûts fixes.

Les détenteurs de monopole ne peuvent toutefois pas faire abstraction de la demande, laquelle, comme en situation de concurrence parfaite, varie en fonction du prix. La différence est que, en situation de concurrence parfaite, le producteur ne satisfait qu'une partie de la demande totale, alors que le détenteur d'un monopole en profite entièrement. En l'absence de réglementation, le détenteur du monopole peut donc décider de la quantité à produire pour maximiser ses bénéfices; et il le fait presque toujours en majorant les prix et en abaissant les quantités produites par rapport à un marché où la concurrence serait parfaite.

En situation de concurrence parfaite, une entreprise dont les coûts sont faibles peut réduire ses prix et accroître sa clientèle pour compenser le manque à gagner qui en résulte. On peut prendre comme exemple une société qui gagne 5 cents par unité en vendant 1.000 unités, soit un gain de 50 dollars, sur un marché représentant au total 100.000 unités. Si elle abaisse son prix de 1 cent et réussit à vendre 1.000 unités de plus, son bénéfice sera de 80 dollars pour 2.000 unités vendues.

Vendeur unique

En revanche, le détenteur d'un monopole contrôle toutes les ventes (en l'occurrence, 100.000 unités à 5 cents pièce, soit un bénéfice de 5.000 dollars). En abaissant le prix, il pourra accroître ses ventes totales, mais sans doute pas assez pour compenser le manque à gagner sur les ventes existantes. Supposons, par exemple,

qu'il diminue son prix (et son gain par unité vendue) d'un cent et que cela entraîne un surcroît de demande de 1.000 unités. Il augmentera ainsi ses recettes de 40 dollars, mais il perdra aussi un cent de bénéfice sur chacune des 100.000 ventes qu'il réalisait jusque-là, soit 1.000 dollars.

Un monopole a pour principaux résultats que les prix et les bénéfices sont plus élevés qu'en situation de concurrence parfaite et que l'offre est souvent plus faible. Il existe d'autres types de marché sur lesquels les acheteurs et les vendeurs ont davantage de pouvoir qu'en situation de concurrence parfaite, mais moins qu'en situation de monopole. Dans ces cas, les prix sont plus élevés et la production moins abondante.

L'offre et la demande peuvent aussi être influencées par le produit lui-même. En situation de concurrence parfaite, tous les producteurs fabriquent et les acheteurs achètent le même produit, ou des produits très voisins. En situation de monopole, les acheteurs ne peuvent pas trouver facilement des produits de substitution. Mais la variété peut être un facteur de substitution entre différents types de produits. Par exemple, le marché de la tomate ne met pas simplement en présence des acheteurs et des vendeurs de tomates «idéales». Les consommateurs peuvent désirer différentes variétés de tomates et les producteurs peuvent répondre à cette demande. De nouveaux entrants sur le marché peuvent faire directement concurrence aux producteurs existants en appliquant la même technique de production, mais ils peuvent aussi introduire leurs propres nouvelles variétés (pour répondre à différents goûts). Ainsi, les producteurs disposent d'un certain pouvoir d'influence sur les prix lorsque les marchés sont concurrentiels et les produits différenciés. Mais, même dans ce cas, les différentes variétés peuvent se substituer les unes aux autres, même de façon imparfaite, de sorte que les prix ne peuvent pas être aussi élevés qu'en situation de monopole.

Monopole temporaire

La situation se complique lorsque la création d'un produit coûte cher, mais que celui-ci peut être imité à moindre coût. C'est le cas, par exemple, des livres, des médicaments et des logiciels. Il peut être difficile d'écrire un livre, mais le coût marginal de son impression est faible. Les consommateurs peuvent acheter beaucoup de livres, mais, si l'un a beaucoup de succès, les concurrents seront incités à en imprimer leur propre copie et à la vendre bien moins cher que l'éditeur originel. Pour permettre à l'auteur et à son éditeur de récupérer leurs coûts fixes, l'État leur accorde souvent un monopole temporaire (dit «droits d'auteur») pour le livre en question. Le prix est supérieur au coût marginal de production, mais les droits d'auteurs incitent les créateurs à continuer d'écrire et les éditeurs à produire et à vendre des livres, ce qui alimente l'offre.

Les structures de marché décrites ci-dessus ne sont que quelques-unes des manières par lesquelles l'offre et la demande varient en fonction du contexte. Les techniques de production, les préférences des consommateurs et la difficulté de mettre les vendeurs et les acheteurs en relation influencent les marchés et jouent tous un rôle dans la fixation du prix de transaction. ■

Irena Asmundson est économiste au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.

À la recherche de la stabilité

Après une décennie d'expansion, l'Europe orientale a connu un grave ralentissement de l'activité et doit maintenant trouver les moyens de relancer la croissance dans des conditions plus stables

La vieille ville de Varsovie, en Pologne.

Bas B. Bakker et Anne-Marie Gulde

DURANT les quinze ans qui ont précédé la crise économique et financière mondiale, l'Europe orientale a connu une croissance très rapide (voir graphique). Une fois mené à bien le passage à l'économie de marché, l'écart de revenu par rapport à l'Europe occidentale s'est réduit dans la plupart des pays de la région. La transition ne s'est pas faite sans difficultés, mais pour l'essentiel elles ont été bien gérées.

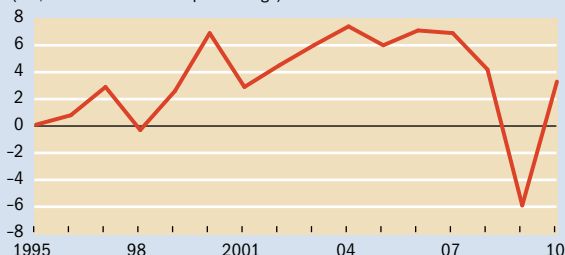
Du moins, jusqu'à présent. En 2009, la croissance rapide de la région a brusquement marqué le pas et la plupart des pays sont entrés dans une profonde récession. Le PIB de la région a baissé de 6 %, après une croissance de presque 7 % en 2007. Mais tous les pays n'ont pas été touchés avec la même intensité. Deux pays, l'Albanie et la Pologne, ont échappé à la récession, alors que le PIB a reculé de 18 % en Lettonie et de 15 % en Lituanie et en Ukraine.

La récession semble tirer à sa fin. Les exportations se redressent et la demande intérieure paraît se stabiliser. La plupart des pays enregistreront des taux de croissance positifs cette année. Les décideurs doivent maintenant répondre à deux questions importantes : quelles ont été les causes du cycle expansion-récession et comment relancer une croissance qui soit plus durable?

Dans la panade

Après dix années de forte croissance économique, les pays émergents d'Europe sont entrés dans une profonde récession en 2008, mais semblent être sur la voie de la reprise.

(PIB, variation annuelle en pourcentage)



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

Note : Les pays émergents d'Europe sont : Albanie, Bélarus, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Macédoine (ex-Rép. youg. de), Moldova, Monténégro, Pologne, République slovaque, République tchèque, Roumanie, Fédération de Russie, Serbie, Slovaquie, Turquie et Ukraine.

La phase d'expansion était-elle vouée à l'échec?

Selon la théorie économique, le capital devrait aller des pays riches aux pays pauvres. C'est ce qui s'est produit en Europe orientale. Des salaires bas, un ratio capital/travail faible et une population instruite font de la région une destination attrayante pour les investisseurs étrangers, d'autant plus que les taux d'intérêt en Europe occidentale étaient peu élevés. À partir de 2003, les banques d'Europe occidentale ont commencé à investir fortement sur les marchés grandissants d'Europe orientale — et la concurrence qui s'en est suivie a conduit à un assouplissement des conditions de crédit et à une croissance déséquilibrée. Les apports de capitaux ont été affectés en grande partie aux secteurs tels que l'immobilier, le BTP et les banques, qui ne produisaient pas de biens échangeables — ce qui a stimulé la demande intérieure, mais pas l'offre. Il en est résulté une poussée des importations, des déficits extérieurs courants sans précédent et une surchauffe des économies.

En outre, une grande partie des prêts octroyés étaient libellés en monnaie étrangère, d'où de grands risques de bilan pour les emprunteurs qui percevaient un revenu en monnaie nationale et devaient rembourser dans une autre monnaie. Dans la plupart des cas, les filiales de banques étrangères, financées par la société mère, ont été à l'origine de la croissance rapide du crédit.

En 2008, plusieurs pays étaient confrontés à de très gros déficits extérieurs courants (culminant à environ 25 % du PIB en Bulgarie et en Lettonie), à une dette extérieure élevée, à une hausse rapide des salaires et à une accélération de l'inflation. En outre, le prix des actifs montait rapidement, surtout dans l'immobilier.

La croissance n'était pas déséquilibrée dans tous les pays. Dans des pays comme la République tchèque et la République slovaque, qui ont amorcé leur transition plus tôt, étaient plus riches et avaient des taux de change flexibles, la croissance du crédit a été moins rapide; de plus, les prêts en devises y étaient peu nombreux, l'économie n'était guère en état de surchauffe et la hausse des salaires était maîtrisée. En Pologne, il y avait moins de déséquilibres, car l'expansion du crédit a commencé plus tard.

À l'automne 2008, les entrées de capitaux ont brusquement cessé. Pendant la crise financière mondiale, l'aversion mondiale

au risque s'est fortement intensifiée, les cours des actions ont chuté et les marchés interbancaires se sont taris. Les banques des économies avancées, à court de liquidité, ont quasiment cessé d'octroyer de nouveaux prêts, ou ont même cédé des actifs. Les banques mères ont continué à renouveler les lignes de crédit accordées à leurs filiales, mais elles ne leur ont plus fourni de fonds additionnels, limitant les nouveaux crédits à ce qui pouvait être financé sur l'augmentation des dépôts locaux.

La baisse des entrées de capitaux a entraîné un net repli de la demande intérieure. Dans bien des cas, les nouveaux crédits ont quasiment cessé. La contraction de la demande intérieure a été la plus forte dans les pays où elle avait le plus augmenté, qui affichaient les plus gros déficits extérieurs courants et dont le ratio crédit/PIB avait enregistré les plus fortes hausses. Là où il n'y avait pas de gros déséquilibres, la demande intérieure a mieux résisté.

Stabilisation

Pourtant, le marasme économique et financier total que certains avaient craint a été évité. Il n'y a pas eu de panique bancaire et — contrairement à ce qui s'est passé dans nombre d'économies avancées — l'État n'a pas eu à intervenir pour sauver l'ensemble du système bancaire. Il n'y a pas eu non plus effondrement des régimes de taux de change fixes — ce qui s'est souvent produit durant les crises précédentes dans les économies émergentes.

Ce résultat est en grande partie attribuable à l'action résolue des pouvoirs publics, mais le soutien international a joué un rôle stabilisateur important. Dans plusieurs pays, le FMI est intervenu — rejoint par l'Union européenne (UE) dans les pays membres de celle-ci, et par d'autres institutions financières internationales telles que la Banque mondiale et la BERD. Dans certains cas, des engagements de financement ont été pris par d'autres pays européens. Le secteur privé a lui aussi apporté sa contribution. Des accords avec des banques d'Europe occidentale ont assuré la poursuite des prêts aux pays d'Europe orientale.

L'avenir

L'Europe orientale semble sur le point de redémarrer. Les exportations se redressent et la demande intérieure paraît se stabiliser. Le FMI prévoit pour la région une croissance de 3,3 % en 2010.

Cependant, les pays émergents d'Europe ne peuvent fonctionner comme avant. La croissance future — surtout dans les pays qui ont affiché de gros déséquilibres dans la phase d'expansion — devra être fondée davantage sur l'apport de capitaux au secteur des biens échangeables plutôt qu'au secteur des biens non échangeables. Dans ces pays, les exportations se redressent, mais la demande intérieure est appelée à rester faible, car les consommateurs continuent à freiner leurs dépenses pour se désendetter.

Le secteur privé des pays qui ont participé à l'expansion doit trouver de nouveaux marchés d'exportation pour les biens manufacturés et les services, ce qui suppose une restructuration de l'économie. C'est là une tâche difficile mais réalisable. La restructuration sera guidée par le marché lui-même, les investisseurs cherchant des placements plus prometteurs lorsque les profits du secteur des biens non échangeables se contracteront. Mais le processus s'annonce ardu. Même dans le secteur des biens échangeables, les nouveaux projets se feront concurrence pour obtenir des financements devenus bien plus rares. Les entrées de capitaux resteront modé-

rées, car les banques occidentales s'efforceront d'abord d'assainir leurs bilans et, compte tenu des risques, le rendement des investissements en Europe orientale paraît moins attrayant.

Mais les politiques publiques peuvent aussi aider l'Europe orientale à s'orienter vers une croissance plus durable. Des politiques macroéconomiques mieux équilibrées et la modération des salaires peuvent contribuer à prévenir la surchauffe qui sous-trait des ressources au secteur des biens échangeables au profit du secteur des biens non échangeables. La politique budgétaire, en particulier, pourrait jouer un rôle beaucoup plus actif : épargner lorsque les recettes augmentent au lieu d'accroître les dépenses et de relever les salaires publics.

Il importe de prévenir la surchauffe, car, dans nombre de pays émergents d'Europe, la compétitivité des biens manufacturés s'est détériorée durant la phase d'expansion. Par exemple, d'après les données de l'UE, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur manufacturier de la Lettonie ont augmenté de 90 % par rapport à ceux de ses partenaires commerciaux entre 2003 et 2008. Dans d'autres pays aussi, dont la Bulgarie, l'Estonie et la Roumanie, la monnaie s'est fortement appréciée en termes réels.

Une politique budgétaire plus restrictive aidera à freiner la croissance des salaires. À la longue, les salaires rattraperont ceux de l'Europe occidentale. Mais si cette évolution va de pair avec une augmentation de la productivité dans le secteur manufacturier, elle n'aura pas nécessairement pour effet de nuire à la compétitivité ou de décourager les investisseurs.

Améliorer la qualité

Cependant, les pays émergents d'Europe ne devraient pas jouer uniquement sur la faiblesse des salaires pour devenir compétitifs; ils auront d'ailleurs du mal à le faire. D'autres pays émergents ont des salaires encore plus bas à présent, et l'émigration des travailleurs vers l'Europe occidentale entraînera une hausse des salaires dans les pays émergents d'Europe. La région devrait plutôt chercher à produire des biens de plus en plus perfectionnés. Des réformes structurelles pourraient les y aider, en particulier celles qui visent à rendre le climat des affaires plus favorable, de même que l'amélioration de l'éducation et, dans certaines nations, la lutte contre la corruption.

Les entrées de capitaux étrangers peuvent aussi jouer un rôle important si elles servent à améliorer l'appareil productif, surtout dans le secteur axé sur le commerce extérieur. De tels investissements seraient utiles pour la croissance, le transfert de technologie et l'amélioration des compétences professionnelles.

Certains pays de la région suivent déjà ce modèle. En République tchèque et en République slovaque, la croissance durant la période d'expansion a été beaucoup plus équilibrée, l'expansion du crédit a été plus modérée, les déficits extérieurs courants ont été faibles et les exportations ont joué un rôle important. Bien que cette stratégie ait produit une croissance plus modérée que chez certains de leurs voisins avant la crise, la récession y a été beaucoup moins prononcée. En conséquence, sur le long terme, ces deux pays ont enregistré une croissance plus rapide que ceux qui ont bénéficié d'un essor de la demande intérieure. ■

Bas B. Bakker est Chef de division et Anne-Marie Gulde Conseillère principale au Département Europe du FMI.

Faire du profit ou pas, telle est la question

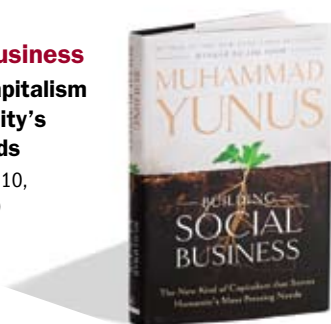
Muhammad Yunus

Building Social Business The New Kind of Capitalism That Serves Humanity's Most Pressing Needs

Public Affairs, New York, 2010,
226 pages, 25,95 \$ (toilé)

Les pauvres sont tenus à l'écart : de l'emploi lucratif, de l'accès à une eau propre, de l'électricité, des routes, des moyens de transport, d'une alimentation suffisamment riche en calories et en micronutriments, des soins de santé, de l'éducation, des services bancaires et de télécommunications, de l'Internet, de la justice et de la sécurité. Leur désir de travailler constitue la ressource la plus gaspillée de la planète.

La mise en rapport de ces populations avec les possibilités de travail peut s'auto-entretenir. Une augmentation du travail productif leur permettra d'acheter de quoi remédier à leurs problèmes, tout en leur apportant une autosuffisance fi-



nançière. Ainsi, la prospérité s'autoalimente : le travail crée une richesse que peuvent ensuite s'approprier ceux qui travaillent.

Building Social Business contient de très nombreux exemples d'idées pour surmonter la pauvreté en valorisant la volonté de travailler des pauvres, et en élaborant des solutions viables à leurs problèmes

les plus pressants. (L'auteur est le fondateur de la Grameen Bank, une des premières institutions de microfinance.

Depuis la fin des années 70, cet établissement accorde des prêts de faible montant aux entrepreneurs des régions les plus pauvres du Bangladesh, pays natal de l'auteur. Ses activités se sont à présent étendues à l'échelle mondiale). Dans ce livre, M. Yunus démontre comment remédier à la malnutrition infantile en dissimulant des nutriments essentiels dans des yaourts aromatisés (Grameen Danone); comment des chaussures abor-

dables pour les populations rurales pauvres (Grameen Adidas) permettent de combattre les infections par les vers; et comment proposer des services de santé pour un montant prépayé ou opérer de la cataracte les individus en train de devenir aveugles (Grameen Health Care).

Ce livre n'est pas seulement un ouvrage qui inspire le lecteur. Il vise à créer et à promouvoir un nouveau mouvement social selon lequel les problèmes des populations pauvres pourraient se régler de manière autonome par le biais de l'entrepreneuriat, une méthode qui se distingue très nettement de l'humanitaire ou de la responsabilité sociale de l'entreprise, dont aucun des deux ne s'autoentretient. Mais l'auteur souhaite aussi prendre ses distances avec le capitalisme ordinaire — d'où le sous-titre du livre : «Un nouveau capitalisme pour répondre aux besoins les plus pressants de l'humanité». Il ne s'agit pas seulement de créer des entreprises qui résoudre les problèmes des populations pauvres, mais de donner naissance à des «entreprises sociales», au sein desquelles «tout est fait pour le béné-

Entre les failles

Parmi les caractéristiques les plus remarquables de la crise financière figure le nombre extraordinaire de dysfonctionnements qu'elle a engendrés et de personnes et institutions qui ont commis des erreurs. L'ancien économiste en chef du FMI Raghuram G. Rajan, qui travaille à la Booth School of Business de l'université de Chicago, rassemble et explique, dans son nouvel ouvrage, les divers manquements qui ont contribué à la crise — les «failles», comme il les appelle, mises au jour par les événements de ces dernières années. M. Rajan propose ensuite quelques recommandations politiques pour éviter tout problème à l'avenir. Alors que certaines de ses recommandations, telles qu'une correction des déséquilibres internationaux, ont déjà été souvent citées, d'autres, comme une amélioration de la couverture de sécurité sociale, sont nouvelles dans le contexte de la crise.

Cet ouvrage couvre un large éventail de failles, qui en fait presque un traité des problèmes macroéconomiques récents. Citons parmi ces problèmes un endet-



Raghuram G. Rajan

Fault Lines

How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy

Princeton University Press,
Princeton et Oxford, 2010,
272 pages, 16,95 \$ (toilé)

tement et un recours au crédit excessifs de la part des Américains, des déséquilibres mondiaux en termes d'épargne et de flux de capitaux, une politique monétaire accommodante, des innovations financières qui ont opacifié le système, des régimes de rémunération inappropriés,

des critères de crédit déficients, des erreurs de la part des agences de notation et un défaut de supervision des banques par l'État — entre autres. On peut accorder à M. Rajan une crédibilité particulière, car il n'hésitait pas dès 2005 à mettre en garde contre les dangers potentiels de l'innovation financière.

M. Rajan ajoute les facteurs de politique économique à sa liste d'explications de la crise. Il considère en effet la propagation du crédit et l'endettement croissant des ménages comme un moyen de lutte contre les inégalités croissantes aux États-Unis. À moins de posséder des compétences pointues, les ménages ont pâti d'une stagnation de leurs revenus, qui les a conduits à vivre au-dessus de leurs moyens.

Des facteurs politiques ont également contribué au recours excessif à l'endettement. M. Rajan estime que la sécurité sociale relativement faible aux États-Unis incite les politiques à éviter tout affaiblissement du marché du travail et les rend prompts à utiliser les mesures de relance monétaires et budgétaires. D'après M. Rajan, parmi les politiques mal avi-

fice d'autrui, en s'appuyant sur le côté altruiste de la nature humaine».

Muhammad Yunus distingue sa nouvelle version du capitalisme de son ennemi, le but lucratif, qui doit être aboli. Tout comme le fumeur qui veut vraiment arrêter doit absolument éviter de fumer une seule cigarette, les entreprises doivent renoncer au profit.

Muhammad Yunus affirme avoir inventé une nouvelle forme d'entreprise sociale dans le domaine des organisations à but non lucratif, axée sur la résolution des problèmes des populations pauvres. Il opère une distinction entre son modèle, d'une part, et la recherche capitaliste du profit, les coopératives, le socialisme, l'État, les œuvres de bienfaisance, le communisme et la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), d'autre part. Il s'attribue la paternité du microcrédit bien qu'Accion International ait eu plus de dix ans d'avance sur la Grameen Bank. En combinant donations et recherche du profit, Accion a donné naissance à des entreprises telles que Compartamos, MiBanco et BancoSol, qui ont enregistré une croissance beaucoup plus dynamique que

Grameen Bank, justement parce qu'elles ne privilégiaient pas le prêt solidaire et ne refusaient pas de faire du profit.

Le modèle non lucratif est indéniablement bien perçu. Grameen Bank a noué des partenariats avec des multinationales comme Danone (yaourts) ou Adidas (chaussures), dont l'image de marque a bénéficié de cette association. Cependant, ces sociétés se sont limitées à des programmes symboliques gérés par leurs départements de RSE. De nouveaux marchés comptabilisés en milliards de dollars transformeraient réellement la vie des pauvres. Le fait d'éviter la recherche de profit empêcherait une véritable montée en puissance de ces solutions, et le fait de renoncer aux donations limiterait le financement d'activités qui ne pourraient être structurées de manière viable.

Ce livre sera sans doute source d'inspiration pour le lecteur, mais celui-ci ne devrait pas prendre cette idée de mouvement social pour ... argent comptant.

Ricardo Hausmann

Directeur du Center for International Development et professeur de développement économique à l'université Harvard

sées figurent à la fois la durée de la période de taux d'intérêt extrêmement bas qui a suivi le ralentissement économique de 2000-03 et la persistance de politiques telles que les subventions publiques dissimulées à Fannie Mae et à Freddie Mac avant que celles-ci ne soient placées sous tutelle de l'État en septembre 2008. Une politique monétaire accommodante et la garantie implicite pour Fannie et Freddie ont contribué au recours excessif à l'emprunt ainsi qu'à la formation de la bulle immobilière — et donc à la fragilité du secteur financier et à la crise. La deuxième moitié du livre examine les réformes qui pourraient empêcher la récurrence de tels problèmes, notamment une révision de la réglementation financière et des structures de marché telles que les dispositifs de rémunération.

M. Rajan propose notamment un système de sécurité sociale plus efficace aux États-Unis, qui réduirait les craintes de récession et mettrait un terme aux politiques excessivement accommodantes qui alimentent les bulles. Si les travailleurs — c'est-à-dire les électeurs — avaient moins peur de perdre leur

emploi et des délocalisations, les politiques auraient moins besoin de prendre des mesures à risque. Selon certains, la crise résulterait des politiques menées en 2000-03 pour compenser l'éclatement de la bulle technologique en créant une bulle immobilière. La loi récemment adoptée sur le système de santé aux États-Unis correspond aux recommandations générales de M. Rajan en faveur d'une meilleure sécurité sociale.

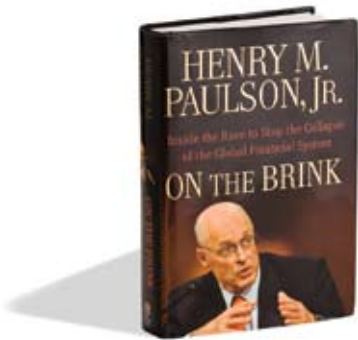
À un plus long terme, M. Rajan estime qu'une amélioration de l'éducation et de la formation pourrait remédier aux causes essentielles des inégalités. Un renforcement des compétences se traduirait par des possibilités d'emploi plus intéressantes et par des revenus supérieurs — ainsi que par des politiques moins obsédés par la relance de l'économie.

L'ouvrage de M. Rajan fait ainsi un tour complet des causes de la crise et nous propose une démarche particulièrement intéressante visant à éviter toute récurrence.

Phillip Swagel

*McDonough School of Business
Université de Georgetown*

Dans l'œil du cyclone



Henry M. Paulson, Jr.

On the Brink

Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System

Business Plus, New York, 2010,
496 pages, 28,99 \$ (toilé)

La faillite de Lehman Brothers a engendré un phénomène de fuite hors du système financier mondial. Une forte contraction du crédit a déclenché un grave ralentissement de l'activité économique mondiale qui s'est traduit, aux États-Unis, par un taux de chômage de 10 %, une baisse de 3,7 % du PIB réel et un déclin de 15 % de la production industrielle. L'ouvrage de Henry Paulson traite plusieurs questions clés soulevées par la chute de l'établissement international de services financiers : pourquoi a-t-on laissé la faillite calamiteuse de Lehman Brothers se produire? Les autorités avaient-elles anticipé les risques et, si oui, auraient-elles pu intervenir? S'il était impossible d'intervenir en amont, les pouvoirs publics auraient-ils pu renflouer Lehman au dernier moment, comme ils l'ont fait six mois plus tôt pour une autre banque d'investissement, Bear Stearns, ou dès le lendemain pour le géant de l'assurance AIG?

Henry Paulson a été Secrétaire au Trésor américain de juillet 2006 à janvier 2009, soit pendant les deux années qui ont précédé la crise et pendant les quatre premiers mois de la riposte des pouvoirs publics. Son livre décrit cette expérience.

Présentation de la crise financière

Le livre comporte une présentation historique, jalonnée par des événements

allant des premières perturbations sur le marché du crédit en août 2007 à la faillite de Bear Stearns en mars 2008, en passant par la mise sous tutelle (nationalisation) des organismes de crédit semi-publics (Fannie Mae et Freddie Mac), jusqu'à la chute de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 et le sauvetage d'AIG le lendemain. Le livre décrit aussi la réaction des décideurs, notamment la loi TARP, du nom du programme autorisant l'achat des actifs sinistrés et l'injection de capital dans les banques ainsi que la création de nombreux guichets à la Fed pour alimenter en liquidité un système financier au désarroi.

Cette présentation est utile, mais l'originalité de l'ouvrage réside dans le fait qu'il émane d'un des acteurs de la crise. Le livre s'articule en quatre points, qui sont des leçons à retenir pour améliorer la stabilité financière et rendre plus efficaces les mesures de sortie de crise.

Leçons à retenir

La première leçon porte sur les conséquences indésirables d'une segmentation de la réglementation financière. Le Secrétaire américain au Trésor était chargé de la finance au plan intérieur, mais il ne pouvait pas s'opposer à l'indépendance opérationnelle des instances de réglementation du secteur. Cette situation a compliqué la supervision macroprudentielle : on apprend ainsi avec stupeur que la nouvelle de l'état désespéré du grand assureur AIG n'est parvenue au Secrétaire au Trésor que quelques jours avant la faillite de l'établissement, ce qui a porté un sérieux coup à la politique de stabilité financière. Henry Paulson raconte que l'autorité de réglementation de Freddie Mac et de Fannie Mae rechignait à reconnaître l'état de sous-capitalisation extrême de ces organismes et à imposer leur mise sous tutelle. Il décrit aussi que l'instance spécialisée dont relevait l'établissement d'épargne en difficulté, Washington Mutual, a décidé de le recapitaliser, et le garder ainsi sous sa coupe, plutôt que de le vendre à une banque stable, JPMorgan. Six mois plus tard, Washington Mutual devenait la plus grande faillite de l'histoire américaine.

La deuxième leçon concerne l'importance du pouvoir législatif dans l'élaboration de la politique financière. Henry

Paulson rappelle à quel point, juste avant la crise, le Congrès répugnait à reconnaître que les failles s'accumulaient dans le système financier, notamment en raison de l'influence politique considérable du secteur financier, et surtout du poids des organismes de crédit d'intérêt public, «les bagarreurs les plus acharnés de Washington». Ces observations se retrouvent dans des études universitaires récentes, qui relient les contributions au profit des partis politiques aux votes du Congrès en matière économique.

La troisième leçon a trait à la difficulté de coordonner la gestion de la crise au niveau international. De l'avis général, le traitement des banques internationales en difficulté constitue sans doute le maillon faible des structures mondiales sur lesquelles repose actuellement la stabilité financière. La faillite de Lehman Brothers en est un exemple. Cette banque d'investissement avait des activités intégrées à l'échelle mondiale, et pourtant ses filiales ont dû déposer le bilan en suivant les règles de leurs juridictions respectives. Face à la faillite, l'administrateur de Lehman à Londres, PricewaterhouseCoopers, a gelé tous les actifs de la société au Royaume-Uni, y compris les garanties de tiers sur les comptes des clients. La confiance des investisseurs en a été ébranlée, même là où la loi prévoit que les comptes des clients des banques d'investissement sont séparés et protégés en cas de faillite, comme aux États-Unis. Henry Paulson explique que des particularités inattendues de la législation des faillites ont été l'un des éléments déclencheurs de l'effondrement du système financier mondial : «Tout à coup, chacun rechignait à négocier avec une contrepartie, même la plus réputée, même connue de longue date.»

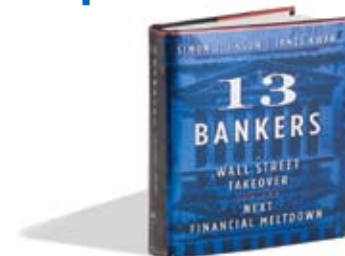
Dans sa description de la faillite de Lehman, Henry Paulson revient toujours aux lacunes du cadre réglementaire américain — c'est la quatrième leçon. Les procédures de liquidation des banques commerciales sont bien définies par la loi, mais rien de comparable n'existait pour les banques d'investissement, les compagnies d'assurances et les grands fonds spéculatifs. L'État ne pouvait pas intervenir en injectant davantage de fonds en cas de faillite d'un établissement, même si celle-ci menaçait l'ensemble du système. En théorie, la Fed pouvait ac-

order un prêt d'urgence à n'importe quel établissement, mais seulement s'il était assorti d'une «garantie jugée suffisante», c'est-à-dire avec un risque de perte minimal. Alors, pourquoi a-t-on laissé Lehman faire faillite alors que Bear Stearns et AIG ont été sauvés? Henry Paulson maintient que Lehman se distinguait des autres établissements par l'absence de garanties à donner à l'État en échange du sauvetage. Cette analyse reste controversée, mais la vision de l'œil du cyclone que nous offre Paulson apporte une perspective importante.

Lev Ratnovski

Économiste, Département des études du FMI

Qui a peur des grandes méchantes banques?



Simon Johnson et James Kwak

13 Bankers

The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown

Pantheon Books, New York, 2010,
320 pages, 26,95 \$ (toilé)

Aujourd'hui, notre objectif consiste à changer l'état d'esprit traditionnel à l'égard des très grandes banques, concluent les auteurs vers la fin d'un ouvrage extrêmement accessible et provocateur. Au cœur de ce texte réside une question qui déconcentre les décideurs économiques : comment rendre le système financier plus sûr et éviter une répétition des interventions considérables des pouvoirs publics qui ont été nécessaires pour empêcher ce même système de s'effondrer? Dans le collimateur : les difficultés engendrées par les institutions financières considérées comme trop grandes pour faire faillite. Les problèmes d'aléa moral sont bien connus, et Johnson et Kwak font allusion à un sinistre courant

sous-jacent, aux confins de la corruption des mécanismes politiques et institutionnels ayant façonné et supervisé les systèmes financiers, qui a favorisé les grandes institutions financières.

C'est une bonne histoire, avec son lot de méchants et quelques héros ici et là. Les plus méchantes sont les grandes institutions bancaires. Décrites comme les nouveaux oligarques, elles exercent une influence politique et économique excessive et profitent d'être «trop grandes pour faire faillite», en prenant des risques exagérés, sachant que le contribuable finira par les renflouer. La popularité et le soutien accordés à la libéralisation de l'économie, la culture du va-et-vient entre le secteur public et les grands établissements financiers pour les personnalités influentes, et la présence de quelques personnes à des postes clés du Trésor américain et de la Réserve fédérale ont contribué à huiler les rouages de l'exploitation. Le FMI n'est pas épargné.

Cependant, les auteurs feraient bien de reconnaître qu'à une certaine époque, ces méchants étaient considérés comme des héros pour leur traitement des crises financières antérieures et pour leur contribution à une solide croissance économique. On ne peut nier que des erreurs ont été commises au passage et, si nous pouvions revenir

en arrière, il est évident que certaines décisions ne seraient pas prises. La décision mise en avant dans le livre, qui concerne la réglementation des transactions sur produits dérivés de gré à gré, est un bon exemple à cet égard. Le livre suggère que de telles décisions pourraient refléter la capacité d'une poignée de puissants à influencer sur la destinée de la majorité; or, elles pourraient simplement avoir été dictées par une erreur de jugement ou par l'ignorance — on est toujours plus sage avec le recul.

Cet ouvrage tombe à point nommé. Les décideurs politiques du monde entier débattent de la réforme réglementaire de la finance mondiale, et des propositions sont en préparation. L'intérêt de *13 Bankers* réside dans son point de vue indépendant. Selon une de ses thèses centrales, la quasi-totalité des personnes impliquées dans la réglementation financière sont happées par la nature du processus et risquent d'influencer les réformes en faveur des grandes institutions financières. S'il s'avère, cet argument n'augurerait rien de bon pour les réformes fondamentales de nature à permettre des améliorations durables. On ne peut encore rien dire pour le moment, mais il est certain que ceux qui élaborent les réformes remettront en question les opinions des auteurs.

La dernière partie du livre, qui propose quelques solutions, est aussi la moins développée, ce qui est bien dommage puisque c'est précisément la partie qui pourrait influencer sur le débat politique. Les auteurs préconisent de limiter la taille des institutions financières à un certain pourcentage du PIB. Ils proposent des limites encore plus strictes pour la taille des établissements plus risqués. Ces limites viendraient s'ajouter aux nombreuses autres initiatives réglementaires actuellement à l'étude (portant sur les fonds propres, les liquidités, etc.). Cependant, le livre ne creuse pas plus avant les avantages et les inconvénients du recours à des limites au lieu (et en plus) de régler la question des établissements d'importance systémique en imposant des charges pour risque systémique, en limitant les transactions pour compte propre et en améliorant les mécanismes d'intervention dans les grands établissements. La fixation des limites et des éléments couverts n'est pas abordée. Une analyse plus approfondie de ces questions aurait accru l'attrait pratique de cet ouvrage stimulant et rendu d'autant plus utiles ses recommandations pour les réformes à venir.

R. Barry Johnston

Sous-Directeur, Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI

Nouvelle crise, vieux problèmes



Andrew Sheng

From Asian to Global Financial Crisis

An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s

Cambridge University Press, Cambridge, Royaume-Uni, 2009, 204 pages, 26,99 \$ (broché)

Le nouveau livre d'Andrew Sheng est arrivé juste au moment où le besoin de réponses était le plus criant. L'expérience de M. Sheng en Orient et en Occident, couplée à son passé de régulateur financier et d'universitaire à Hong Kong, plante le décor de cette analyse large et approfondie de la crise financière vue de l'Asie.

Contrairement à de nombreux analystes, M. Sheng intègre une perspective personnelle qui relève à la fois de l'histoire comparée, de la macroéconomie et de la microéconomie, et qui constitue le cadre du livre. De toute mon expérience de journaliste asiatique, je n'ai jamais lu une description plus claire ni plus complète de la crise financière de l'Asie dans les années 90, ni une analyse plus convaincante des liens intrinsèques entre cette période

et la crise mondiale actuelle. Mais, pour certains lecteurs, la réaction de M. Sheng à la crise en tant que membre d'une autorité de réglementation sera plus intéressante que ses explications théoriques.

M. Sheng montre comment et pourquoi les structures et outils institutionnels actuels sont dépassés. Parmi les sujets les plus importants qu'il traite figure la relation entre les intermédiaires financiers et les autorités de réglementation ou les pouvoirs publics. L'auteur estime que l'absence de restrictions imposées à la finance est au cœur de ces crises.

Cependant, la situation réelle est bien plus complexe. Les États tendent à simultanément sur- et sous-réglementer le secteur financier, ce qui est particulièrement vrai en Asie, affirme M. Sheng. Le système financier n'a pas besoin d'être plus mais mieux réglementé.

«Les cycles de réglementation doivent comprendre une évaluation constante

des résultats par rapport aux objectifs afin de déterminer si la stratégie, les priorités, les incitations, les normes, les structures, les processus et la mise en œuvre ont la bonne dimension compte tenu du contexte», écrit M. Sheng. Voilà un argument raisonnable, mais comment garantir que l'évaluation ait lieu?

En Chine, de telles évaluations sont sans doute impossibles à ce stade de développement du système financier. La captation réglementaire est monnaie courante dans ce pays. Aujourd'hui, les pays ont besoin de régulateurs qui se focalisent sur l'élaboration et sur l'application des règles, sans se substituer au marché. Ces régulateurs devraient améliorer le système de négoce, superviser certains groupes d'intérêts, s'assurer d'une communication appropriée des informations, pénaliser les contrevenants et éduquer les investisseurs.

Or, les régulateurs chinois ne semblent pas intéressés outre mesure par de telles missions. Bien au contraire, du fait de leur récupération par de puissants groupes d'intérêts, ils appliquent des politiques excessivement protectionnistes au nom de la sauvegarde des intérêts des investisseurs. Il s'ensuit un contrôle artificiel de l'offre et de la demande de titres et une déformation du marché, qui incitent les entreprises cotées à rechercher la fa-

veur des pouvoirs publics, transformant ainsi les investisseurs en spéculateurs. M. Sheng fait valoir que «la transparence est nécessaire, mais pas suffisante». C'est le moins qu'on puisse dire : en Chine, la transparence reste une utopie.

Comme le souligne M. Sheng, «le principal problème structurel que rencontrent les économies asiatiques réside dans l'héritage d'une structure de gouvernance en silo relativement fermée et hiérarchique, face à un marché mondial complexe, ouvert et en rapide évolution». On ne peut mieux dire.

M. Sheng nous raconte qu'après la crise asiatique et l'éclatement de la bulle des valeurs technologies, le monde financier a connu sa refonte la plus profonde depuis les années 30, dans des domaines allant de la comptabilité à la gouvernance des entreprises, en passant par la réglementation et par les secteurs financiers nationaux. Mais ces mesures n'ont pas suffi à endiguer la dernière crise. En fait, certaines y auraient même contribué. Et le monde cherche encore la réponse à des questions critiques, notamment celles qui gravitent autour de la notion de «trop grand pour faire faillite».

Il y a néanmoins un espoir de surveillance financière pour l'avenir, même si les derniers événements n'incitent pas à l'optimisme. La logique du plan de

sauvetage met l'accent sur les facteurs à l'origine des crises financières, celle d'aujourd'hui comprise. Par exemple, le plan, de sauvetage n'a aucunement modifié — il aurait même aggravé — le mécanisme d'incitations dans le secteur financier et le conflit principal-agent. M. Sheng garde néanmoins espoir : «si toutes les crises financières sont différentes, elles présentent toutefois des éléments communs qui devraient, je l'espère, nous aider à repérer et à atténuer les prochaines», explique l'auteur.

Les défis à relever en Asie étant extrêmement sérieux, la perspective réglementaire de M. Sheng pour le continent est particulièrement bienvenue à ce stade de l'histoire des marchés. «Très rares sont les livres écrits sur la crise asiatique par de hauts responsables locaux en poste pendant la crise», précise-t-il. «Or, la vision asiatique de l'histoire mérite d'être racontée pour la postérité.»

M. Sheng a le mérite de reconnaître sa responsabilité dans l'histoire. Mais nous lui sommes surtout reconnaissants d'identifier certains des plus grands obstacles à un système financier solide, et de montrer le chemin vers des solutions pour l'avenir.

Hu Shuli

*Rédacteur en chef de Caixin Media et
doyen de l'École de communication et de
design de l'université Sun Yat-sen*

FMI Bulletin

Informations et
analyses sur
la mondialisation et
ses conséquences
pour les économies
du monde entier

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

Le crédit au secteur privé reste faible



Le crédit bancaire continue de diminuer malgré la reprise mondiale

LA PÉRIODE qui a précédé la crise financière internationale de 2008 a été marquée par une surabondance de liquidité dans le monde et une expansion rapide du crédit, surtout en faveur du secteur privé. À la suite de la crise, les banques, soucieuses d'assainir leurs bilans mis à mal par la chute des prix des actifs, d'absorber un nombre croissant de créances improductives et, plus généralement, de réduire leurs risques en se désendettant, ont diminué leurs prêts au secteur privé. La croissance du crédit bancaire a ainsi fortement chuté en valeur réelle et va sans doute rester atone dans la plupart des principales économies et groupes de pays.

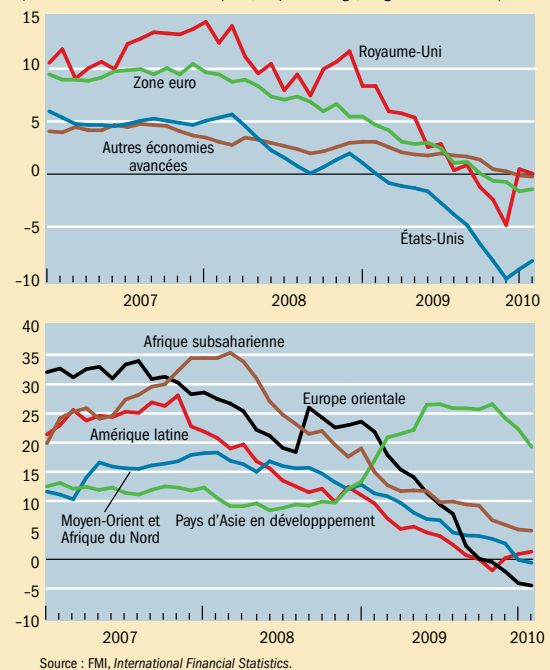
Les pays avancés ont cherché à contrer la récession et à consolider les bilans des banques par une injection massive de fonds publics et des mesures visant à desserrer le crédit, mais les prêts au secteur privé n'ont pas augmenté. Après avoir été d'environ 7 % par an en moyenne jusqu'à la mi-2008, la croissance du crédit bancaire a ralenti sur les marchés établis, puis elle est devenue négative à la fin de 2009. C'est au Royaume-Uni que le recul a été le plus marqué en 2009 (environ 20 %). Aux États-Unis, le crédit était en repli de près de 10 % en glissement annuel au début de 2010. La zone euro a suivi une tendance comparable.

L'amélioration des conditions financières n'a pas relancé le crédit au secteur privé pour plusieurs raisons. Tout d'abord, la dégradation de la situation économique a entraîné une baisse de la demande de crédit, car les entreprises ont réduit leur production et les ménages leur consommation. Ensuite, face au regain d'incertitude, à la détérioration de leur situation financière et à la hausse des pertes sur prêts, les banques ont durci leurs conditions de prêt et leurs bilans sont encore fragiles. Se repliant sur la qualité, elles préfèrent investir dans des obligations publiques que de prêter au secteur privé. Enfin, il se peut que les incertitudes qui entourent la future réglementation les dissuadent d'accorder des prêts.

Au sein du groupe des pays émergents et en développement, c'est l'Europe orientale qui a subi le ralentissement le plus pro-

Le crédit bancaire ne s'est pas encore redressé.

(crédit bancaire réel au secteur privé, en pourcentage, en glissement annuel)



noncé de la croissance du crédit, après avoir bénéficié d'un afflux considérable de capitaux étrangers et de prêts transnationaux avant la crise. Lorsque celle-ci a éclaté, la croissance du crédit s'est effondré et n'a toujours pas commencé à se relever, en raison notamment de l'arrêt des financements étrangers au secteur bancaire. En Amérique latine, en Afrique subsaharienne, au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, la croissance du crédit a suivi plus ou moins la même évolution, avec des taux compris entre zéro et 5 % à la fin de 2009.

Dans les pays émergents et en développement d'Asie, en revanche, le crédit au secteur privé ne semble pas avoir souffert de la crise financière. La croissance du crédit bancaire s'y est même accentuée durant la crise et n'a commencé à fléchir que récemment. Il faut toutefois préciser que cette évolution a été fortement influencée par la Chine, où le crédit bancaire est en hausse régulière depuis 2005 et a atteint une croissance de 35 % fin 2009, grâce aux solides perspectives de croissance économique du pays et à l'appréciation des actifs.

Préparé par José M. Cartas et Martin McConagha
du Département des statistiques du FMI.

La base de données

Nos calculs se fondent sur les données monétaires communiquées par les pays membres au Département des statistiques du FMI en vue de leur publication dans *International Financial Statistics*. La valeur réelle des créances intérieures des banques sur le secteur privé est obtenue par l'application d'un déflateur (l'indice des prix à la consommation) aux séries nominales. Les taux de croissance régionaux sont des moyennes pondérées des taux de croissance des différents pays. Les groupes de pays sont les mêmes que dans les *Perspectives de l'économie mondiale*. La base de données peut être consultée à www.imfstatistics.org/imf.

Pour élargir votre connaissance du monde, rendez-vous à la librairie du FMI.

Perspectives de l'économie mondiale

Riche en informations factuelles et en chiffres sur les pays, ce rapport présente de façon claire et pratique, outre des projections mondiales, les perspectives en matière de croissance, d'inflation et de commerce.



Rapport sur la stabilité financière dans le monde

Publié en anglais, ce rapport permet de mieux comprendre les flux de capitaux mondiaux en décrivant la situation des marchés financiers, notamment les événements qui pourraient influencer sur la stabilité financière internationale.



Vient de paraître

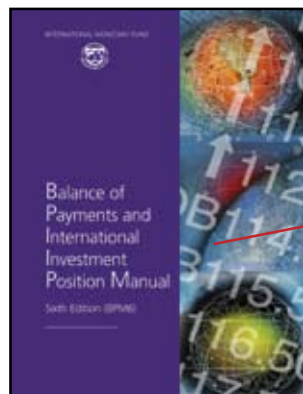
Régimes de change et stabilité du système monétaire international

Publiée en anglais, cette étude de la stabilité du système global de change examine les performances macroéconomiques en fonction des régimes de change, la question du choix du régime de change et les sources potentielles de tension au sein du système monétaire international.



Manuel de la balance des paiements, 6^e édition

Cette édition révisée et actualise les normes régissant les concepts, définitions et classifications à la base des statistiques des comptes internationaux. Ces normes sont utilisées à l'échelle mondiale pour établir des données complètes et comparables.



Pour commander : Visitez la librairie en ligne du FMI, où vous trouverez tous les liens vers les publications, données et rapports les plus récents.

