



RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT, 2011

L'économie mondiale après la crise



NATIONS UNIES



CONFÉRENCE DES NATIONS UNIES SUR LE COMMERCE
ET LE DÉVELOPPEMENT
GENÈVE

RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT, 2011

Rapport du secrétariat de la Conférence des Nations Unies
sur le commerce et le développement



NATIONS UNIES
New York et Genève, 2011

Note

- Les cotes des documents de l'Organisation des Nations Unies se composent de lettres majuscules et de chiffres. La simple mention d'une cote dans un texte signifie qu'il s'agit d'un document de l'Organisation.
-
- Les appellations employées dans la présente publication et la présentation des données qui y figurent n'impliquent de la part du Secrétariat de l'Organisation des Nations Unies aucune prise de position quant au statut juridique des pays, territoires, villes ou zones, ou de leurs autorités, ni quant au tracé de leurs frontières ou limites.
-
- Le texte de la présente publication peut être cité ou reproduit sans autorisation, sous réserve qu'il soit fait mention de ladite publication et de sa cote et qu'un justificatif soit adressé au secrétariat de la CNUCED.

UNCTAD/TDR/2011

PUBLICATION DES NATIONS UNIES

ISSN 0256-0887

Table des matières

	<i>Page</i>
<i>Notes explicatives</i>	<i>xi</i>
<i>Sigles</i>	<i>xiii</i>
<i>APERÇU GÉNÉRAL</i>	<i>I-XVIII</i>

Chapitre I

TENDANCES ET PROBLÈMES ACTUELS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE..... 1

A. Tendances récentes de l'économie mondiale	1
1. Croissance mondiale.....	1
2. Commerce international	7
3. Évolution récente des marchés de produits de base	11
B. Les politiques des revenus et l'avenir	18
1. Les salaires et la croissance économique	18
2. Politique des revenus et lutte contre l'inflation	21
3. La crise européenne et la nécessité de politiques des revenus volontaristes	24
C. Rééquilibrage, croissance et développement au niveau mondial: évaluation de la coopération internationale	26
Notes	31
Bibliographie	32

Chapitre II

CRISE FINANCIÈRE: ASPECTS BUDGÉTAIRES ET IMPACT SUR LA DETTE PUBLIQUE.....35

A. Introduction	35
B. Aspects budgétaires de la crise mondiale	37
1. Solde budgétaire et déséquilibres mondiaux avant la crise	37
2. Évolution des comptes budgétaires et impact de la crise	45
3. Mesures budgétaires adoptées face à la crise	47
C. Évolution de la dette publique	51
1. Tendances récentes de la dette publique dans les pays développés et les pays en développement	51
2. Contribution de facteurs non budgétaires aux crises de la dette.....	54
D. Conclusions	58
Notes	59
Bibliographie	60

Chapitre III**MARGE D'ACTION BUDGÉTAIRE, VIABILITÉ DE L'ENDETTEMENT ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE**..... 63

A. Introduction	63
B. Les problèmes de politique budgétaire	65
1. Stratégies de sortie de crise et retour à un objectif de rééquilibrage budgétaire	66
2. Un rééquilibrage budgétaire sans mesures de relance préalables: la justification des politiques budgétaires procycliques	71
3. Le cas particulier des pays riches en ressources naturelles	74
C. Aspects qualitatifs et quantitatifs de la marge de manœuvre budgétaire	75
1. Une vue dynamique et globale de la marge de manœuvre budgétaire	77
2. Taux d'intérêt et marge de manœuvre budgétaire	79
3. Financement fonctionnel et multiplicateurs budgétaires.....	81
D. Le problème des crises de la dette publique	84
1. Prévenir les crises de la dette.....	85
2. Des réponses aux crises de la dette.....	87
3. Restructuration de la dette.....	88
E. Conclusions: sortir de la dette	91
Notes	93
Bibliographie	95

Chapitre IV**RÉRÉGLEMENTATION ET RESTRUCTURATION FINANCIÈRES** 99

A. Introduction	99
B. Comment en est-on arrivé là?	102
1. La création de risque par le secteur financier	102
2. La déréglementation et le système bancaire fantôme.....	103
3. Le rôle du prêteur en dernier ressort en jeu	105
C. Réglementation financière: des problèmes non résolus	107
1. Autoréglementation et risque endogène	107
2. Établissements financiers d'importance systémique	109
3. Instabilité des mouvements de capitaux, et nécessité de réglementer ces flux.....	110
4. Libéralisation des services et réglementation prudentielle.....	111
D. Réformes inachevées: les politiques recommandées	113
1. Reréglementation et risque endogène.....	114
2. Au-delà de la réglementation: pour une restructuration du système bancaire.....	116
3. Nécessité d'un secteur bancaire plus équilibré: banques publiques et coopératives.....	117
4. Établir un «pare-feu» entre les banques commerciales et les banques d'investissement.....	118

Notes	119
Bibliographie	120

Chapitre V

MARCHÉS DE PRODUITS DE BASE FINANCIARISÉS: ÉVOLUTION RÉCENTE ET QUESTIONS DE POLITIQUE GÉNÉRALE.....	123
---	------------

A. Introduction.....	123
B. Tendances et faits nouveaux sur les marchés de produits de base financiarisés	128
C. Formation des prix des produits de base: les rôles de l'information et des comportements moutonniers	131
1. Information et incertitude sur les marchés des produits de base	131
2. Comportements moutonniers.....	135
D. Marchés financiarisés: impact global sur l'évolution des prix des produits de base.....	141
1. Positions des opérateurs et prix des produits de base.....	141
2. Effets sur les prix des investisseurs financiers intervenant sur différents marchés d'actifs	144
E. Considérations de politique générale et recommandations	152
1. Améliorer la transparence sur les marchés physiques de produits	152
2. Améliorer la transparence sur les marchés à terme et les marchés de gré à gré pour les produits de base.....	154
3. Mieux réglementer l'activité des investisseurs financiers	154
4. Mécanismes contre les bulles spéculatives.....	158
Notes.....	160
Bibliographie	164

Annexe au chapitre V

Réforme de la réglementation des marchés d'instruments dérivés adossés aux produits de base..	167
Notes	172
Bibliographie	173

Chapitre VI

L'ORDRE MONÉTAIRE MONDIAL ET LE SYSTÈME COMMERCIAL INTERNATIONAL.	175
--	------------

A. Introduction.....	175
B. Repenser la gouvernance économique mondiale	177

C. Les afflux de capitaux privés déstabilisants: retour au statu quo	179
1. Appétit pour le risque et opérations spéculatives de «carry trade».....	179
2. Le yen japonais et le dollar des États-Unis comme monnaies de financement.....	185
3. Le coût des interventions en cas d'appréciation.....	186
D. Désalignement des taux de change réels dans l'Union économique et monétaire européenne..	187
E. Un flottement encadré et réglementé comme solution possible⁴	190
1. Flexibilité du taux de change nominal.....	190
2. Vers une plus grande stabilité du taux de change réel.....	191
3. Ajustement du taux de change en fonction de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change.....	193
F. Limites et efficacité du flottement contrôlé	195
1. Efficacité des interventions sur les marchés des changes.....	195
2. Portée des interventions sur les marchés des changes et coût de la stérilisation.....	196
G. Coopération internationale pour la gestion des taux de change	198
H. La politique économique et le rôle de l'intervention	199
Notes	202
Bibliographie	203

Liste des tableaux

<i>Tableaux</i>	<i>Page</i>
1.1 Croissance de la production mondiale, 2003-2011	2
1.2 Volume des exportations et des importations de marchandises, par région et par pays et groupe de pays, 2007-2010.....	8
1.3 Prix mondiaux des produits primaires, 2005-2011.....	15
1.4 Croissance des salaires réels, différentes régions et différents pays, 2001-2010.....	20
2.1 Évolution des indicateurs budgétaires dans certaines régions, 1997-2010	44
2.2 Plans de relance budgétaire, annoncés dans certains pays, 2008-2010.....	48

Liste des encadrés

<i>Encadrés</i>	<i>Page</i>
3.1 Relance budgétaire et effet d'éviction.....	72
3.2 Multiplicateurs budgétaires	92
5.1 Le point de vue des acteurs intervenant sur les marchés de produits de base: résultats d'une enquête de la CNUCED.....	132
5.2 L'interaction entre marchés physiques et marchés financiers.....	142
5.3 Sources d'information sur les fondamentaux des marchés de produits de base.....	155
6.1 La Slovénie – un exemple de flottement contrôlé réussi.....	196
6.2 Intervention stérilisée et bilan de la Banque centrale de Chine.....	197

Liste des graphiques

<i>Graphique</i>	<i>Page</i>
1.1 PIB réel aux prix du marché, 2002-2011.....	2
1.2 Commerce mondial en volume, janvier 2000-avril 2011	8
1.3 Termes de l'échange nets, 2000-2010	10
1.4 Évolution mensuelle des prix des produits de base, du taux de change dollar-euro et de la production industrielle mondiale, janvier 2002-mai 2011	13
1.5 Part des salaires dans le revenu national, différents pays, 1980-2010	19
1.6 Masse salariale totale et consommation privée en prix constants, quelques pays, 1996-2010	22
1.7 Balance des comptes courants, quelques pays et groupes de pays, 2005-2011.....	27
1.8 Taux de change effectif réel, quelques pays, janvier 2000-mai 2011.....	30
2.1 Formation brute de capital, balance des paiements courants et épargne nationale dans certains pays, 1990-2010.....	38
2.2 Recettes et dépenses publiques et solde budgétaire dans certaines régions, 1997-2010.....	43
2.3 Ratio dette publique/PIB dans les pays en développement, par groupe de revenu, 1970-2010.....	52
2.4 Ratio dette publique – intérieure et extérieure – totale/PIB dans les pays en développement, 1970-2010.....	52
2.5 Dette extérieure des pays en développement, par catégorie de dette, 1970-2009.....	53
2.6 Contributions à la croissance du ratio dette/PIB, 1985-2004.....	55
3.1 Corrélation entre la dette publique (exprimée en pourcentage du PIB) et les taux d'intérêt réels à long terme en Allemagne, au Japon et aux États-Unis, 1981-2010.....	68
3.2 Comparaison entre les prévisions de croissance de PIB, le solde budgétaire et la balance des opérations courantes dans les programmes soutenus par le FMI et les valeurs effectives pour certains pays.....	70
3.3 Taux d'intérêt réel et croissance du PIB réel dans certains pays, 1991-2010	78
5.1 Investissements financiers dans les produits de base et les actions, en pourcentage du PIB mondial, 1998-2010	128
5.2 Investissements financiers dans les produits de base par rapport à la production mondiale de pétrole, 2001-2010.....	129
5.3 Différents types de comportements moutonniers.....	135
5.4 Prix et positions financières longues nettes, par catégorie d'opérateurs et pour certains produits, juin 2006-juin 2011.....	145
5.5 Positions des gérants de fonds et prix du pétrole brut, janvier 2009-juin 2011	146
5.6 Corrélation entre les indices des produits de base et des actions, 1986-2011	147

<i>Graphique</i>	<i>Page</i>
5.7 Dynamique de la production industrielle mondiale après les pics de quatre cycles économiques.....	148
5.8 Évolution des prix des produits de base et des prix des actions avant et après les creux de certains cycles économiques	150
5.9 Corrélation entre les investissements financiers dans les produits de base et certains taux de change, janvier 1986-juin 2011	151
6.1 Évolution des taux d'intérêt à court terme, janvier 1996-février 2011.....	180
6.2 Inflation et aux d'intérêt à court terme dans les pays émergents et les pays en transition, janvier 1996-février 2011.....	181
6.3 Mouvements des taux et des réserves de change, et investissements de portefeuille nets, troisième trimestre 2005-troisième trimestre 2010.....	182
6.4 Apports de capitaux privés nets (hors IED): pays émergents et pays en développement, 1990-2010	182
6.5 Positions nettes des opérateurs non commerciaux sur le marché à terme pour le dollar australien et le yen japonais, janvier 2005-avril 2011.....	184
6.6 Ratio portage/risque, 2005-2010	184
6.7 Différentiel d'inflation et taux de change nominal et réel au Brésil, janvier 1996-février 2011	185
6.8 Coûts unitaires de main-d'œuvre et déflateur du PIB dans l'UEM, 1999-2010	188
6.9 Balances des opérations courantes dans l'UEM, 1991-2010	189
6.10 Évolution des taux de change effectifs réels fondés sur l'indice des prix à la consommation et sur les coûts unitaires de main-d'œuvre dans certains pays, 1991-2010.....	192
6.11 Taux de change de certaines monnaies: valeurs effectives et trajectoires simulées de la parité de pouvoir d'achat et de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change	193

Notes explicatives

Définition des catégories de pays et de produits

Dans le présent rapport, les pays ont été regroupés en différentes catégories uniquement à des fins d'analyse ou de présentation des statistiques et ce classement n'implique aucun jugement en ce qui concerne le degré de développement de tel ou tel pays ou territoire.

Les principales catégories de pays reprennent la classification du Bureau de statistique de l'ONU, comme suit:

- » Pays développés ou industriels/industrialisés: pays membres de l'OCDE (sauf le Mexique, la République de Corée et la Turquie), plus nouveaux membres de l'UE et Israël;
- » Pays en transition: pays de l'Europe du Sud-Est et de la Communauté d'États indépendants (CEI);
- » Pays en développement: tous pays, territoires ou zones autres que ceux mentionnés ci-dessus.

Le mot «pays» s'entend également, le cas échéant, des territoires ou zones.

Sauf indication contraire, dans le texte ou les tableaux, la région «Amérique latine» englobe les Caraïbes.

Sauf indication contraire, dans le texte ou les tableaux, la région «Afrique subsaharienne» englobe l'Afrique du Sud.

Sauf indication contraire, à des fins statistiques, les groupements régionaux et les catégories de produits employés dans le présent rapport sont ceux employés dans la publication de la CNUCED intitulée *Manuel de statistiques 2010* (publication des Nations Unies, numéro de vente: B/10.II.D.1). Les données pour la Chine ne comprennent pas les données pour la Région administrative spéciale de Hong Kong, la Région administrative spéciale de Macao et la Province chinoise de Taiwan.

Autres notes

Sauf indication contraire, le «dollar» s'entend du dollar des États-Unis.

Les taux annuels de croissance et de variation sont des taux composés.

Sauf indication contraire, les exportations sont indiquées en valeur f.a.b. et les importations en valeur c.a.f.

Les périodes indiquées par deux années séparées par un tiret (-), par exemple 1988-1990, sont les périodes allant du début de la première année mentionnée à la fin de la seconde.

Une période indiquée par deux années séparées par une barre oblique (/), par exemple 2000/01, désigne un exercice budgétaire ou une campagne agricole.

Un point (.) signifie sans objet.

Deux points (..) indiquent que les données ne sont pas disponibles ou ne sont pas communiquées séparément.

Un tiret (-) ou un zéro (0) indiquent que le montant est nul ou négligeable.

Les chiffres étant arrondis, leur total ne représente pas toujours la somme exacte de ses éléments.

AGCS	Accord général sur le commerce des services
AIE	Agence internationale de l'énergie
BRI	Banque des règlements internationaux
CEI	Communauté d'États indépendants
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
CSF	Conseil de stabilité financière
FAO	Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture
FMI	Fonds monétaire international
IPC	Indice des prix à la consommation
MCE	mécanisme de change européen
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OMC	Organisation mondiale du commerce
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PIB	produit intérieur brut
PPA	parité(s) de pouvoir d'achat
S&P GSCI	Standard and Poor's Goldman Sachs Commodity Index
SME	système monétaire européen
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire

APERÇU GÉNÉRAL

Le degré d'intégration et d'interdépendance économiques dans le monde aujourd'hui est sans précédent. Cette économie mondialisée ne peut pas fonctionner dans l'intérêt de tous sans une solidarité et une coopération internationales. La crise financière et économique mondiale déclenchée par l'effondrement de grands établissements financiers a mis en lumière cette situation, et souligné la nécessité de concevoir de nouvelles formes de collaboration au niveau mondial. Le G-20, devenu une tribune de premier plan pour la coopération économique internationale, a réussi à coordonner une réponse politique immédiate à la crise, ou «récession» comme elle est désormais appelée. Dans une première étape, les principales banques centrales se sont lancées dans un assouplissement concerté des politiques monétaires, et la plupart des membres du G-20 se sont engagés dans de vastes plans de relance budgétaire et dans des programmes d'aide d'urgence pour retrouver la stabilité financière. Ces mesures ont permis, ensemble, de mettre un terme au plongeon de l'économie et ont été pour les décideurs un premier succès important dans la lutte contre la crise. Mais malgré d'intenses discussions, peu de progrès a été fait sur de grandes problématiques qui préoccupaient elles aussi le G-20, comme la réglementation du secteur financier, notamment pour trouver des réponses aux problèmes liés à la «financiarisation» des marchés de nombreux produits primaires, et, surtout, la réforme du système monétaire international pour lutter contre les mouvements à court terme de capitaux instables relevant essentiellement de la spéculation monétaire.

Mais la reprise économique mondiale est entrée en même temps dans une nouvelle phase de fragilité faute d'un réel processus de croissance autonome tiré par les dépenses privées et par l'emploi, surtout dans les pays développés. Beaucoup de ces pays sont passés d'une politique de relance budgétaire à une politique de compression des dépenses publiques qui risque de conduire à une stagnation prolongée voire une contraction de leur économie. Compte tenu de la stagnation de l'emploi et des salaires en Europe, au Japon et aux États-Unis, ces pays devraient poursuivre des politiques de relance de leur économie au lieu d'essayer de «regagner la confiance des marchés financiers» en réduisant prématurément les dépenses publiques. Le risque essentiel est que les salaires et les revenus collectifs ne progressent pas suffisamment pour contribuer à un processus de croissance durable et globalement équilibré fondé sur la demande intérieure. Cela signifie que le risque d'une poussée inflationniste due à l'augmentation des prix des produits de base est très faible. Quelques rares pays seulement qui ont une croissance vigoureuse et une dynamique des salaires plus forte que prévu sont confrontés à des risques d'inflation.

Le redressement des prix des produits de base a aidé les pays en développement à maintenir leur rythme de croissance, mais ces prix sont extrêmement instables car fortement tributaires des activités spéculatives d'acteurs du marché n'obéissant qu'à des considérations d'ordre purement financier. Et même si dans un certain nombre de grands pays en développement la croissance est davantage tirée aujourd'hui par des «moteurs» intérieurs que par les exportations, elle reste vulnérable aux évolutions défavorables du système financier international. Ces pays sont exposés

en particulier à des mouvements de capitaux à court terme qui ont tendance à peser à la hausse sur leur monnaie et à pénaliser leurs industries d'exportation. Les pays en développement sont donc confrontés aussi à de très importants risques, et ils devraient s'efforcer de préserver leur stabilité macroéconomique et de contenir les effets des dysfonctionnements extérieurs. Au fur et à mesure qu'ils progressent sur la voie du développement, ils devraient aussi mieux se faire entendre dans le débat mondial sur une nouvelle architecture du système monétaire et financier international.

L'économie mondiale ne s'est pas encore remise de la pire récession depuis la Grande Dépression. Grâce à des politiques anticycliques courageuses et coordonnées au niveau mondial, les pays ont pu éviter un naufrage économique. Mais les décideurs ne peuvent pas se permettre de passer à côté de cette occasion d'un remaniement plus fondamental des politiques et des institutions. Une réglementation stricte du secteur financier afin de l'orienter davantage vers les investissements productifs est indispensable pour assurer une plus grande stabilité de l'économie mondiale et son retour sur la voie d'une croissance durable. Mais cela suppose une cohérence accrue entre le système commercial multilatéral et le système monétaire international. Aux niveaux national et régional, il apparaît très souhaitable de réorienter les politiques budgétaires en tenant compte des impératifs de la situation macroéconomique globale, plutôt qu'en s'attachant exclusivement à rééquilibrer les budgets ou à atteindre des objectifs rigides en matière de déficit public. Mais s'il n'y a pas un renversement de la tendance actuelle, caractérisée par des perspectives de diminution des revenus du ménage moyen, et un retour à des politiques privilégiant la croissance des revenus collectifs comme base d'un développement durable et équilibré dans les pays riches comme dans les pays pauvres, toutes les autres tentatives pour renouer avec la croissance resteront vaines.

La reprise de l'économie mondiale marque le pas, avec d'importants risques de rechute

La reprise mondiale a ralenti en 2011. Le PIB mondial ne devrait progresser que de 3,1 %, alors qu'il avait crû de 3,9 % en 2010. Dans beaucoup de pays développés, le ralentissement risque même de s'accroître au cours de l'année avec l'application par les gouvernements de politiques de réduction des déficits publics ou des déficits courants. Dans la plupart des pays en développement, la dynamique de croissance reste beaucoup plus forte, tirée surtout par la demande intérieure.

Lorsque les effets positifs initiaux des cycles des stocks et des programmes de relance budgétaire ont commencé à s'estomper au milieu de l'année 2010, ils ont révélé une faiblesse fondamentale du processus de reprise dans les pays développés. La demande privée n'est pas assez forte à elle seule pour soutenir la poursuite de la reprise; et la consommation intérieure reste atone à cause du niveau de chômage toujours élevé et de la stagnation ou de la faible progression des salaires. En outre, l'endettement des ménages dans plusieurs pays reste important et les banques sont réticentes à fournir de nouveaux financements. Dans cette situation, le passage à des politiques d'austérité budgétaire et monétaire risque de conduire à une période prolongée de croissance médiocre, voire de contraction pure et simple, dans les pays développés.

Aux États-Unis, la reprise marque le pas, et la croissance est bien inférieure à ce qu'il faudrait pour induire un recul notable du chômage. La deuxième série de mesures d'assouplissement quantitatif n'a elle-même pas réussi à accroître le volume de crédit disponible pour l'économie, car la demande intérieure a pâti de la stagnation des salaires et de l'emploi. Comme il n'y a guère de possibilité d'abaisser davantage les taux d'intérêt – qui sont déjà à un point bas historique – et que l'effet des mesures de relance budgétaire s'estompe, un retour rapide à une trajectoire de croissance satisfaisante est très peu probable. Au Japon, la reprise a souffert de la désorganisation sans précédent des chaînes d'approvisionnement et du secteur de la fourniture d'énergie due au tremblement de terre et au tsunami massifs du mois de mars. Dans l'Union européenne, la croissance devrait rester inférieure à 2 % en 2011, mais avec d'importantes disparités selon les pays membres.

En Allemagne, le dynamisme nouveau des exportations (en particulier vers l'Asie) et de l'investissement, combiné avec un accroissement des dépenses publiques, s'est traduit par une forte progression de l'activité économique en 2010 et au début de 2011, mais comme dans les autres pays développés les revenus collectifs restent très faibles, de même que la demande intérieure.

Avec la crise de l'euro qui n'a pas encore trouvé de solution, la résurgence de graves tensions sur le marché de la dette au deuxième trimestre de 2011 et l'extension possible des mesures d'austérité à l'ensemble de l'Europe, il y a un important risque que la zone euro continue à peser fortement sur la reprise mondiale. Et il n'est pas exclu que les mesures d'austérité – principal levier d'action utilisé face à la crise de l'euro, sans tenir compte de la croissance de la demande intérieure dans la région – produisent des effets tout à fait contraires à ceux attendus. Les pays touchés par la crise dans la zone euro se trouvent dans une situation extrêmement difficile. Alors qu'ils auraient besoin de faibles taux d'intérêt et d'une relance de leur croissance, il se trouve au contraire que leur dynamique de croissance est faible et que les taux d'intérêt de leur dette publique sur le marché sont excessivement élevés.

La croissance relativement rapide dans les pays en développement a été tirée davantage par la demande intérieure

On peut penser que les taux de croissance des pays en développement resteront largement supérieurs – à près de 6,5 % – à ceux des pays développés. Dans beaucoup de pays en développement, la croissance a été portée davantage par la demande intérieure que par les exportations. Les pays émergents (comme l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde et la Turquie, parmi les membres du G-20) ont été confrontés à l'important défi que représentaient des apports de capitaux à court terme attirés par des taux d'intérêt plus élevés, liés à une plus forte inflation ou à un durcissement des politiques monétaires. Ces apports de capitaux ont énormément pesé à la hausse sur leurs monnaies et ont tendance à affaiblir leurs secteurs d'exportation et à creuser leurs déficits courants. Au Brésil, la Banque centrale est intervenue vigoureusement sur le marché des changes, mais dans le même temps elle a relevé encore son taux directeur, pourtant déjà très élevé en termes réels, et la politique budgétaire a été resserrée. La Banque centrale de la Fédération de Russie a agi de la même manière.

L'expansion est restée vigoureuse dans toutes les régions en développement, à l'exception de l'Afrique du Nord et de certains pays d'Asie occidentale, où l'agitation politique a pesé sur l'investissement et sur le tourisme et, par conséquent, sur la croissance aussi. C'est en Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est qu'on a continué à enregistrer les plus forts taux de croissance du PIB, même s'il semble se dessiner un certain fléchissement dû aux répercussions de la situation au Japon sur les chaînes d'approvisionnement, au resserrement des conditions monétaires et à la demande atone dans certains grands marchés d'exportation comme le Japon et les États-Unis. En Chine, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a diminué, et l'investissement productif et la consommation privée sont désormais les deux grands moteurs de la croissance. La progression des salaires en Chine est un important facteur pour rendre l'économie chinoise moins tributaire des exportations, de sorte qu'en ayant leur pleine part des gains de productivité du pays les travailleurs contribuent de manière effective à un rééquilibrage de la demande mondiale.

En Amérique latine et dans les Caraïbes, l'expansion reste robuste. Même si l'économie brésilienne ralentit, l'Argentine et la plupart des pays andins devraient connaître cette année encore une croissance rapide. Au Mexique et dans la plupart des petits pays d'Amérique centrale et des Caraïbes, la croissance sera beaucoup plus modeste, essentiellement parce que ces pays sont tributaires des exportations vers les États-Unis. L'Afrique subsaharienne devrait enregistrer une croissance aussi rapide qu'en 2010. Grâce aux gains liés à l'évolution des termes de l'échange, des investissements d'infrastructure et des politiques budgétaires expansionnistes devraient permettre de tirer la croissance économique dans la sous-région, et le développement rapide du secteur des services y contribuera aussi. Toutefois, il n'est guère probable que les taux de croissance du PIB

en Afrique subsaharienne permettent de réduire notablement la pauvreté dans un avenir proche, car trop souvent les avancées économiques n'ont pas de retombées positives pour la population dans son ensemble.

Dans les pays en transition, les taux de croissance restent inférieurs au taux moyen de croissance des pays en développement, mais ils ont retrouvé leur tendance d'avant la crise et devraient progresser considérablement plus vite que ceux des pays développés.

Reprise du commerce international, et instabilité des prix sur les marchés des produits de base

Le commerce international des marchandises et des services est fortement reparti à la hausse en 2010, après avoir connu sa plus grave contraction depuis la Deuxième Guerre mondiale. En 2011 toutefois le volume des échanges internationaux ne devrait enregistrer qu'un taux de croissance inférieur à 10 %, contre 14 % en 2010, surtout dans les pays développés. Les prix des produits de base se sont redressés dès le début du cycle et ont été marqués par une forte instabilité, essentiellement à cause de la présence plus importante des investisseurs financiers sur les marchés de ces produits.

Bien que l'indice de la CNUCED pour les prix des denrées alimentaires ait dépassé en février 2011 les niveaux atteints durant la crise alimentaire de 2007-2008, en termes de sécurité alimentaire la situation semble moins critique qu'à cette époque grâce aux prix relativement bas du riz et à une bonne récolte de céréales en Afrique en 2010. En outre, la plupart des pays exportateurs de denrées alimentaires ont préféré ne pas imposer de mesures de restriction à l'exportation comme celles qui avaient notablement contribué à la crise alimentaire de 2007-2008. Mais la hausse des prix des denrées alimentaires en 2010-2011 pourrait avoir de graves répercussions sur la sécurité alimentaire, auxquelles s'ajoutent les menaces de famine en Afrique de l'Est. Cette augmentation des prix vient aggraver encore l'extrême pauvreté, puisque la facture des importations alimentaires des pays à faible revenu devrait bondir de 27 % en 2011. Il fallait donc que les gouvernements prennent des mesures pour atténuer les conséquences de cette situation pour les plus pauvres.

Dans une certaine mesure, la hausse des prix des produits de base contribue déjà au ralentissement de l'activité en général dans les pays consommateurs, puisqu'elle réduit le pouvoir d'achat des ménages dont les revenus souffrent déjà du fort taux de chômage, de la faible croissance des salaires et du processus de désendettement, surtout dans les pays développés. Si l'accroissement des prix des produits de base entraîne un resserrement généralisé de la politique monétaire dans le monde, la reprise pourrait se trouver fortement menacée. La Banque centrale européenne, par exemple, continue à focaliser son attention sur l'inflation globale, et s'est engagée depuis avril 2011 dans une politique de resserrement monétaire. Mais compte tenu de l'énorme volant de main-d'œuvre inutilisé aux États-Unis et en Europe, où même en valeur nominale les salaires n'augmentent pratiquement pas, le risque que l'accroissement des prix des produits de base déclenche une spirale inflationniste est négligeable. Une politique monétaire restrictive n'est donc pas appropriée pour contenir la hausse des prix des produits de base qui tient essentiellement à des facteurs externes, notamment les chocs intervenant du côté de l'offre et le rôle des marchés financiers.

Dans les pays émergents aussi, l'inflation globale est moins due à une surchauffe qu'au fait que les prix des denrées alimentaires et de l'énergie pèsent beaucoup plus dans les indices des prix à la consommation des pays pauvres que dans ceux des pays développés. Vu ces circonstances, un resserrement de la politique monétaire en l'absence de surchauffe ne semble guère pertinent puisque dans la plupart des cas les effets secondaires ont été limités.

La faible progression des salaires compromet la reprise

Les revenus salariaux sont le principal moteur de la demande intérieure dans les pays développés et les pays émergents. La croissance des salaires est donc essentielle pour la reprise et pour la croissance durable. Or dans la plupart des pays développés, il n'y a guère de chances que la croissance des salaires contribue notablement à la reprise ou la favorise. Mais pire encore, en plus des risques inhérents à un assainissement prématuré des finances publiques, il y a un danger de plus en plus grand dans de nombreux pays de pressions à la baisse accrues sur les salaires, ce qui pèserait encore davantage sur les dépenses de consommation privées. Dans beaucoup de pays en développement et de pays émergents, et particulièrement en Chine, la reprise a été tirée par la progression des salaires et des transferts sociaux, avec une expansion concomitante de la demande intérieure. Mais comme les pays développés restent d'importantes destinations d'exportation, une croissance atone sur ces marchés, combinée avec des pressions à la hausse sur les monnaies des pays en développement, risque de favoriser une compression relative des salaires dans les pays en développement eux aussi.

Si les salaires croissent moins vite que la productivité, cela implique que la demande intérieure progresse plus lentement que l'offre potentielle. L'écart qui se creuse ainsi peut être temporairement comblé en s'appuyant sur la demande extérieure ou en stimulant la demande intérieure grâce à un desserrement du crédit et à une hausse des prix des actifs. Mais la crise mondiale a montré que ni l'une ni l'autre solution n'était valable durablement. L'application simultanément par de nombreux pays de stratégies de croissance portée par les exportations implique une course à l'abîme en termes de salaires, et comporte un effet déflationniste. En outre, si un pays parvient à dégager un excédent commercial, cela implique qu'il y aura dans d'autres pays des déficits commerciaux, synonymes de déséquilibres commerciaux et d'endettement extérieur. Si par contre le desserrement du crédit et la hausse des prix des actifs induisent un excédent de dépenses, comme cela a été le cas aux États-Unis avant la crise, la bulle éclatera forcément tôt ou tard avec de graves conséquences pour l'économie réelle comme pour l'économie financière. Il est donc important que des mesures soient prises pour contenir cette évolution dangereuse de la répartition des revenus et pour l'inverser.

Les arguments en faveur d'une politique des revenus

Compte tenu de l'importance de la consommation pour dynamiser la demande mondiale et sachant que la reprise mondiale est encore fragile, l'application dans les grands pays de politiques des revenus pourrait largement contribuer à une expansion équilibrée. L'un des éléments essentiels de cette politique est l'ajustement des salaires réels en fonction de la productivité, afin que la consommation intérieure puisse progresser en même temps que l'offre. Cela aiderait aussi à éviter une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, et à contrôler ainsi la principale source interne d'inflation. Il serait dès lors possible de moins focaliser la politique monétaire sur la stabilité des prix et d'y recourir davantage pour financer à bas coût des investissements dans les capacités productives réelles, ce qui créerait à son tour de nouvelles possibilités d'emplois. Une hausse des salaires à un rythme correspondant approximativement au taux de croissance de la productivité, en tenant compte aussi d'un objectif d'inflation, est la meilleure réponse aux anticipations inflationnistes.

Les problèmes actuels dans la zone euro résultent essentiellement de la progression divergente des salaires dans les États membres. Depuis la création de la zone euro, les salaires ont progressé plus vite que la productivité et que l'objectif officiel d'inflation de la Banque centrale européenne dans certains États membres et beaucoup moins vite dans d'autres, d'où des écarts considérables de compétitivité. À la différence des pays émergents qui ont connu dans le passé des situations de crise semblables, les pays de la zone euro qui ont perdu en compétitivité et qui sont confrontés aujourd'hui à de graves problèmes d'endettement

n'ont pas la possibilité de dévaluer leur monnaie. En plus des mesures de transfert de revenus, une politique explicite de hausse des salaires dans les pays bénéficiant d'un excédent, et particulièrement en Allemagne, pour pallier le recul de la compétitivité dans les pays davantage touchés par la crise est donc un élément fondamental de la solution.

Un bref «épisode keynésien»

Alors que depuis de nombreuses années il était préconisé une réduction du rôle de l'État dans la gestion de l'économie, beaucoup de gouvernements de pays développés et de pays émergents ont engagé de vastes programmes de stabilisation pour soutenir la demande globale, et sont intervenus pour sauver le secteur financier. Avant la crise, on jugeait souvent que les politiques budgétaires expansionnistes étaient inefficaces puisque tout accroissement du déficit public serait compensé par un ajustement simultané à la baisse des dépenses privées. Mais comme les politiques monétaires ont eu des effets limités durant la crise, l'orthodoxie de l'équilibre des budgets ou des objectifs budgétaires à court terme a été oubliée, et les gouvernements ont été à nouveau considérés comme les «acheteurs et emprunteurs en dernier ressort».

Or il ressort de l'évolution récente des politiques budgétaires et monétaires dans de nombreux pays, ainsi que des recommandations de grandes institutions internationales comme le Fonds monétaire international (FMI) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), que la reconnaissance de la nécessité d'une relance budgétaire durant la crise n'a pas conduit à repenser plus radicalement les principes de la politique macroéconomique. En 2011, de nombreux gouvernements ont inversé une fois encore l'orientation de leurs politiques pour passer d'une expansion budgétaire à un resserrement budgétaire, et d'autres envisagent de faire de même. Cela est d'autant plus préoccupant que dans la plupart des pays développés gravement touchés par la crise financière, le secteur privé n'est pas encore au terme du processus d'apurement des bilans par lequel les agents non financiers cherchent à réduire leur endettement dans le même temps que les banques tentent de redresser leur ratio de fonds propres. Dans ce processus de déflation de désendettement, même si les politiques d'assouplissement des conditions monétaires et de faibles taux d'intérêt étaient poursuivies, il ne fallait pas en attendre un réel effet de relance.

Les tenants de l'austérité budgétaire font valoir qu'il est indispensable de regagner la confiance des marchés financiers, jugée essentielle pour la reprise économique, alors même qu'on s'accorde quasi universellement à reconnaître que la crise a été causée initialement par la défaillance des marchés financiers. On voit donc qu'il n'a guère été tiré de leçons de l'excès de confiance dans le jugement des acteurs des marchés financiers, y compris les agences de notation, concernant la situation microéconomique et la validité des politiques macroéconomiques. Compte tenu du comportement irresponsable de nombreux acteurs privés des marchés financiers à la veille de la crise, et des interventions coûteuses des gouvernements pour éviter l'effondrement du système financier, il est surprenant qu'une large partie de l'opinion publique et bon nombre de décideurs fassent à nouveau confiance à ces mêmes institutions pour juger ce qui constitue une gestion macroéconomique correcte et des finances publiques saines.

L'important impact de la crise sur les budgets

Le gonflement de la dette publique n'est pas dû à des politiques budgétaires imprudentes. Avant la crise, entre 2002 et 2007-2008, les équilibres budgétaires à l'échelle mondiale se sont notablement améliorés, essentiellement grâce à l'important accroissement des recettes publiques tant en termes absolus qu'en pourcentage du PIB. Cette amélioration résultait à la fois de l'accélération globale de la croissance de la production et, dans beaucoup de pays exportateurs de produits primaires, de l'envolée des prix de ces produits

sur les marchés internationaux. Il y avait eu en outre une diminution généralisée de la part des dépenses publiques consacrée au paiement d'intérêts, grâce essentiellement à la baisse des taux d'intérêt réels. Quand la crise a éclaté, de nombreux pays avaient donc une importante marge d'action budgétaire.

La crise a entraîné une forte dégradation des comptes publics avec l'entrée en action de stabilisateurs automatiques, impliquant une réduction des recettes et une augmentation des dépenses, et avec le lancement de programmes de relance budgétaire d'une ampleur sans précédent bien souvent. Dans de nombreux pays en développement, les comptes budgétaires ont aussi fortement souffert d'un brutal repli des prix des produits de base et de la hausse des écarts de taux d'intérêt sur la dette publique. Dans plusieurs pays développés, les équilibres budgétaires se sont dégradés à la suite du sauvetage par les pouvoirs publics d'institutions financières en péril, sauvetage ayant impliqué dans une large mesure la conversion de dettes privées en dettes publiques. En 2008 et 2009, les dépenses publiques en pourcentage du PIB ont augmenté dans toutes les régions en même temps que les recettes publiques chutaient, en particulier dans les pays d'Afrique et d'Asie occidentale et dans les pays en transition dont les recettes budgétaires viennent en grande partie de l'exportation de produits primaires. La contraction des recettes a été plus modérée dans la plupart des pays d'Asie de l'Est et du Sud et d'Amérique latine.

Des mesures énergiques de relance budgétaire ont été indispensables dans les pays développés pour contrebalancer l'important recul de la demande privée, puisque même les mesures monétaires les plus expansionnistes n'étaient guère efficaces dans une situation de désendettement privé massif. Ce sont les États-Unis qui ont engagé le plus vaste programme de relance, tant en termes nominaux qu'en pourcentage du PIB, suivis par le Japon et par l'Allemagne. Dans les pays développés, les mesures de relance budgétaire annoncées ont pris la forme, dans 40 % des cas, de réductions d'impôts. Dans plusieurs pays en développement et pays en transition, les programmes de relance ont représenté proportionnellement une plus importante part du PIB que dans les pays développés, et ils privilégiaient beaucoup plus un accroissement des dépenses que des réductions d'impôts.

Les politiques anticycliques et la récession ont fait bondir le ratio de la dette publique au PIB dans les pays développés qui dépassait nettement 60 % à la fin de 2010, soit une proportion supérieure à celle du précédent pic enregistré en 1998. Dans les pays en développement et les pays émergents, ce ratio n'a augmenté que modérément après un fort recul les années précédentes, de sorte qu'il était aujourd'hui bien inférieur à celui des pays développés. Mais il y avait d'importantes disparités entre les pays en développement, et un certain nombre de pays à faible revenu restaient en situation de surendettement.

La marge d'action en matière budgétaire n'est pas une variable statique

Face à l'importante augmentation des déficits budgétaires courants et de l'encours de la dette publique dans plusieurs pays, l'idée a commencé à se répandre que la marge d'action disponible pour une relance budgétaire durable était déjà – ou serait bientôt – épuisée, surtout dans les pays développés. Et l'idée s'est répandue aussi que dans un certain nombre de pays, les ratios d'endettement avaient atteint, ou approchaient, un niveau au-delà duquel la solvabilité budgétaire ne serait plus assurée.

Or la marge d'action en matière budgétaire est une variable essentiellement endogène. Une politique budgétaire proactive peut agir sur l'équilibre budgétaire en modifiant la situation macroéconomique, en raison de ces incidences sur les revenus du secteur privé et les impôts correspondants perçus. Dans une perspective macroéconomique dynamique, une politique budgétaire expansionniste judicieuse peut dynamiser la demande lorsque la demande privée a été paralysée à cause des perspectives incertaines de revenus dans l'avenir et de la réticence ou de l'incapacité des consommateurs et des investisseurs privés à s'endetter.

Dans une telle situation, une politique budgétaire restrictive pour rééquilibrer les finances publiques ou pour réduire la dette publique n'a guère de chances de succès car une économie nationale ne fonctionne pas comme une entreprise ou comme un ménage qui peut épargner davantage en réduisant ses dépenses sans que cela modifie ses recettes. En effet, une compression des dépenses publiques, de par ses effets négatifs sur la demande globale et sur la base d'imposition, aboutira à une réduction des recettes budgétaires et n'ira donc pas dans le sens d'un rééquilibrage des finances publiques. Comme les dépenses courantes peuvent être difficiles à ajuster (parce que composées essentiellement de salaires et de prestations sociales), la compression des dépenses publiques implique généralement de vastes coupes dans les investissements publics. Cette réduction de dépenses publiques nécessaires pour la croissance peut entraîner une baisse de la valorisation actuelle des recettes publiques futures d'une ampleur plus importante que celle des économies budgétaires obtenues grâce à la compression des dépenses publiques. Le résultat sera une amélioration dans l'immédiat de la situation de trésorerie du pays, mais avec des répercussions négatives sur la viabilité des finances publiques et de la dette dans le long terme. Et ce choix de l'équilibre budgétaire ou d'un faible endettement public comme un objectif en tant que tel peut être préjudiciable à d'autres objectifs de politique économique, comme le plein emploi et une répartition des revenus socialement acceptable.

C'est le défaut de prise en compte de ces effets dynamiques qui a conduit à des résultats décevants pour beaucoup de pays ayant appliqué des politiques d'austérité budgétaire dans le cadre de programmes appuyés par le FMI dans les années 1990 et 2000. Dans les pays où ces politiques d'austérité devaient en principe réduire le déficit budgétaire, celui-ci s'est au contraire aggravé, et souvent de façon notable, à cause de la contraction du PIB. En Indonésie par exemple, à la fin des années 1990 il était attendu une croissance de 5 % du PIB, alors que la production s'est repliée en fait de 13 %; en Thaïlande, loin de s'accroître de 3,5 % comme attendu le PIB s'était contracté de 10,5 %. Et d'autres pays ont connu des situations similaires. Cette apparente erreur d'appréciation systématique, conduisant «inévitablement à une sous-performance budgétaire», selon les termes du Bureau indépendant d'évaluation du FMI, tenait à des anticipations trop optimistes sur les possibilités d'attirer l'investissement privé.

Mais la marge d'action en matière budgétaire comporte un autre aspect trop souvent négligé: les choix en termes de dépenses publiques et d'imposition ne sont pas neutres, et différents types de dépenses ou de recettes produisent des résultats macroéconomiques différents. En principe, un accroissement des dépenses pour les infrastructures, pour les transferts sociaux ou pour des subventions ciblées destinées à des investisseurs privés est plus efficace pour stimuler l'économie que des réductions d'impôts, parce qu'il induit directement une hausse des achats et de la demande. Le revenu rendu disponible par des baisses d'impôts ne sera sans doute dépensé que partiellement en revanche, surtout en cas de fort endettement du secteur privé, qui aura plutôt tendance alors à utiliser une partie des réductions d'impôts pour rembourser ses dettes plutôt que pour consommer et investir. Une augmentation des dépenses sociales au profit des groupes à faible revenu semble être un moyen rationnel de favoriser la reprise, dans la mesure où cela évite de voir leur consommation chuter en période de crise et la pauvreté s'aggraver. Si le choix se porte de préférence sur des baisses d'impôts, des réductions de l'impôt sur les ventes et de la taxe sur la valeur ajoutée ainsi que des baisses de l'impôt sur le revenu pour les groupes à faible revenu qui ont une plus grande propension à dépenser sont généralement plus efficaces pour accroître la demande et le revenu national que des réductions d'impôts pour les groupes aisés.

Les déterminants de la dette publique

Le niveau élevé et l'accroissement des ratios de la dette publique sont bien entendu une préoccupation de politique légitime, mais tout comme la marge d'action budgétaire les limites du déficit public et de l'endettement public sont difficiles à définir en raison de leurs liens étroits avec d'autres variables macroéconomiques. Tenter de déterminer un niveau critique d'endettement «viable» est donc un réel défi.

Dans leurs politiques économiques et leurs stratégies d'endettement, les gouvernements doivent prendre en compte leur situation et leurs besoins sociaux spécifiques, ainsi que leurs relations avec l'extérieur.

On constate que même si les déficits budgétaires et la dette publique représentent aujourd'hui une proportion relativement élevée du PIB dans certaines parties du monde – et surtout dans certains pays développés –, dans bon nombre de pays ils ne sont pas considérables au regard de l'expérience passée. En outre, la viabilité de l'endettement public ne dépend pas seulement de l'encours absolu de la dette mais aussi de la relation entre cet encours et d'autres variables clefs comme le solde budgétaire primaire, le taux d'intérêt moyen de la dette active, le taux de croissance de l'économie et le taux de change. Ce dernier influe fortement non seulement sur la valeur intérieure de la dette libellée en devises, mais aussi sur la demande de biens produits dans le pays.

Par conséquent, les situations d'endettement public insoutenable ne sont pas toujours le résultat de politiques budgétaires expansionnistes ou irresponsables. Il apparaît qu'elles sont moins dues à un déficit du solde budgétaire primaire causé par des politiques budgétaires délibérées qu'à une croissance atone (voire négative) du PIB et à des crises bancaires et monétaires. Réciproquement, même si le solde budgétaire primaire est déficitaire, le ratio de la dette publique au PIB peut être réduit à condition que le taux d'intérêt nominal de la dette publique soit inférieur au taux de croissance du PIB. On voit donc que la politique monétaire joue un rôle important dans la viabilité de l'endettement public. Mais les pays qui ont une dette libellée en monnaies étrangères ou qui ne contrôlent pas leur propre politique monétaire peuvent voir leurs conditions d'emprunt devenir soudainement beaucoup plus onéreuses en période de crise économique, précisément quand leurs capacités de remboursement se trouvent réduites. Dans les pays en développement, on constate que les efforts d'austérité n'ont pas été particulièrement fructueux et que la viabilité de l'endettement passe normalement par une croissance économique plus robuste.

Pour répondre à une crise, il faut tenir compte de ce qui l'a causée. Si la crise est due à l'éclatement d'une bulle d'actifs, la réponse rationnelle passerait par une réforme financière et même par le contraire d'une politique de compression des dépenses publiques, c'est-à-dire par des mesures anticycliques pour absorber le désendettement du secteur privé afin de sortir du marasme macroéconomique créé par la déflation des actifs. Si la crise résulte d'une surexposition à des créanciers étrangers et d'une appréciation excessive de la monnaie nationale, la réponse appropriée au niveau national pourrait passer par une amélioration de la structure de la dette et par l'introduction de politiques pour éviter les désalignements du taux de change réel et pour réglementer les apports de capitaux.

La déréglementation financière a ouvert la porte à une prise de risque excessive

Les fortes hausses récentes des déficits publics et de la dette publique résultent de la grave crise qui a frappé le secteur financier après la vague de libéralisation financière impulsée par les pays ayant un modèle économique dit «anglo-saxon». Il est donc quelque peu paradoxal que les agents financiers à l'origine de la crise soient devenus les arbitres du bien-fondé des politiques publiques adoptées pour lutter contre les effets de la crise. La libéralisation et la déréglementation financières reposaient sur l'idée largement répandue que le jeu du marché était plus efficient, et elles ont conduit à la création d'instruments financiers de plus en plus complexes. La déréglementation était en partie une réponse aux pressions concurrentielles dans le secteur financier, mais elle s'inscrivait aussi dans un mouvement généralisé de réduction de l'intervention des pouvoirs publics dans l'économie. De nouveaux instruments financiers et la poursuite de la libéralisation du système financier ont permis aux activités spéculatives de beaucoup se développer de sorte qu'elles ont pris une place importante, voire prépondérante, dans le secteur financier. Ces activités sont devenues ainsi une source d'instabilité dans de nombreux pays, et même dans tout le système économique international. Il est difficile en revanche de trouver de nouveaux instruments financiers qui aient contribué à rendre les

services d'intermédiation financière plus efficaces et à promouvoir les investissements durables dans les capacités productives réelles.

Alors même que la déréglementation financière et la libéralisation du compte courant causaient des crises financières de plus en plus nombreuses dans les pays développés comme dans le pays en développement, la conviction profonde des décideurs que les marchés étaient les meilleurs juges de la répartition efficace des facteurs les a conduits à poursuivre sur la voie de la déréglementation financière. Il a fallu la crise financière mondiale pour que s'engage un réel débat sur la nécessité de réformes fondamentales pour éviter des crises similaires dans l'avenir. L'idée désormais largement partagée que la déréglementation avait été l'un des principaux facteurs de déclenchement de la crise financière et économique mondiale a donc débouché sur des appels en faveur d'un renforcement de la réglementation et de la surveillance financières.

Les marchés sont importants, mais les marchés financiers fonctionnent différemment

Les marchés financiers ne fonctionnent pas de la même manière que les marchés normaux des marchandises et des services. Alors que les entrepreneurs intervenant dans les marchés des marchandises cherchent à créer de nouveaux actifs réels qui puissent améliorer la productivité et accroître l'ensemble des revenus dans l'avenir, les acteurs des marchés financiers cherchent surtout à utiliser efficacement les informations qu'ils détiennent sur les actifs existants. Sur les marchés des marchandises, les prix sont déterminés à partir d'informations provenant d'une multitude d'agents indépendants agissant selon leur gré, et les opportunités de profit naissent d'initiatives individuelles novatrices fondées sur les informations indicelles personnelles des acteurs du marché. Sur les marchés financiers en revanche, et particulièrement sur ceux des actifs qui relèvent de la même grande catégorie de risque (par exemple actions, monnaies de pays émergents et, plus récemment, produits de base et produits dérivés correspondants), la détermination des prix repose sur des informations liées à un petit nombre d'événements communément observables, voire sur des modèles mathématiques qui utilisent essentiellement des données passées – plutôt qu'exclusivement actuelles – pour faire des anticipations de prix.

Le fonctionnement des marchés financiers présente une faille fondamentale en ce sens que les activités les plus profitables procèdent souvent de comportements grégaires (c'est-à-dire consistant à suivre la tendance pendant un certain temps puis à se dégager juste avant le reste du troupeau). Cette façon de se dissocier du consensus, même si elle est justifiée par des informations fiables sur les fondamentaux, peut conduire à d'importantes pertes. Ainsi, lorsque les acteurs des marchés «découvrent» que les tendances des prix sur différents marchés offrent une occasion d'«arbitrage dynamique» (c'est-à-dire d'investissement dans la probabilité d'une poursuite de la tendance existante) et que tous parient sur le même résultat, par exemple une hausse des prix de l'immobilier, des actions ou d'autres actifs, comme tous ces acteurs disposent des mêmes informations il y a une forte incitation à un comportement grégaire. Le troupeau acquiert ainsi un pouvoir sur le marché suffisant pour orienter ces prix dans le sens désiré.

C'est la raison pour laquelle les prix sur les marchés financiers et «financiarisés» ont parfois tendance à évoluer de façon excessive, en s'établissant pendant de longues périodes à des niveaux qui ne sont pas justes. À cause des comportements grégaires dominants, aucun acteur individuel ne se demande si les informations sous-jacentes sont correctes ou si elles peuvent être mises en relation de façon rationnelle avec les événements et les évolutions dans l'économie réelle. Ce phénomène a été observé non seulement sur les marchés des valeurs et sur ceux des produits financiers dérivés, mais aussi sur les marchés des devises et sur les marchés à terme de produits de base. Les marchés financiers ont ainsi créé eux-mêmes la plupart des risques d'«événements extrêmes» qui ont entraîné leur effondrement lors des crises financières. Les incertitudes quant à la valorisation correcte des actifs bancaires durant ces phénomènes de bulles peuvent

devenir telles qu'aucune exigence de fonds propres ni aucun mécanisme contre le risque de liquidité ne peut absorber le choc qui s'ensuit, de sorte que les gouvernements n'ont alors plus d'autre choix que d'intervenir avec des plans de sauvetage.

Une reréglementation des marchés financiers est indispensable

Au fil de cent cinquante années d'activités bancaires, il s'était formé un accord implicite sur le fait qu'en temps de crise les gouvernements, ou les banques centrales dans leur rôle de «prêteur en dernier ressort», apporteraient l'aide nécessaire pour éviter l'effondrement d'institutions financières individuelles et du système dans son ensemble. En échange, ces institutions étaient assujetties à une réglementation et à une surveillance de la part des autorités. Le risque avait toujours existé que des événements dans l'économie réelle, comme la défaillance d'un débiteur important ou une récession généralisée, pourraient mettre le secteur financier en difficulté. Cela est devenu particulièrement évident durant la Grande Dépression des années 1930, ce qui a conduit à l'institutionnalisation des fonctions de prêteur en dernier ressort et à la mise en place d'une garantie des dépôts pour éviter les retraits bancaires massifs.

Mais avec la tendance à la déréglementation du système financier, ces trente dernières années, la situation s'est inversée: aujourd'hui, le secteur financier est davantage une source d'instabilité pour le secteur réel. Dans le même temps, les pouvoirs publics sont intervenus plus souvent pour aider ce secteur, et avec des injections de fonds publics de plus en plus importantes. Les marchés financiers ont été déréglementés, malgré leurs dysfonctionnements fréquents. Pour protéger l'économie réelle des retombées préjudiciables induites par les marchés financiers eux-mêmes, il faudrait donc une reréglementation officielle de très vaste portée qui rééquilibre judicieusement la protection du secteur financier, d'une part, et la réglementation des institutions financières, d'autre part, par les autorités.

Du fait de la méconnaissance des marchés financiers, un problème en particulier reste posé: la sous-estimation systématique des risques quand tous les intervenants dans un segment donné du marché financier agissent dans le même sens sous l'effet de comportements grégaires. Cette situation peut créer ce qu'il est convenu d'appeler des risques d'«événements extrêmes» qui, même s'ils surviennent très rarement, peuvent avoir des conséquences catastrophiques lorsqu'ils se matérialisent. Les marchés ne seront stabilisés que si on les prive de la possibilité de faire évoluer les prix dans le mauvais sens ou de les établir à un niveau excessif par rapport à la juste valeur. Une intervention systématique des pouvoirs publics devrait donc devenir un outil légitime pour corriger les dysfonctionnements des marchés.

La déréglementation des marchés financiers a aussi favorisé une concentration accrue des activités bancaires au sein de quelques grands établissements, ainsi qu'une modification du mode de financement des banques qui se détournent des dépôts au profit des marchés de capitaux, et des activités de prêt au profit des activités de marché. En outre, elle a ouvert la voie au développement d'un système financier «fantôme» essentiellement non réglementé, surtout dans les pays développés. Au début de 2008, les engagements de ce système étaient près de deux fois supérieurs à ceux du secteur bancaire traditionnel. En absorbant beaucoup de sociétés financières ou de fonds de placement sur le marché monétaire nouvellement créés, ou en créant leurs propres entités sous l'égide de holdings bancaires, les banques ont externalisé une importante partie de leurs fonctions d'intermédiation en matière de crédit à des sociétés partenaires dans ce système fantôme. Certains éléments de ce système (par exemple les fonds de placement sur le marché monétaire) jouaient le même rôle que les banques mais pratiquement sans aucune réglementation, et ces entités ont toujours eu un volume d'activités qui reposait sur une capitalisation insuffisante.

Le risque systémique dans le système financier est venu surtout des établissements financiers d'importance systémique. Face au problème de ces établissements «trop importants pour faire faillite», il a

été essentiellement proposé jusqu'à présent des exigences de fonds propres additionnelles et une surveillance renforcée, plutôt qu'une restructuration. Une réponse plus complète devrait inclure aussi une procédure spéciale de règlement des crises, sans grever les ressources publiques, et la limitation de la taille de ces établissements, soit en termes absolus soit par rapport au PIB.

Vers une restructuration du système bancaire

Comme le problème de l'établissement de prix erronés est une caractéristique systémique des marchés financiers, la réglementation devrait être focalisée davantage sur le système que sur les comportements à l'intérieur du système, afin que celui-ci contribue mieux en général à l'investissement productif réel et à la croissance de l'économie réelle. Une séparation claire entre les banques de dépôt et les banques d'investissement pourrait aider à éviter que les banques commerciales s'adonnent à des activités spéculatives, et permettrait également de réduire la taille des établissements bancaires et d'en accroître la diversité. Les banques publiques pourraient jouer un rôle plus important non seulement dans le financement du développement, mais aussi comme facteurs de diversité et de stabilité. Ces banques se sont révélées plus résistantes aux crises, et elles ont en partie compensé l'assèchement du crédit dans le système privé lors de la crise récente. Elles pourraient aussi aider à promouvoir la concurrence lorsqu'il existe des structures bancaires privées de type oligopolistique.

Dans la mesure où la crise financière récente est venue du secteur financier privé, bon nombre des reproches adressés maintes fois ces dernières décennies aux banques publiques ont encore davantage perdu de leur crédibilité. Quand la crise a éclaté, de grandes banques en Europe et aux États-Unis n'ont pu survivre que parce qu'elles ont bénéficié de garanties et de fonds publics. Si en période d'expansion les établissements privés et les particuliers bénéficiaient de primes et de bénéfices importants, en période de récession c'étaient les gouvernements – ou les contribuables – qui devaient supporter les risques. L'idée que les banques publiques jouissaient d'un avantage unique parce qu'elles avaient seules accès aux ressources publiques a donc été réfutée. En outre, comme ces banques sont des entités de nature publique elles sont moins incitées à tomber dans des comportements grégaires, dans une prise de risque excessive ou dans la recherche de profits à n'importe quel prix.

Une spéculation financière croissante sur les marchés des produits primaires

Les prix des produits de base ont connu des fluctuations considérables au cours de la dernière décennie. Leur envolée entre 2002 et 2008 a été la plus forte depuis plusieurs dizaines d'années de par son ampleur, sa durée et sa portée. La contraction des prix survenue ensuite après le déclenchement de la crise mondiale actuelle au milieu de l'année 2008 a été particulièrement forte et a touché un important nombre de produits. Depuis le milieu de l'année 2009 et surtout depuis l'été 2010, les prix mondiaux des produits de base sont repartis à la hausse, mais ils se sont quelque peu stabilisés durant le premier semestre de 2011.

Selon certains observateurs, cette récente évolution des prix des produits de base s'expliquait uniquement par la profonde transformation des relations fondamentales entre l'offre et la demande. Mais les analyses valident de plus en plus l'idée que ces fluctuations s'expliquent aussi par l'implication de plus en plus grande des investisseurs financiers dans le négoce des produits de base pour des motivations purement financières – le phénomène souvent qualifié de «financiarisation du négoce des produits de base».

Si l'on s'accorde en général à reconnaître que la participation des acteurs financiers aux marchés des produits de base est un élément normal des marchés, toute la question consiste à savoir de quelle ampleur

sont ces flux financiers et dans quelle mesure ils déconnectent les prix par rapport aux fondamentaux, et/ou contribuent à l'instabilité des prix. En général, la participation de ces acteurs pouvait être bénéfique du point de vue économique en contribuant à approfondir les marchés et à mieux prendre en compte les besoins en matière de couverture des utilisateurs commerciaux et à réduire les coûts correspondants, mais les avantages ainsi procurés sont anéantis par les comportements grégaires de ces acteurs. Des investisseurs financiers comme les fonds indiciels ne contribuent pas à une liquidité des marchés qui renforcerait leur diversité; la plupart d'entre eux suivent la même stratégie de position longue, reposant sur la ferme conviction que les prix sur ces marchés continueront à augmenter pendant un certain temps. Du fait de cette financiarisation, les marchés des produits de base obéissent moins à la logique d'un marché normal de marchandises qu'à celle des marchés financiers, où les comportements grégaires prévalent souvent.

Les comportements grégaires sur les marchés des produits de base peuvent être irrationnels et reposer sur de «pseudo-signaux» par exemple des informations se rapportant à d'autres marchés d'actifs, et sur l'application de stratégies non flexibles, y compris des stratégies d'investissement fondées sur la poursuite de la tendance ou sur l'évolution rétrospective. Ces stratégies, reposant sur l'idée que l'évolution des prix dans le passé donne des informations sur l'évolution des prix dans l'avenir, conduisent par exemple à suivre la tendance, c'est-à-dire à acheter après une hausse des prix et à vendre après une baisse des prix, indépendamment de toute évolution des fondamentaux.

Mais les comportements grégaires peuvent également être tout à fait rationnels. Dans les comportements grégaires fondés sur l'information, par exemple, il y a un phénomène d'imitation quand les opérateurs pensent qu'ils peuvent obtenir des informations en observant le comportement d'autres agents. En d'autres termes, les investisseurs ont des comportements convergents parce qu'ils ne tiennent pas compte de leurs propres signaux d'information. En prenant des positions uniquement en fonction des décisions antérieures prises par d'autres, ils font évoluer les prix sans qu'aucune information nouvelle n'ait été apportée sur le marché. Lorsque ces décisions s'enchaînent, elles entraînent un effet «boule de neige» qui conduit pour finir à la formation de bulles auto-entretenues des prix des actifs. Et il y a un plus grand risque de comportements grégaires sur les marchés relativement opaques, comme ceux du négoce des produits de base.

Des mouvements corrélés sur les marchés des actions, des produits de base et des changes

Il est difficile de déterminer dans quelle mesure le niveau et l'instabilité des prix des produits de base sont liés aux investissements financiers, faute de transparence et de données suffisamment détaillées. Il existe néanmoins des éléments qui étayent l'idée que les investisseurs financiers ont influé sur la dynamique des prix dans le court terme, et il peut notamment être fait référence au rôle des modifications radicales des positions financières sur le marché du pétrole entre février et mai 2011. On trouve un autre élément d'information en ce sens encore dans les fortes corrélations existant entre les mouvements des prix des produits de base et les évolutions sur les marchés des actions et des changes qui, comme on le sait bien, ont fait l'objet d'opérations spéculatives.

Lorsqu'on compare l'évolution des prix des produits de base et celle des prix des actions sur plusieurs cycles économiques, on constate que dans les cycles précédents ces prix évoluaient habituellement en sens opposé durant les phases ascendantes initiales. Ces mouvements de prix ont été en revanche remarquablement bien synchronisés dans le cycle le plus récent. Cette synchronisation accrue est surprenante compte tenu du très faible niveau d'utilisation des capacités après la «récession» de 2008 et 2009, avec pour conséquence une très faible demande de produits de base. Néanmoins, les prix de ces produits étaient déjà à la hausse avant même le début de la reprise au deuxième trimestre de 2009 et ils ont continué à croître au cours des deux années qui ont suivi, en partie sous l'effet de l'accroissement de la demande dans les pays émergents mais

aussi, et dans une grande mesure, à cause d'opérations purement financières. C'est pourquoi il y a eu deux ans plus tard une réaction en termes de politiques monétaires, quand bien même les capacités restent très sous-utilisées dans les pays développés. Et cela met en relief une autre conséquence préoccupante et jusqu'à présent sous-estimée de la financiarisation: sa capacité de porter préjudice à l'économie réelle en envoyant les mauvais signaux pour la gestion macroéconomique.

Des mesures contre l'instabilité des prix des produits de base

Des mesures d'urgence à court terme s'imposent pour prévenir ou atténuer les effets des évolutions défavorables des prix des produits de base. Dans le même temps, il faut réfléchir aux moyens d'améliorer le fonctionnement des marchés de produits dérivés adossés aux produits de base pour permettre à ces mécanismes de mieux remplir leur rôle en envoyant des signaux de prix valables aux producteurs et aux consommateurs de produits de base, ou au moins pour les empêcher d'envoyer les mauvais signaux.

Compte tenu du rôle vital de l'information dans l'évolution des prix des produits de base, quatre mesures devraient permettre, prises ensemble, d'améliorer le fonctionnement de ces marchés, surtout pour les denrées alimentaires et pour l'énergie. Premièrement, il faudrait accroître la transparence des marchés physiques en fournissant des informations plus fiables et plus actuelles sur les produits de base, concernant par exemple les capacités disponibles et les stocks détenus au niveau mondial pour le pétrole, et les superficies plantées, les récoltes attendues, les stocks et les prévisions de demande à court terme pour les produits agricoles. Cette mesure permettrait aux acteurs commerciaux de mieux apprécier les rapports fondamentaux entre l'offre et la demande de produits de base à l'heure actuelle et dans l'avenir. Deuxièmement, il faudrait améliorer les flux d'information sur les marchés de produits dérivés adossés aux produits de base ainsi que l'accès à ces flux, notamment concernant les prises de position des différents opérateurs sur les marchés de ces produits, ce qui permettrait également de gagner en transparence. En particulier, des mesures pour assujettir les opérations sur les bourses en Europe à des obligations en matière d'information comparables à celles en vigueur aux États-Unis devraient considérablement améliorer la transparence des opérations et décourager le «nomadisme réglementaire». Troisièmement, il conviendrait de resserrer la réglementation des acteurs financiers, par exemple en plafonnant le volume des positions, pour limiter l'impact des investisseurs financiers sur les marchés des produits de base. Et il faudrait interdire aussi les transactions pour compte propre aux institutions financières qui effectuent des opérations de couverture au bénéfice de leurs clients, pour cause de conflit d'intérêts. Cela impliquera de trouver le juste milieu entre une réglementation trop restrictive, qui empêcherait les bourses de produits de remplir leurs fonctions de transfert des risques, et une réglementation trop laxiste, qui les empêcherait aussi de s'acquitter de leurs fonctions de base.

Quatrièmement, les autorités de surveillance des marchés pourraient être chargées d'intervenir directement, mais ponctuellement, sur les marchés des produits de base en achetant ou en vendant des contrats de produits dérivés pour éviter un effondrement des prix ou pour dégonfler des bulles de prix. Cette intervention pourrait être considérée comme une solution de dernier recours pour lutter contre la formation de bulles spéculatives s'il n'était pas adopté de mesures de réforme pour assurer une plus grande transparence des marchés et leur réglementation plus rigoureuse, ou bien au cas où ces mesures se révéleraient inefficaces. Si le mécanisme de déclenchement des interventions pouvait être essentiellement fondé sur des règles, et prévisible par conséquent, l'intervention proprement dite impliquerait nécessairement une certaine part de jugement. Or il a parfois été émis des doutes quant à la capacité des autorités de marché ou des institutions publiques de comprendre et de suivre le marché. Ces doutes sont sans fondement car il n'y a aucune raison que ces organismes n'appréhendent pas le problème tout aussi bien que les autres acteurs du marché; sur les marchés qui prêtent à des comportements grégaires, chacun a accès aux mêmes informations. En outre, contrairement aux autres acteurs du marché, l'autorité chargée d'intervenir n'aurait aucune raison de s'engager

dans une quelconque forme de comportement grégaire. Elle pourrait au contraire interrompre les chaînes d'information qui nourrissent de tels comportements en annonçant à un moment donné qu'elle considère que les prix ne reflètent absolument plus les fondamentaux.

Les taux de change sont aujourd'hui déconnectés des fondamentaux macroéconomiques

Le débat actuel sur la réforme du système monétaire international s'est focalisé essentiellement sur les symptômes plutôt que sur les problèmes essentiels. La forte augmentation des réserves de change, l'hégémonie persistante du dollar et l'effet déstabilisateur des apports de capitaux à court terme sont dus principalement aux graves dysfonctionnements du régime mondial des changes. Les marchés des changes sont dominés par des comportements des marchés financiers qui sont déconnectés des fondamentaux macroéconomiques. Cette situation est une source de déséquilibres du solde courant, de perturbations dans la répartition des facteurs au niveau international et d'incertitudes accrues pour tous les acteurs intervenant dans le commerce international.

Même après la désintégration du système de Bretton Woods et l'adoption en 1973 d'un système généralisé de taux de change flottants, dans les politiques économiques à mettre en œuvre au niveau international on a souvent considéré que le système international devait se préoccuper essentiellement des chocs réels, plutôt que des chocs monétaires. Mais il est apparu après quelques décennies d'expérience que les chocs monétaires, surtout dans un système de taux de change flexibles, étaient beaucoup plus graves et dangereux. Alors que les échanges internationaux de marchandises et de services sont assujettis aux règles et aux disciplines du système commercial multilatéral, l'absence de système monétaire international laisse à chaque pays le choix de ses politiques de change, même quand ces politiques portent tort à l'économie mondiale en créant des cycles d'expansion et de récession financières et en perturbant le commerce international.

Les mouvements des taux de change qui divergent de ceux attendus compte tenu des fondamentaux peuvent s'expliquer par deux grands facteurs: soit une évolution très disparate d'un pays à un autre des coûts unitaires de main-d'œuvre dans un régime où les taux de change nominaux ne sont pas assez flexibles, soit des apports de capitaux à court terme excessifs qui conduisent à une appréciation d'un taux de change nominal trop flexible. Lorsque les coûts unitaires de main-d'œuvre varient d'un pays à un autre parce que les salaires y progressent différemment par rapport à la productivité, des ajustements de change sont nécessaires pour éviter l'accumulation de déséquilibres commerciaux dus à une modification de la compétitivité des pays. Tous les déséquilibres de la balance des opérations courantes ne sont pas dus à un défaut d'alignement des taux de change. Mais les déviations du taux de change réel par rapport aux fondamentaux, surtout si elles persistent sur de longues périodes, ont un fort impact sur la compétitivité internationale des producteurs et en particulier des fabricants du pays concerné, et par conséquent sur la structure des échanges internationaux et sur les balances commerciales.

Mais les déviations des taux de change par rapport à ce que justifieraient les fondamentaux économiques peuvent aussi être dues à des flux financiers privés à court terme qui sont attirés par des différentiels de taux d'intérêt positifs. Dans ce cas, le taux de change du pays ayant les taux d'intérêts plus élevés – parce qu'il a soit une plus forte inflation soit une politique d'austérité monétaire – s'apprécie, alors que la situation macroéconomique exigerait une dépréciation. Dès lors que le différentiel de taux d'intérêt sous-jacent se réduit ou disparaît complètement, ou bien en situation de crise, le mouvement d'appréciation enregistré plus tôt est suivi généralement d'une dépréciation elle aussi excessive de la monnaie qui ne cadre pas, encore une fois, avec les fondamentaux.

Repenser le système des changes

Dans l'actuel «non-système», chaque pays s'est efforcé de trouver des solutions temporaires et pragmatiques aux problèmes de surévaluation ou de sous-évaluation. L'une des solutions consiste à intervenir unilatéralement sur les marchés des changes, quotidiennement s'il le faut; une autre consiste à contrôler les mouvements de capitaux ou à taxer les entrées de capitaux spéculatifs. Ces mesures sont toutes justifiées dans un environnement où il reste considéré que, en principe, «le marché» est en mesure de trouver les justes taux de change. Mais elles n'apportent pas de solution au problème le plus pressant: appliquer l'«impératif catégorique» pour les opérations de change au niveau international en trouvant la valeur internationale de la monnaie d'un pays que tous ses partenaires commerciaux peuvent accepter.

Dans une meilleure architecture du système mondial des changes, il faudrait faire en sorte que les acteurs financiers privés, conduits souvent par des motivations purement spéculatives et des comportements grégaires, n'exercent pas d'influence excessive sur la détermination des taux de change et, par conséquent, sur la compétitivité des producteurs des différents pays intervenant dans le commerce international. Les gouvernements et les banques centrales doivent prendre l'initiative de fixer des objectifs en matière de taux de change et de veiller à ce que les déviations par rapport à ces objectifs soient minimales et temporaires.

Pour mieux prévenir les perturbations des échanges commerciaux et pour promouvoir la stabilité dans les relations financières internationales, le système de gestion des taux de change devrait comporter des règles prévoyant: a) une stabilité suffisante du taux de change réel (la mesure la plus complète de la compétitivité) pour promouvoir le commerce international et faciliter la prise de décisions d'investissement productif dans le secteur marchand; et b) une flexibilité suffisante du taux de change pour prendre en compte les évolutions différentes des taux d'intérêt selon les pays.

Un flottement aménagé fondé sur des règles pour freiner la spéculation

Une plus grande stabilité du taux de change réel pourrait être obtenue avec un système de flottement aménagé fondé sur des règles. Ce régime peut être considéré dans ses grandes lignes comme une version dynamique du système de Bretton Woods, qui reposait sur le principe de taux de change nominaux fixes mais ajustables. Tout comme dans le système de Bretton Woods, son objectif serait d'éviter les déséquilibres fondamentaux de balance des paiements; mais à la différence de ce système, il reposerait sur des ajustements constants du taux de change nominal en fonction de l'évolution de la parité de pouvoir d'achat (PPA) ou de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change. Pour arriver à une plus grande stabilité du taux de change réel, le taux de change nominal serait ajusté pour prendre en compte les évolutions divergentes des prix à la consommation ou des coûts unitaires de main-d'œuvre dans le premier cas, ou les différentiels de taux d'intérêt à court terme dans le second.

Une gestion des taux de change fondée sur un système de ce type inciterait moins à se livrer à des opérations spéculatives comme le «carry trade». Ainsi, les mouvements de capitaux à court terme sans liens avec le commerce ou l'investissement réel, mais entièrement motivés par des espoirs de gains venant d'opérations d'arbitrage de taux d'intérêt entre les monnaies et de l'appréciation correspondante du taux de change de la monnaie cible, disparaîtraient.

À moyen terme, une stratégie de flottement aménagé fondée sur le principe de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change n'est pas très différente d'une stratégie de taux de change fondée sur l'évolution de la parité de pouvoir d'achat. Dans un système de parité de taux d'intérêt sans couverture de change, le taux de change nominal serait déprécié en cas de différentiel de taux d'intérêt positif, ce qui annulerait tout gain pouvant être procuré par ce différentiel. Le système présente l'avantage d'être en prise directe sur les

marchés financiers, qui sont plus sensibles aux déviations de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change que les marchés des marchandises, qui réagissent aux déviations de la parité de pouvoir d'achat. Et il présente un autre avantage dans le sens que la parité de taux d'intérêt sans couverture de change peut être déterminée très rapidement et sur la base des taux d'intérêt officiels, et non pas de mesures statistiques. Ce système peut être néanmoins difficile à appliquer lorsqu'il y a de très importants différentiels de taux d'intérêt, car les ajustements nécessaires du taux de change nominal entraîneraient des hausses notables des prix des importations et une forte augmentation de la valeur en monnaie nationale de la dette extérieure publique et privée. Il pourrait donc, dans ce cas, être plus judicieux d'appliquer la règle de la parité de pouvoir d'achat fondée sur les coûts unitaires de main-d'œuvre, qui n'entraînerait qu'une dépréciation du taux de change nominal proportionnée au différentiel de coûts unitaires de main-d'œuvre, et donc avec des effets neutres en termes de compétitivité internationale.

Les modalités concrètes d'un système de gestion des taux de change fondé sur des règles devraient être discutées plus avant et développées. Pour déterminer initialement le niveau et la marge de fluctuation acceptable du taux de change nominal, il faudrait examiner dans le détail le pouvoir d'achat de toutes les monnaies. Les pays pourraient aussi, pour établir le taux de change initial dans ce système, procéder à des ajustements de parité ponctuels avant de s'engager dans une stratégie de flottement aménagé fondée sur des règles.

La nécessité d'interventions symétriques

Dans un système de flottement aménagé fondé sur des règles comme celui décrit ci-dessus, les banques centrales bénéficieraient de plus de latitude pour fixer les taux d'intérêt nationaux à court terme en fonction des objectifs macroéconomiques du pays. La mise en œuvre du système serait grandement facilitée, dans le même temps, par une stratégie anti-inflationniste reposant davantage sur une politique des revenus pour freiner les pressions inflationnistes que sur une politique monétaire.

Un système de flottement aménagé fondé sur des règles peut dans une certaine mesure constituer une stratégie de change unilatérale. Face à un problème d'apports de capitaux à court terme qui exercent des pressions à la hausse sur sa monnaie, un pays peut appliquer cette stratégie sans limitations quantitatives, et sans que cela entraîne de coûts de fonctionnement pour sa banque centrale. Mais en cas au contraire de sorties problématiques de capitaux, la marge d'intervention de la banque centrale est limitée par le volume de ses réserves de change, faute de soutien approprié des institutions financières internationales. Dans ce cas de figure, pour que le système fonctionne il faudra une intervention symétrique du ou des pays dont la monnaie a tendance à s'apprécier lorsque la monnaie du pays considéré a tendance à se déprécier. La deuxième meilleure option consisterait donc à appliquer le système dans le cadre d'accords bilatéraux ou comme une composante clef de la coopération monétaire au niveau régional. En termes de stabilité financière internationale, le gain obtenu serait optimal si les règles de flottement aménagé étaient appliquées multilatéralement en s'inscrivant dans la gouvernance financière mondiale.

Vers des marchés internationaux de marchandises plus efficaces

Le principe d'un flottement aménagé fondé sur des règles ne devrait pas prêter à controverse, même s'il reste à en définir les termes concrets et les détails. Ce système rendrait les marchés internationaux de marchandises et de services plus efficaces en évitant que les marchés financiers internationaux perturbent gravement les relations commerciales internationales. Il reconnaît que les marchés financiers ne fonctionnent pas de la même manière que les marchés des marchandises, et qu'ils prêtent par conséquent davantage à

des comportements grégaires pouvant aboutir à une surévaluation ou à une sous-évaluation excessive des monnaies par rapport à leur juste valeur. L'argument souvent invoqué qui voudrait que les gouvernements ne puissent pas connaître la valeur correcte d'une monnaie mieux que les marchés a été réfuté par la performance des marchés financiers, qui se sont régulièrement trompés sur les justes valeurs.

En tout état de cause, si l'appréciation d'une monnaie à la suite de mouvements de capitaux spéculatifs pouvait être évitée initialement par le système, le risque ensuite d'une attaque spéculative à la baisse serait bien moindre. Le système épargnerait aussi aux banques centrales la nécessité d'accumuler des réserves de change pour des raisons de précaution, et par conséquent la nécessité pure et simple d'une intervention symétrique. Et même dans l'éventualité d'une telle situation, le moyen de défense supplémentaire que représenterait l'application de mesures de contrôle des mouvements de capitaux devrait être salué par la communauté internationale, car des taux de change prévisibles sont au moins aussi importants pour le bon fonctionnement du système commercial international que des règles commerciales convenues au niveau multilatéral.

Le programme des réformes à apporter après la crise financière mondiale est loin d'être achevé. Il a progressé lentement, et le désir initial de réforme s'est en grande partie dissipé. Il y a un risque très réel que de nouvelles crises éclatent et que, dans une économie mondiale fortement intégrée et excessivement financiarisée, elles ne soient pas circonscrites à certains segments du système financier ou à certains pays ou régions seulement. Même si une crise naît dans les pays développés et dans leurs marchés financiers complexes, elle affectera aussi les pays en développement et les pays émergents, comme l'avait démontré la crise récente. Le G-20 a reconnu ce fait, mais les initiatives qu'il prend ne suffisent pas. C'est toute l'économie mondiale qui est confrontée à des défis fondamentaux de vaste ampleur, comme l'élimination de la pauvreté et le passage à des modes de production et de consommation plus respectueux du climat. Pour relever avec succès ces défis, tous les autres pays du monde devront s'impliquer, tôt ou tard, dans la recherche de solutions. Celles-ci consistent notamment à créer un environnement macroéconomique stable qui favorise un niveau d'investissement productif approprié pour appuyer la nécessaire transformation structurelle. Il est donc impératif pour la communauté internationale et pour ses institutions de s'engager encore plus résolument qu'elles ne l'ont fait jusqu'à présent dans les mesures de réforme au niveau international qui restent à mettre en œuvre.



Le Secrétaire général de la CNUCED
Supachai Panitchpakdi

TENDANCES ET PROBLÈMES ACTUELS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

A. Tendances récentes de l'économie mondiale

1. Croissance mondiale

La reprise économique mondiale s'est ralentie en 2011, après avoir nettement rebondi en 2010 par rapport à l'effondrement généralisé de 2009. Le produit intérieur brut (PIB) mondial devrait progresser de 3,1 % en 2011, contre 3,9 % en 2010. Le ralentissement économique touchera aussi bien les pays en développement que les pays développés, mais les taux de croissance resteront nettement plus élevés dans les pays en développement (près de 6,3 %) que dans les pays développés (environ 1,8 %), tandis que les pays en transition de la Communauté d'États indépendants devraient enregistrer un taux intermédiaire de croissance de près de 4,5 % (tableau 1.1). Cela marque la persistance de la «reprise à deux vitesses» observée en 2010 et de taux de croissance plus rapides dans toutes les régions en développement, par rapport à ceux des pays développés, depuis 2003. Mais surtout, cela pourrait indiquer l'existence dans les pays développés d'obstacles spécifiques à une relance économique, dont sont exempts la plupart des pays en développement.

Comme prévu dans le *Rapport sur le commerce et le développement, 2010*, la reconstitution des stocks et les programmes de relance budgétaire ont progressivement cessé à partir de la mi-2010.

L'élan initial dû à des facteurs temporaires s'estompant, la faiblesse intrinsèque de la reprise dans les pays développés est apparue clairement, à savoir que la croissance de la demande privée n'est pas suffisamment forte pour maintenir la dynamique de la reprise. Cela tient en partie à la persistance d'un endettement élevé des ménages dans plusieurs pays et à la réticence des banques à octroyer de nouveaux crédits. Mais une importante raison est que les consommateurs ne s'attendent pas à voir leurs revenus augmenter régulièrement à moyen terme. En Europe, au Japon et aux États-Unis, l'actuelle reprise se caractérise non seulement par une croissance sans création d'emplois – ce qui était déjà le cas de précédentes reprises – mais aussi par une stagnation des salaires, phénomène qui n'avait jusque-là été observé qu'au Japon. Le chômage reste élevé et pèse sur l'augmentation des salaires. Cet effet est amplifié par une plus grande flexibilité des marchés de l'emploi et pourrait aller jusqu'au point où les anticipations négatives des salariés compromettraient le retour à des modes normaux de consommation et, partant, d'investissement en capital fixe. Les profits se sont vivement redressés au cours de la première phase de la reprise, grâce aux effets positifs sur la demande des programmes publics, mais les pays développés n'arrivent pas à soutenir une expansion durable en raison de la faiblesse persistante de la demande des travailleurs salariés.

Tableau 1.1

CROISSANCE DE LA PRODUCTION MONDIALE, 2003-2011

(Variation annuelle en pourcentage)

Région/pays	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ^a
Monde	2,7	4,1	3,6	4,1	4,0	1,7	-2,1	3,9	3,1
Pays développés	1,9	3,0	2,5	2,8	2,6	0,3	-3,6	2,5	1,8
<i>dont:</i>									
Japon	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-1,2	-6,3	4,0	-0,4
États-Unis	2,5	3,6	3,0	2,6	2,1	0,4	-2,6	2,9	2,3
Union européenne (UE-27)	1,4	2,5	2,0	3,2	3,0	0,5	-4,2	1,8	1,9
<i>dont:</i>									
Zone euro	0,8	2,2	1,7	3,1	2,8	0,5	-4,1	1,7	1,8
France	1,1	2,5	1,9	2,2	2,4	0,2	-2,6	1,5	2,1
Allemagne	-0,2	1,2	0,8	3,4	2,7	1,0	-4,7	3,6	3,0
Italie	0,0	1,5	0,7	2,0	1,5	-1,3	-5,0	1,0	0,9
Royaume-Uni	2,8	3,0	2,2	2,8	2,7	-0,1	-4,9	1,3	1,3
Union européenne (UE-12) ^b	4,3	5,5	4,7	6,5	6,2	4,0	-3,6	2,2	3,2
Europe du Sud-Est et CEI	7,2	7,7	6,5	8,3	8,6	5,4	-6,7	4,1	4,4
Europe du Sud-Est ^c	4,1	5,6	4,7	5,2	6,1	4,3	-3,7	0,5	2,2
CEI, y compris la Géorgie	7,6	7,9	6,7	8,7	8,8	5,5	-7,0	4,5	4,5
<i>dont:</i>									
Fédération de Russie	7,3	7,2	6,4	8,2	8,5	5,6	-7,9	4,0	4,4
Pays en développement	5,4	7,5	6,9	7,6	8,0	5,4	2,5	7,4	6,3
Afrique	5,2	8,0	5,3	6,0	5,9	5,4	1,8	4,4	3,5
Afrique du Nord, sauf Soudan	6,6	4,9	5,1	5,4	4,7	4,8	1,5	4,1	0,2
Afrique subsaharienne, sauf Afrique du Sud	5,5	13,0	5,4	6,8	7,2	6,8	4,2	5,5	5,8
Afrique du Sud	2,9	4,6	5,3	5,6	5,5	3,7	-1,8	2,8	4,0
Amérique latine et Caraïbes	1,8	5,8	4,6	5,5	5,6	4,0	-2,2	5,9	4,7
Caraïbes	3,0	3,7	7,5	9,4	5,9	3,0	0,3	3,3	3,4
Amérique centrale, sauf Mexique	3,8	4,2	4,8	6,5	7,1	4,3	-0,5	3,6	4,3
Mexique	1,4	4,1	3,3	4,8	3,4	1,5	-6,5	5,5	4,0
Amérique du Sud	1,9	6,9	5,1	5,5	6,7	5,3	-0,4	6,4	5,1
<i>dont:</i>									
Brésil	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,6	7,5	4,0
Asie	6,9	8,1	8,1	8,7	9,1	5,8	4,2	8,3	7,2
Asie de l'Est	7,1	8,3	8,6	10,0	11,1	7,0	5,9	9,4	8,0
<i>dont:</i>									
Chine	10,0	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,1	10,3	9,4
Asie du Sud	7,8	7,5	8,2	8,4	8,9	4,5	5,8	7,2	6,9
<i>dont:</i>									
Inde	8,4	8,3	9,3	9,4	9,6	5,1	7,0	8,6	8,1
Asie du Sud-Est	5,6	6,5	5,8	6,2	6,6	4,2	1,0	7,8	5,0
Asie occidentale	6,3	9,4	7,8	6,7	5,2	4,8	-0,8	6,0	6,4
Océanie	2,4	2,0	2,2	1,4	2,8	2,5	1,4	2,9	3,5

Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Organisation des Nations Unies, Département des affaires économiques et sociales (ONU/DAES), base de données *National Accounts Main Aggregates*, et *World Economic Situation and Prospects (WESP) 2011: Mid-year Update*; CEPALC, 2011; OCDE, base de données statistiques; et sources nationales.

Note: Les agrégats par pays sont calculés sur la base du PIB en dollars constants de 2005.

a Prévisions.

b Nouveaux États membres de l'UE après 2004.

c Albanie, Bosnie-Herzégovine, Croatie, ex-République yougoslave de Macédoine, Monténégro et Serbie.

Un autre facteur qui pourrait retarder ou compromettre la reprise économique est la mise en œuvre de politiques budgétaires et monétaires de rigueur au motif, contestable, que la relance par le secteur privé de la croissance économique est déjà engagée. Par exemple, le Fonds monétaire international (FMI) considère qu'une relance budgétaire n'est plus nécessaire, car «c'est pour l'essentiel la demande privée qui mène la danse» (FMI, 2011a: xiii). La Banque des règlements internationaux (BRI) estime quant à elle que l'inflation est actuellement le principal risque dans une économie mondiale en phase de redressement et que cela «renforce les arguments en faveur d'un relèvement généralisé des taux directeurs» (BRI, 2011: xii). D'après ces institutions, l'objectif de la politique économique devrait être non plus de stimuler la croissance, mais de maîtriser l'inflation et de réduire les déficits budgétaires et l'endettement public. Mais alors que presque tous les gouvernements des grands pays développés s'efforcent de couper dans les dépenses publiques, notamment en réduisant ou en gelant les salaires dans le secteur public, les ménages anticipent une baisse ou une stagnation de leurs revenus, qui menace de torpiller la reprise de l'économie mondiale. La morosité des indicateurs du marché de l'emploi aux États-Unis, les risques de contagion financière en Europe et la détérioration de certains grands indicateurs de la production manufacturière mondiale (JP Morgan, 2011) font que la mise en œuvre de politiques macro-économiques restrictives accroît la probabilité d'une période prolongée de croissance médiocre, sinon de contraction pure et simple, dans les pays développés.

Les pays en développement présentent une situation toute différente. Une reprise rapide après la crise et une croissance soutenue par la suite ont été dues à divers facteurs, dont l'application de mesures contracycliques, le redressement des prix des produits de base à partir de la mi-2009 et une augmentation des salaires réels. Certains analystes considèrent que la hausse des prix des produits de base a été le principal facteur de la reprise dans ces pays (FMI, 2011a). Il n'en reste pas moins que si la hausse des prix a joué un rôle essentiel pour les exportateurs de produits de base, les pays en développement importateurs de produits de base ont également bénéficié d'une croissance rapide. Un facteur qui ne doit pas être sous-estimé est que dans de nombreux pays en développement, la récession n'a pas entraîné de réductions des salaires réels; au contraire, les revenus et la demande intérieure ont continué de

progresser. En ce sens, la reprise dans beaucoup de pays en développement, qui a été largement due à la progression des salaires, se différencie de celle que connaissent les pays développés, où elle est associée à une stagnation des salaires. En outre, les systèmes financiers dans les pays en développement n'ayant guère été touchés par la crise la plus récente, la demande intérieure dans ces pays est soutenue par le crédit intérieur. Il en résulte que leur croissance est bien davantage tributaire de l'expansion des marchés intérieurs, ce qui peut expliquer la croissance continue et la résilience de leur économie, en dépit de la faiblesse de la croissance dans les pays développés.

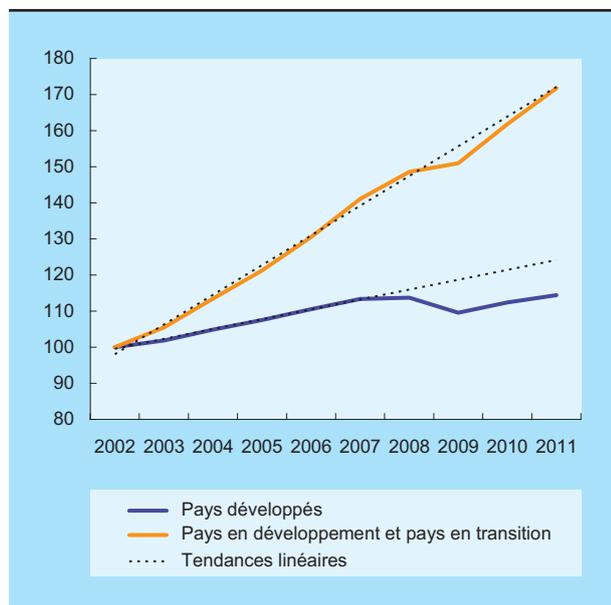
L'expansion économique dans les pays en développement ne va toutefois pas sans problèmes. Paradoxalement, certains de ces problèmes résultent de la résistance de ces pays à la contagion financière au cours de la crise récente. En particulier, parce qu'ils semblaient présenter moins de risques, les pays émergents à économie de marché ont attiré un surcroît de capitaux à court terme. Ces flux de capitaux à court terme peuvent engendrer un gonflement du prix des actifs et une appréciation du taux de change, au détriment de la compétitivité des pays. De plus, une inflation plus forte dans plusieurs de ces pays, largement due à la hausse des prix des produits de base, les a conduits à resserrer leur politique monétaire et à relever les taux d'intérêt, ce qui ne fait qu'attirer davantage encore les capitaux étrangers sous la forme d'opérations de «carry trade» (opérations spéculatives sur écarts de rendement). Parallèlement, l'instabilité de marchés de produits de base extrêmement financiarisés donne à penser qu'un choc négatif provenant des pays développés pourrait exercer une forte pression à la baisse sur les prix des exportations de produits primaires, comme cela s'est déjà produit en 2008 (voir le chapitre V du présent rapport). Ainsi, en dépit de la contribution marquée des marchés intérieurs à la dynamique de croissance, une expansion économique soutenue dans les pays en développement est exposée à d'importants risques extérieurs en raison du marasme économique des pays développés et de l'absence de réforme notable des marchés financiers internationaux.

Il apparaît donc évident que l'une des principales caractéristiques de l'économie mondiale après la crise est la grande diversité des rythmes de reprise économique. Si les pays en développement et les pays en transition, en tant que groupe, ont retrouvé leurs chiffres de croissance d'avant la crise après le

Graphique 1.1

PIB RÉEL AUX PRIX DU MARCHÉ, 2002-2011

(Indice, 2002 = 100)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après ONU/DAES, base de données National Accounts Main Aggregates, et World Economic Situation and Prospects 2011: Mid-year Update; CEPALC (2011); base de données statistiques de l'OCDE; et sources nationales.

Note: Les tendances linéaires correspondent à la période 2002-2007.

ralentissement de 2008-2009, la croissance dans les pays développés reste extrêmement molle, ce qui semble indiquer que leur production économique est actuellement très inférieure à son potentiel (graphique 1.1). Aux États-Unis, la reprise économique marque le pas depuis le début de 2011, de sorte que la croissance est trop faible pour réduire sensiblement le chômage. Les indicateurs de l'emploi se sont fortement détériorés entre la fin de 2007 et la mi-2009, avec une forte hausse à la fois du chômage et du sous-emploi, et ils ne se sont pas améliorés avec la reprise économique ultérieure. Au premier trimestre de 2011, le niveau des emplois salariés restait inférieur à son niveau du premier trimestre de 2009 (au plus bas du cycle économique), et les salaires horaires réels stagnaient. De ce fait, les salariés n'ont absolument pas profité de la reprise économique; entre le deuxième trimestre de 2009 et le premier trimestre de 2011, ce sont les profits des sociétés qui ont représenté 92 % de la croissance cumulée du revenu national. Une telle reprise, qui a été qualifiée de reprise «sans création d'emplois ni augmentation de salaire» (Sum et divers collaborateurs, 2011), implique une contribution limitée, voire nulle, des dépenses de consommation

à la croissance du PIB. En outre, le marasme persistant du marché de l'immobilier retardera la reprise de l'investissement résidentiel et du crédit personnel. En dépit de ce manque de dynamisme de la demande privée, les politiques macroéconomiques ont été quelque peu durcies. Les dépenses publiques ont diminué fin 2010 et début 2011 et, étant donné les divergences politiques sur la façon de traiter le déficit budgétaire et le plafond de la dette publique, de nouvelles mesures de relance budgétaire sont très peu probables. La deuxième phase d'assouplissement quantitatif, qui a pris fin en juin 2011, n'a pas réussi à entraîner un accroissement du crédit à l'activité économique intérieure: en fait, entre les premiers trimestres de 2008 et de 2011, le crédit bancaire au secteur privé a diminué de 11 % en valeur réelle. La politique monétaire restera globalement accommodante, avec des taux d'intérêt historiquement bas, mais les autorités monétaires n'envisagent pas de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif.

Le Japon, l'Australie et la Nouvelle-Zélande ont été victimes de graves catastrophes naturelles. L'économie japonaise, qui suivait déjà un cycle baissier depuis l'été 2010 en raison de la diminution de la consommation des ménages, des dépenses publiques et des exportations nettes, est tombée officiellement en récession au premier trimestre de 2011. En mars, un tremblement de terre suivi d'un tsunami ont gravement désorganisé les chaînes d'approvisionnement et la fourniture d'énergie dans le secteur manufacturier. Les chiffres préliminaires indiquent toutefois un redressement rapide de l'activité manufacturière, en raison d'une amélioration de la situation concernant l'approvisionnement en électricité. Par ailleurs, les besoins de reconstruction alimenteront une vigoureuse demande publique et privée qui continuera de stimuler l'activité économique au second semestre de 2011 et en 2012. Cela n'empêchera pas une contraction globale du PIB en 2011, mais on peut s'attendre à une reprise sensible l'année prochaine. Il faudra néanmoins s'attaquer à moyen terme à différents obstacles à la croissance antérieurs à ces événements, dont la forte diminution des salaires réels, l'appréciation de la monnaie et les mesures d'austérité budgétaire prises pour réduire l'énorme dette publique. En revanche, les conséquences des inondations en Australie et du tremblement de terre en Nouvelle-Zélande devraient se faire sentir moins longtemps et il est peu probable qu'elles provoquent une récession dans ces deux pays.

Dans l'Union européenne (UE), la croissance devrait légèrement s'améliorer, passant de 1,8 % en 2010 à quelque 1,9 % en 2011, avec cependant de sensibles variations entre les pays membres. L'Allemagne et la France ont enregistré une accélération entre le premier et le deuxième trimestre de 2011. En Allemagne, la croissance a été alimentée par l'investissement et les exportations nettes – comme en 2010 – tandis que la consommation privée restait faible en raison de la stagnation des salaires réels. En France, la reconstitution de l'investissement fixe et des stocks se poursuit, mais la consommation des ménages a été relativement faible dans les premiers mois de 2011, en partie à cause de la hausse des prix de l'énergie et en partie à cause de la fin des mesures publiques de relance de la consommation. Au Royaume-Uni, la baisse de la demande intérieure dans un contexte de progression de l'inflation et de faible croissance des salaires, outre la stagnation de l'investissement des entreprises, s'est soldée par une maigre croissance positive du PIB au premier trimestre de 2011, compensant tout juste le recul observé fin 2010. La situation paraît encore plus sombre dans les autres pays européens: la crise de la dette publique, notamment en Grèce, en Irlande et au Portugal, a alourdi les coûts de refinancement de la dette. Ces pays ont été obligés de mettre en œuvre des mesures d'austérité budgétaire, condition préalable à un financement d'urgence par le FMI et l'UE. D'autres pays confrontés au risque de contagion (par exemple, l'Italie et l'Espagne) appliquent également des mesures d'austérité budgétaire dans l'espoir de conserver la confiance des marchés financiers. Toutes ces mesures restrictives, combinées à des niveaux déjà élevés de chômage, risquent de maintenir ces pays en récession en 2011; dans le meilleur des cas, toute croissance positive du PIB ne pourrait être que modeste. Les dilemmes auxquels sont confrontés les pays européens sont examinés plus en détail dans la section B plus loin.

Dans les pays en développement, les taux de croissance devraient également marquer le pas en 2011, mais cela tient à la comparaison avec 2010 et, dans certains cas, à la faible croissance dans les pays développés plutôt qu'à des obstacles endogènes à la croissance. Les pays *asiatiques* continuent d'enregistrer les taux de croissance du PIB les plus élevés. Toutefois, de récents indicateurs en temps réel, tels que les indicateurs concernant la production industrielle et le commerce, laissent présager une croissance économique modérée en *Asie de l'Est* et

du Sud-Est au deuxième trimestre de 2011, après un bon premier trimestre. Ce ralentissement s'expliquerait par un certain nombre de facteurs à court terme, dont les incidences sur les chaînes d'approvisionnement du tremblement de terre au Japon et l'impact de politiques monétaires plus restrictives sur l'activité économique intérieure, ainsi que par des facteurs à plus long terme tels que l'atonie de quelques grands marchés d'exportation, notamment le Japon et les États-Unis. De ce fait, la contribution des exportations – et dans une certaine mesure de l'investissement – à la croissance devrait fléchir en 2011 dans plusieurs pays exportateurs – par exemple, Malaisie, Singapour, Thaïlande. Les pays disposant d'un vaste marché intérieur et où la consommation des ménages progresse, tels que la Chine et l'Indonésie, n'enregistreront que peu ou pas de ralentissement. En Chine, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a diminué par rapport à la situation d'avant la crise. Les investissements fixes (d'abord) et la consommation privée (ensuite) sont les deux principaux moteurs de la croissance. Le rôle grandissant de la demande intérieure est conforme à l'objectif public de rééquilibrage de la croissance, mais la part relative de la consommation par rapport à celle de l'investissement doit encore faire l'objet de mesures d'ajustement.

En *Asie du Sud*, l'Inde continue de bénéficier d'une croissance économique rapide (près de 8 %), reposant principalement sur la vigueur de la consommation intérieure et de l'investissement, mais aussi sur la contribution positive des exportations nettes. De bonnes récoltes hivernales se sont ajoutées au dynamisme de l'activité intérieure. La croissance est également présente dans la plupart des autres pays de cette région – bien qu'elle soit moins forte –, en grande partie alimentée par la demande intérieure. La hausse des prix des importations depuis le dernier trimestre de 2010 pèse sur les balances commerciales et accroît les pressions inflationnistes, ce qui pourrait conduire à des politiques macroéconomiques plus restrictives dans un proche avenir.

En *Asie occidentale*, la croissance devrait rester relativement forte, la situation variant toutefois beaucoup d'un pays à un autre. Dans plusieurs pays, les troubles politiques devraient assombrir les perspectives de croissance à court terme en raison de leur impact sur l'investissement et le tourisme. Dans d'autres, principalement des pays exportateurs de pétrole, les risques politiques ont conduit

les gouvernements à mettre en œuvre des mesures expansionnistes, notamment baisses d'impôts, hausse des salaires dans le secteur public et nouveaux programmes d'infrastructure, afin de prévenir toute agitation sociale ou politique. Les montants considérables qui ont ainsi été injectés dans l'économie devraient stimuler la croissance du PIB. En Turquie, où la situation politique est restée stable, la croissance devrait rester forte cette année. Le déficit courant du pays devrait s'établir à 9 % du PIB en 2011, car des capitaux spéculatifs étrangers ont alimenté la croissance du crédit – progression de 35 % en valeur réelle par rapport à l'année précédente – et accentué l'appréciation de la monnaie. Une inversion des flux de capitaux pourrait donc être préjudiciable à l'économie turque dans son ensemble.

La croissance en *Afrique* devrait diminuer, la cause presque exclusive en étant les troubles politiques en *Afrique du Nord*. La croissance en Égypte et en Tunisie fléchira sensiblement en 2011, en raison de l'effondrement des investissements et d'un très net ralentissement dans le secteur vital du tourisme. Toutefois, c'est en Jamahiriya arabe libyenne que les conséquences ont été les plus marquées, puisque la plus grande partie de l'activité économique s'est arrêtée, y compris la production et les exportations de pétrole. En revanche, en *Afrique subsaharienne*, les taux de croissance du PIB devraient continuer de progresser au même rythme qu'en 2010. Des investissements d'infrastructure et des politiques budgétaires expansionnistes devraient stimuler la croissance économique dans la sous-région, ce à quoi s'ajoutera le développement rapide de services tels que les télécommunications. Si les pays exportateurs de ressources minérales et de produits énergétiques ont vu leurs termes de l'échange s'améliorer du fait de la forte demande de matières premières de la part d'autres grands pays en développement, dans beaucoup de pays ce sont d'autres secteurs qui ont été le principal moteur de la croissance. Au Nigéria, par exemple, où la vigoureuse croissance de la production enregistrée en 2010 (7,6 %) s'est poursuivie au début de 2011, le secteur non pétrolier a enregistré une progression de 8,5 % environ, contre 3 % environ pour le secteur pétrolier. En Afrique du Sud, la croissance du PIB s'est accélérée au premier trimestre de 2011, grâce à la forte expansion du secteur manufacturier. Plusieurs industries de services ont également progressé, quoique à un rythme moins rapide. Bien que le chômage déclaré reste élevé (25 %), les salaires réels ont sensiblement augmenté, et la consommation

privée reste le principal moteur de la croissance économique.

Les pays d'*Amérique latine et des Caraïbes* ont connu une reprise rapide après la crise, avec une croissance du PIB de presque 6 % en 2010 – soit un des niveaux les plus élevés de ces dernières décennies. La croissance s'est même accélérée dans plusieurs pays fin 2010 et début 2011, mesurée d'un trimestre à l'autre. Il est cependant probable qu'elle se ralentira en 2011 et tombera en dessous de 5 %. Elle sera principalement alimentée par la demande intérieure, s'agissant aussi bien de la consommation que de l'investissement, stimulée par une amélioration sensible des conditions d'emploi et l'expansion du crédit. D'une manière générale, les gouvernements devraient ralentir leurs programmes de relance économique, mais quelques-uns seulement pourraient prendre des mesures budgétaires restrictives. La croissance économique a permis de conserver la maîtrise des déficits budgétaires et de la dette publique. Le volume des exportations n'augmentera pas aussi vite qu'en 2010, mais les exportateurs de produits de base continueront de bénéficier d'une amélioration sensible de leurs termes de l'échange, qui contribuera à l'expansion des importations, en particulier de biens d'équipement. Le niveau élevé des prix des produits de base pousse l'inflation à la hausse: en mai 2011, la moyenne régionale s'établissait à 7,5 %, tandis que l'inflation sous-jacente (hors prix des combustibles et des denrées alimentaires) n'était que de 5,5 % (CEPALC, 2011). Dans ces conditions, plusieurs banques centrales ont durci leur politique monétaire, bien que cela n'ait fait qu'encourager des flux indésirables de capitaux à court terme. Les gouvernements sont ainsi confrontés à un dilemme, et quelques-uns ont mis en place ou renforcé des mesures de contrôle des mouvements de capitaux afin d'atténuer les perturbations macroéconomiques et l'appréciation de la monnaie qu'entraînent de tels flux de capitaux.

La croissance au Brésil est passée de 7,5 % en 2010 à 4 % environ cette année, les politiques budgétaires et monétaires ayant été durcies pour accroître l'excédent budgétaire primaire et faire baisser l'inflation. La situation est toute différente en Argentine, où la croissance devrait dépasser 8 % en raison d'une croissance à deux chiffres de la consommation privée et des investissements de capital fixe. Les pays andins, qui sont d'importants exportateurs de pétrole ou de ressources minérales,

devraient voir leur taux de croissance progresser (Bolivie, Chili, Colombie, Équateur et République bolivarienne du Venezuela), ou rester élevé (Pérou), grâce à une appréciable amélioration de leurs termes de l'échange. D'un autre côté, la plupart des petits pays d'Amérique centrale et des Caraïbes ne connaîtront probablement qu'une croissance molle, en raison de leur dépendance à l'égard de l'économie des États-Unis et d'une détérioration de leurs termes de l'échange et de leur compétitivité préjudiciable à leur développement. Néanmoins, au Panama, d'importants projets d'infrastructure dynamiseront l'activité économique et stimuleront la création d'emplois. Au Mexique, la croissance devrait s'établir à 4 % environ, avec une reprise de la consommation privée et de l'investissement, bien que la croissance ait perdu de sa dynamique dans la seconde moitié de l'année à cause du ralentissement de l'économie des États-Unis.

Les pays en transition de la *Communauté d'États indépendants* (CEI) devraient poursuivre leur redressement économique, avec une croissance du PIB supérieure à 4 %, comme en 2010. L'amélioration des termes de l'échange devrait continuer de favoriser l'adoption de mesures de relance budgétaire dans les pays exportateurs de pétrole et de ressources minérales, y compris les plus grands pays (Fédération de Russie, Ukraine et Kazakhstan, dans l'ordre). Dans ces pays, la croissance du PIB s'est principalement appuyée sur des facteurs intérieurs, dont une reprise de l'investissement et une demande des ménages relativement vigoureuse du fait d'une certaine amélioration de l'emploi. Les autorités monétaires russes ont été confrontées à plusieurs problèmes: prêts improductifs détenus par un certain nombre de grandes banques, sorties massives de capitaux et pressions inflationnistes liées à la hausse des prix alimentaires. Cela a conduit à l'adoption de plusieurs trains de mesures de resserrement monétaire, qui ne devraient néanmoins pas peser sur la croissance à court terme. Après une forte contraction économique en 2009 et une reprise modérée en 2010, l'Ukraine bénéficie d'une demande extérieure soutenue pour ses exportations de ressources minérales, qui représentent 40 % de ses exportations totales. Au Kazakhstan, où la récession de 2009 a été beaucoup moins marquée, la croissance économique est stimulée par les dépenses publiques et privées, y compris l'investissement intérieur et étranger. L'amélioration des conditions économiques dans la Fédération de Russie a soutenu la plupart des économies de la CEI

importatrices d'énergie, en leur offrant un marché pour leurs exportations et grâce à une augmentation des envois de fonds de travailleurs expatriés. En outre, la croissance en Asie centrale est soutenue par d'importants investissements publics, en particulier dans les pays exportateurs de ressources énergétiques. Toutefois, au Bélarus, la croissance se ralentit après que la monnaie locale a été dévaluée de 36 % en mai 2011, ce qui a entraîné des pénuries de produits et une envolée des prix sur le marché intérieur.

La croissance est plus lente dans les pays d'*Europe du Sud-Est*, qui ont peu de chances de retrouver avant 2012 leur niveau de PIB de 2008. L'économie croate s'est à nouveau contractée en 2010. Ailleurs, on a observé un léger rebond, mais la reprise devrait être lente en raison de la faiblesse de la demande intérieure. Le chômage reste un problème fondamental dans la région – il a augmenté au début de 2011 en Croatie et en Serbie.

2. Commerce international

Le commerce international a vigoureusement rebondi en 2010, après avoir enregistré son plus important recul depuis la Seconde Guerre mondiale. Le volume du commerce mondial de marchandises a progressé de 14 % en année pleine, ce qui a à peu près compensé la baisse observée en 2009 (tableau 1.2). Le mouvement a commencé au second semestre de 2009 et a été particulièrement marqué jusqu'à la fin du premier semestre de 2010, avec la reconstitution par les entreprises de leurs stocks. Il a ensuite quelque peu perdu de sa dynamique et l'activité économique s'est essouffée dans plusieurs pays développés. En 2011, la croissance du commerce international devrait retrouver un niveau à un chiffre, de l'ordre de 7 à 8 %.

Bien que l'Organisation mondiale du commerce (OMC) ait observé l'adoption par les pays du G-20 de nouvelles mesures restrictives, celles-ci restent modestes, puisqu'elles ne touchent que 0,6 % des importations totales de ces pays (OMC, 2011a). Elles ne représentent pour l'instant aucune aggravation sensible des obstacles au commerce, mais elles alimentent la crainte que, en cette période de chômage élevé et d'austérité budgétaire dans les pays développés, et alors que les pays en développement se plaignent de «guerres monétaires», les gouvernements n'imposent davantage de mesures de contrôle des importations.

Tableau 1.2

**VOLUME DES EXPORTATIONS ET DES IMPORTATIONS DE MARCHANDISES,
PAR RÉGION ET PAR PAYS ET GROUPE DE PAYS, 2007-2010**

(Variation annuelle en pourcentage)

Région/pays	Volume des exportations				Volume des importations			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Monde	6,0	2,4	-13,3	14,0	6,6	2,6	-13,4	13,6
Pays développés	4,1	2,5	-15,1	12,6	3,8	-0,1	-14,5	10,3
<i>dont:</i>								
Japon	8,9	2,3	-24,9	27,9	0,8	-0,6	-12,4	10,3
États-Unis	6,8	5,5	-14,9	15,3	1,1	-3,7	-16,4	14,7
Union européenne	3,2	2,4	-14,3	11,2	4,9	0,8	-14,3	9,0
Europe du Sud-Est et CEI	9,3	-0,2	-14,3	11,7	26,7	15,5	-28,1	15,6
Europe du Sud-Est	17,9	-13,5	-20,6	11,5	23,7	-9,4	-20,7	-5,3
CEI	8,8	0,5	-13,9	11,8	27,3	18,4	-28,9	18,3
Pays en développement	8,8	3,2	-10,3	16,7	10,4	6,7	-9,9	18,9
Afrique	6,6	-2,1	-10,7	9,0	12,6	10,2	-2,5	1,3
Afrique subsaharienne	6,9	-2,2	-9,6	10,4	11,5	2,8	-2,6	0,4
Amérique latine et Caraïbes	2,4	-0,5	-11,2	11,0	11,5	8,8	-18,4	25,0
Asie de l'Est	15,6	7,2	-10,5	24,1	10,2	0,4	-5,3	24,6
<i>dont:</i>								
Chine	21,8	10,5	-13,6	29,4	14,1	2,3	-1,7	30,0
Asie du Sud	5,6	7,0	-5,6	10,3	9,7	20,8	-2,9	6,9
<i>dont:</i>								
Inde	6,9	16,8	-6,6	12,7	14,7	29,7	-0,8	4,2
Asie du Sud-Est	7,1	1,6	-10,7	18,6	7,0	8,2	-16,5	22,2
Asie occidentale	1,8	4,3	-4,7	7,3	14,1	13,3	-13,8	10,6

Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après la base de données UNCTADstat.

Bien que l'Organisation mondiale du commerce (OMC) ait observé l'adoption par les pays du G-20 de nouvelles mesures restrictives, celles-ci restent modestes, puisqu'elles ne touchent que 0,6 % des importations totales de ces pays (OMC, 2011a). Elles ne représentent pour l'instant aucune aggravation sensible des obstacles au commerce, mais elles alimentent la crainte que, en cette période de chômage élevé et d'austérité budgétaire dans les pays développés, et alors que les pays en développement se plaignent de «guerres monétaires», les gouvernements n'imposent davantage de mesures de contrôle des importations.

Illustrant les écarts de dynamisme de la demande intérieure agrégée, le redressement du commerce a également été inégal selon les pays et les groupes de pays par tranche de revenu. Dans les pays développés,

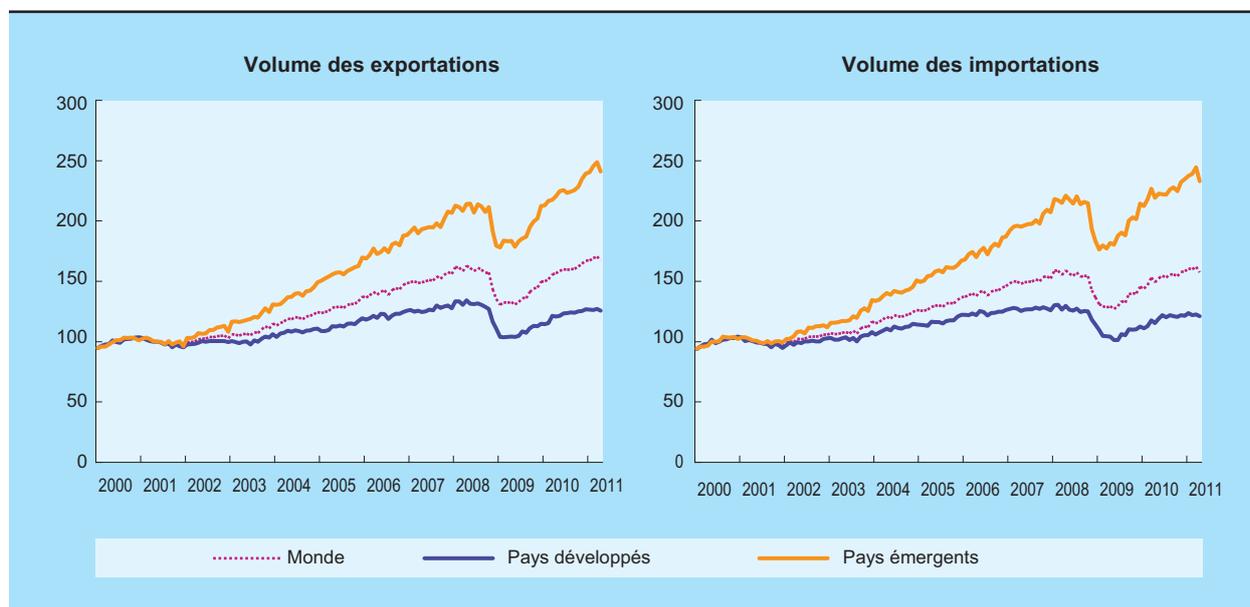
le commerce (en volume) n'a toujours pas retrouvé ses niveaux d'avant la crise. Ces pays ont regagné une partie de leurs précédentes pertes commerciales entre l'été 2009 et l'été 2010, mais il n'y a pas eu de croissance depuis (graphique 1.2). Dans le cas des pays en transition, le commerce n'avait pas non plus retrouvé ses niveaux d'avant la crise fin 2010. La situation est même pire dans l'Europe du Sud-Est, où les importations ont encore diminué en 2010, dans un contexte d'affaiblissement de la demande agrégée et de hausse du chômage dans la région. En revanche, le volume des importations et des exportations dans la plupart des groupes de pays en développement – et d'abord en Asie de l'Est – avait déjà dépassé courant 2010 le niveau record de 2008.

Pour ce qui est des exportations, les différences tiennent principalement à leur composition selon les

Graphique 1.2

COMMERCE MONDIAL EN VOLUME, JANVIER 2000-AVRIL 2011

(Indice, 2000 = 100)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après le Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas (CPB), base de données *World Trade*.

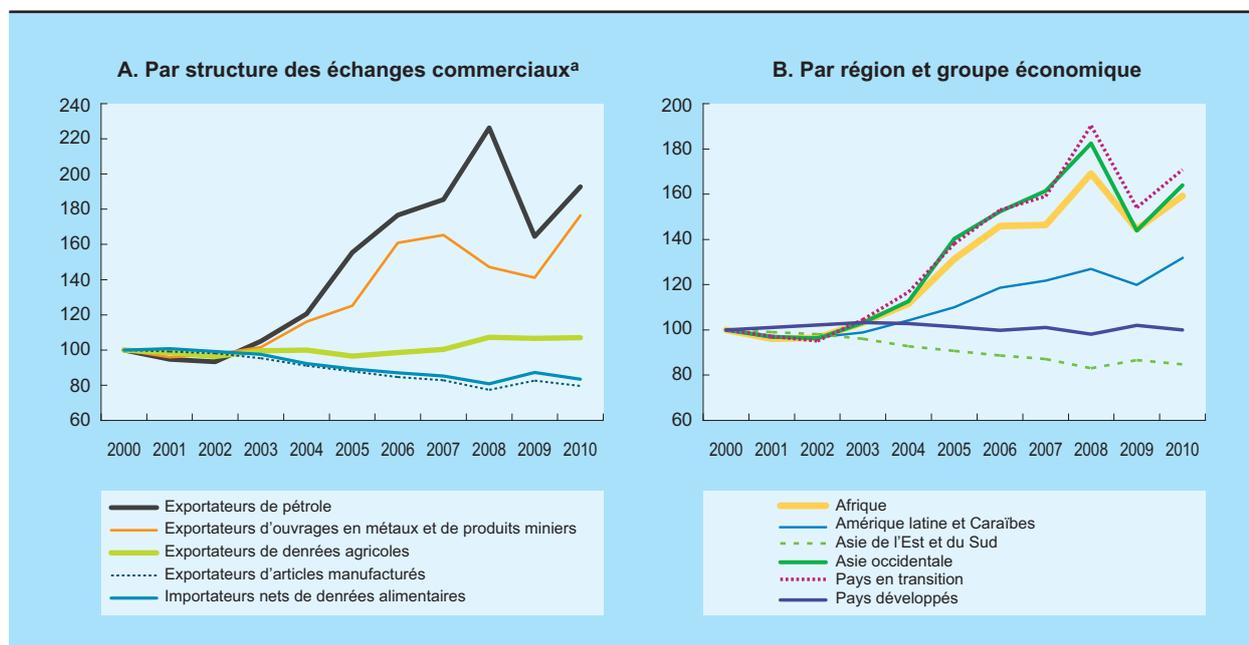
pays. Dans les pays qui produisent des biens durables et des biens d'équipement (dont la demande est généralement différée en cas de crise), tels que la Chine et le Japon, les exportations ont progressé en volume de près de 30 % à mesure que la production industrielle reprenait. Par contre, dans les pays en développement principalement exportateurs de produits primaires, le volume des exportations a été relativement stable. Contrairement aux articles manufacturés durables, dont les marchés s'ajustent principalement en jouant sur les quantités, la variable d'ajustement des marchés de produits primaires est davantage le prix, tandis que les volumes dépendent plus souvent des conditions de l'offre. Dans la mesure où leurs courants commerciaux se sont généralement moins contractés en 2009, ils ont donc également bénéficié d'une expansion plus modérée l'année suivante, avec de faibles variations en pourcentage dans les deux cas. Pour quelques produits (par exemple, produits alimentaires), cela a été dû à la faible élasticité de la demande, tandis que pour d'autres, les variations de stock ont suivi une tendance contracyclique, quelques grands importateurs ayant profité des prix plus bas de 2009.

Le volume des importations varie normalement parallèlement à celui des exportations dans les pays ou les régions dont le commerce concerne principalement des articles manufacturés et où le système industriel est fortement intégré dans le commerce mondial et les exportations comportent une part appréciable de facteurs importés (par exemple, dans l'UE et en Asie du Sud-Est). Toutefois, dans d'autres cas, le volume des exportations et celui des importations peuvent évoluer à des rythmes assez différents, en particulier lorsque les pays utilisent leurs réserves internationales ou une aide internationale pour financer l'importation de biens finaux, ou lorsque l'évolution positive ou négative des termes de l'échange influe sensiblement sur le pouvoir d'achat des exportations. Les pays africains, la Chine et le Japon illustrent le premier cas, leurs importations en 2009 ayant diminué beaucoup moins et ayant donc eu tendance à se redresser plus lentement en 2010. L'Amérique latine est un bon exemple de la façon dont l'évolution des termes de l'échange a pu accentuer la contraction des importations en 2009, puis leur expansion en 2010 (tableau 1.2).

Graphique 1.3

TERMES DE L'ÉCHANGE NETS, 2000-2010

(Indice, 2000 = 100)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après la base de données UNCTADstat.

Note: Les importateurs nets de denrées alimentaires sont des pays à faible revenu et à déficit vivrier, non compris les exportateurs de combustibles, d'ouvrages en métaux et de produits miniers.

a Pays en développement et pays en transition.

En 2010, l'évolution des termes de l'échange a pour l'essentiel renoué avec ses tendances d'avant la crise (graphique 1.3). Parmi les pays en développement, les exportateurs de pétrole et de ressources minérales ont bénéficié de gains appréciables; dans le cas des seconds, les indices des termes de l'échange ont même dépassé le précédent niveau record de 2007. En revanche, les exportateurs d'articles manufacturés ont perdu une partie des gains enregistrés en 2009. Si l'on examine l'évolution des termes de l'échange par région géographique, on observe qu'ils se sont nettement améliorés en Afrique, en Asie occidentale et dans les pays en transition en 2010, en raison de la hausse des prix des combustibles et des minéraux. Les termes de l'échange des pays d'Amérique latine et des Caraïbes ont atteint des niveaux sans précédent, grâce aux améliorations enregistrées par les pays sud-américains. En revanche, dans les pays d'Asie de l'Est et du Sud, les termes de l'échange ont reculé de 2 % environ en 2010. Toutefois, cela n'a pas sensiblement modifié le pouvoir d'achat de leurs exportations, qui a augmenté de près de 20 %.

Le commerce des services a suivi la même évolution que le commerce des marchandises, avec cependant de plus faibles variations. Concernant les services de voyage et de tourisme – qui représentent 25 % environ du commerce des services et 6 % de la totalité du commerce des biens et services –, les entrées de touristes internationaux ont progressé de près de 7 % en 2010, pour s'établir à 940 millions, contre 882 millions en 2009 et 917 millions en 2008. Au cours des premiers mois de 2011, le tourisme a continué de croître à un rythme annuel de près de 5 %. De fait, la croissance a été positive dans toutes les sous-régions du monde en janvier et février 2011, à l'exception de l'Asie occidentale et de l'Afrique du Nord, où le recul a été d'environ 10 %. À l'instar des activités économiques en général, les taux de croissance des entrées de touristes internationaux ont en moyenne été les plus forts dans les pays en développement. Ils ont augmenté de 15 % en Amérique du Sud et en Asie du Sud, et de 13 % en Afrique subsaharienne. Dans la région Asie-Pacifique, la croissance des entrées de touristes s'est ralentie pour s'établir

à 6 %, mais l'année 2010 avait été particulièrement bonne. L'Europe a également enregistré une expansion de 6 % des entrées de touristes, en grande partie grâce à un regain de l'activité de voyage en Europe centrale et orientale (12 %) et à l'abandon temporaire des destinations d'Afrique du Nord et d'Asie occidentale au profit de destinations en Europe méridionale. La croissance a été plutôt faible en Amérique du Nord et en Amérique centrale (Organisation mondiale du tourisme, 2011a). En 2011, on s'attend à une croissance du tourisme mondial de 4 à 5 % (Organisation mondiale du tourisme, 2011b).

Les services de transport, deuxième plus grande catégorie de services commerciaux, suivent l'évolution du commerce de marchandises. Les données préliminaires indiquent que le commerce maritime mondial – qui assure le transport des quatre cinquièmes environ de l'ensemble des marchandises échangées – a rebondi en 2010 après la contraction de 2009 et a progressé d'environ 7 %. Le volume total de marchandises chargées a été estimé à 8,4 milliards de tonnes, au-delà du niveau record de 2008 (CNUCED, 2011). Toutefois, ces chiffres globaux occultent d'importantes différences selon les types de marchandises. Les transports maritimes par conteneur ont enregistré une reprise en V, avec une expansion de 13 % en 2010 après une baisse de 10 % en 2009, tandis que le volume de marchandises transportées par navires-citernes progressait de 4,2 % en 2010, soit un chiffre légèrement supérieur au recul observé en 2009. La croissance en volume des principaux vrac secs est restée positive en 2009 et s'est fortement accélérée en 2010 (11,3 %). Cette diversité illustre la réactivité du commerce d'articles manufacturés à l'évolution de la situation économique mondiale, et plus particulièrement à la croissance de l'activité manufacturière dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). Il est intéressant de noter que cela illustre également la résilience du commerce de certains produits primaires, même pendant la crise mondiale – la demande chinoise a joué un rôle important à cet égard.

Les taux de fret maritime – contrairement aux prix du pétrole – ont régulièrement diminué tout au long de l'année 2010. La forte corrélation positive observée du début de 2008 jusqu'à la mi-2009 entre les deux a commencé de s'inverser en 2010 en raison d'une offre excédentaire de navires. En 2011, les taux de fret maritime devraient rester bas, comparés à

leurs niveaux historiquement élevés de la précédente décennie.

3. *Évolution récente des marchés de produits de base*

L'évolution des prix des produits de base était traditionnellement abordée sous l'angle des relations fondamentales entre l'offre et la demande. Toutefois, de plus en plus d'analystes considèrent que les mouvements récents de ces prix ont également été influencés par la participation croissante d'investisseurs financiers au négoce des produits de base. Il est difficile de quantifier l'influence relative sur les prix des facteurs fondamentaux par rapport aux facteurs financiers. Cela tient non seulement au manque de données détaillées et désagrégées sur la participation des investisseurs financiers, mais aussi aux influences réciproques des divers types d'information qui étayent la formation des prix, et qui peuvent découler soit de facteurs fondamentaux, soit des marchés financiers. Par exemple, une crise des approvisionnements ou de production laissera présager une dégradation de l'équilibre entre l'offre et la demande et une hausse imminente des prix, ce qui ne manquera pas d'attirer des investisseurs financiers à la recherche de profits et amplifiera ainsi la hausse des prix. Mais l'évolution des prix sur les marchés financiers ou les signaux donnés par des algorithmes peuvent aussi inciter les investisseurs financiers à ajuster leur portefeuille de produits de base, ce que les producteurs et les consommateurs peuvent interpréter à tort comme le signe de changements fondamentaux; ils ajusteront leurs activités en fonction des fondamentaux du marché et accentueront ainsi les mouvements des prix. On trouvera dans le chapitre V du présent rapport une analyse détaillée du rôle de l'information dans ce contexte. La présente section s'intéresse à l'évolution des prix, ainsi qu'aux modifications des équilibres fondamentaux entre l'offre et la demande.

L'incertitude et l'instabilité ont été les principales caractéristiques des marchés de produits de base en 2010 et dans la première moitié de 2011. En témoigne une plus grande volatilité des prix que par le passé, à l'instar de l'envolée des prix de ces produits avant le déclenchement de la crise économique et financière mondiale en 2008. Ce phénomène au cours de la dernière décennie peut être illustré par

une comparaison des écarts standard des données relatives aux prix mensuels des produits de base dans le graphique 1.4 entre 2002-2005 et 2006-2011 pour différents groupes de produits. Entre les deux périodes, cette simple mesure de l'instabilité a été multipliée par un facteur 3,8 pour les produits de base vivriers et les graines oléagineuses et huiles végétales, 2,7 pour les matières brutes agricoles et les boissons tropicales, et 1,6 pour les minéraux, les métaux et le pétrole brut¹.

Après avoir baissé au deuxième trimestre de 2010, les prix des produits de base se sont en général vivement redressés jusqu'au début de 2011. Ce phénomène a été associé à trois grandes tendances: i) une hausse de la demande tenant au redressement de l'économie mondiale et, en particulier, à une croissance vigoureuse dans les pays en développement; ii) des difficultés d'approvisionnement; et iii) la financiarisation croissante des marchés de produits. Leur impact relatif sur l'évolution des prix est toutefois difficile à quantifier, et de toute façon déborde le cadre de la présente section. Les indices de prix de tous les groupes de produits ont culminé en février-mars 2011 à des niveaux proches de ceux qui avaient été enregistrés en 2008, à l'exception des produits tropicaux destinés à la fabrication de boissons et des matières brutes agricoles, dont les niveaux ont été considérablement plus élevés. Bien que les prix des produits de base aient globalement diminué au deuxième trimestre de 2011, ils sont restés à des niveaux relativement élevés. Cette inversion de la tendance à la hausse, en particulier dans le cas des produits de base énergétiques et des minéraux et métaux, semble en partie due au ralentissement de la croissance de la production industrielle mondiale (graphique 1.4 B). La forte correction à la baisse du début de l'année 2011, en particulier, pourrait néanmoins aussi être davantage imputable à un changement d'attitude des investisseurs financiers qu'à de véritables changements des fondamentaux des marchés physiques eux-mêmes. Cette situation est le résultat d'une diversité de facteurs, dont l'annonce du retrait progressif des mesures d'assouplissement quantitatif aux États-Unis et les problèmes de dette souveraine en Europe, avec un rebond consécutif du taux de change du dollar, outre les incertitudes quant à l'évolution de l'économie chinoise à la suite de l'adoption d'un certain nombre de mesures de resserrement monétaire, et des facteurs techniques tels que l'accroissement des dépôts de garantie obligatoires

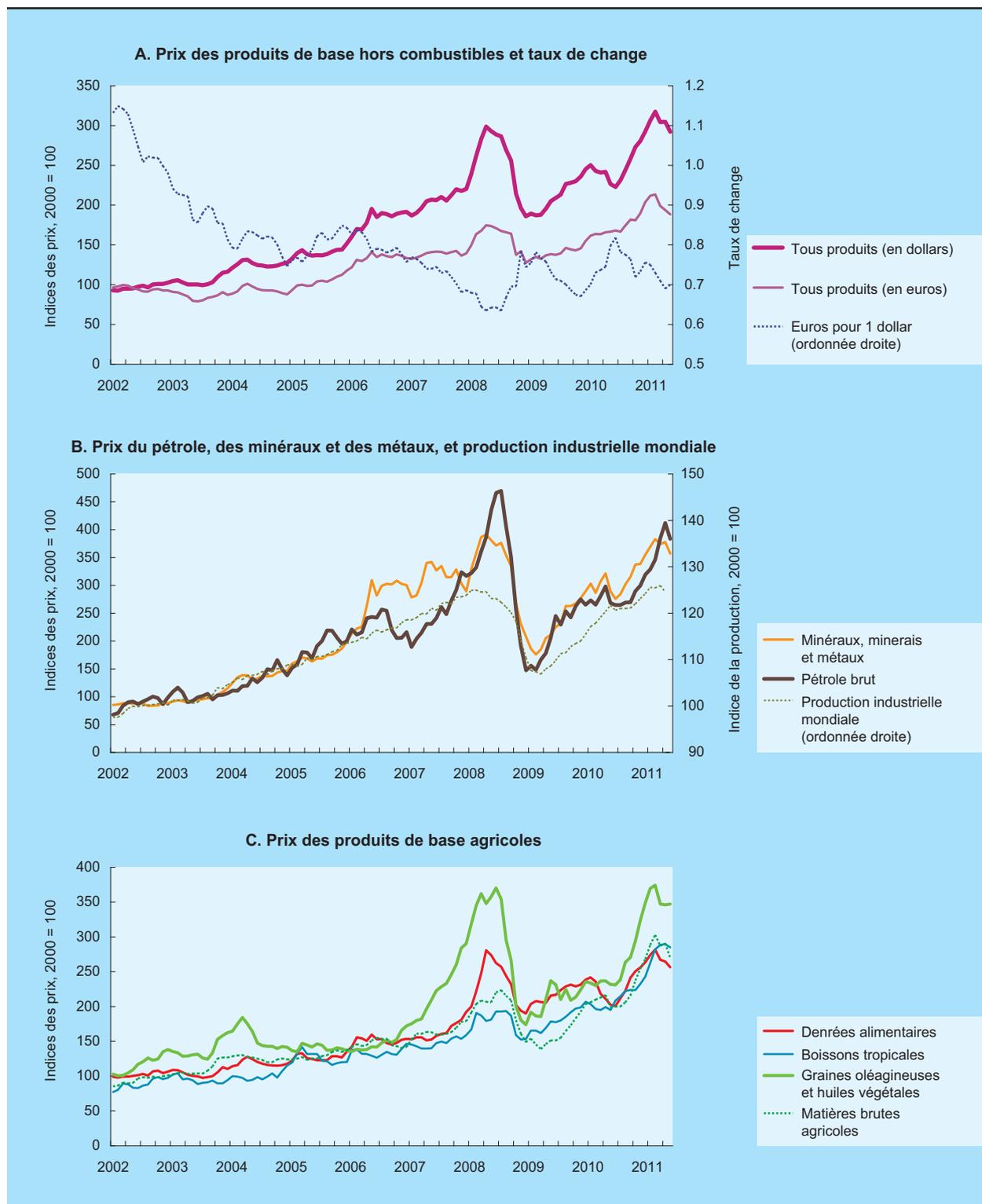
sur les marchés à terme de certains produits. Les prix des produits de base étant libellés en dollar, l'instabilité du taux de change de cette monnaie joue un rôle important dans la mesure de l'instabilité des prix de ces produits. Les mouvements de l'indice des prix des produits de base hors combustibles sont beaucoup moins violents lorsqu'on les mesure en euro (graphique 1.4 A).

La tendance à la hausse des prix a peut-être atteint son point haut, dans la mesure où les prix ont commencé de baisser au deuxième trimestre de 2011. Toutefois, au moment de la rédaction du présent rapport (mi-2011), il était encore trop tôt pour dire s'il s'agissait juste d'une correction temporaire ou d'une inversion plus durable. De fait, entre mai et début juillet 2011, les prix ont évolué de façon brutale, dans un sens ou dans l'autre, presque au jour le jour. Cette situation s'explique en grande partie par l'humeur changeante et la nervosité des marchés, notamment à cause des incertitudes quant à l'évolution de la situation sur les marchés financiers. Dans le cas particulier du pétrole, comme on le verra plus loin, les décisions de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et, en particulier, de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), qui ont pris les acteurs du marché par surprise, ont également joué un rôle.

La présence plus marquée d'investisseurs financiers, pour qui les produits de base ne sont qu'une classe d'actifs supplémentaire, a fortement influé sur les mouvements des prix de ces produits (voir le chapitre V du présent rapport). Parallèlement à l'augmentation des prix, les investissements financiers dans le secteur des produits de base ont atteint de nouveaux records début 2011. De même, la correction à la baisse des prix en mai 2011 a été associée à un retrait massif d'investisseurs du marché². D'abondantes liquidités sur les marchés financiers peuvent également avoir contribué à la financiarisation croissante des marchés de produits de base, stimulée par les mesures d'assouplissement monétaire adoptées aux États-Unis par la Réserve fédérale au troisième trimestre de 2010. Dans la mesure où cette liquidité additionnelle n'a pas alimenté un accroissement du crédit pour l'investissement productif, mais a au contraire été utilisée par des investisseurs financiers à la recherche de rendements optimaux, cela peut avoir contribué à la hausse des prix des produits de base (Koo, 2011).

Graphique 1.4

ÉVOLUTION MENSUELLE DES PRIX DES PRODUITS DE BASE, DU TAUX DE CHANGE DOLLAR-EURO ET DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE MONDIALE, JANVIER 2002-MAI 2011



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après CNUCED, base de données en ligne Commodity Price Statistics; Banque mondiale, base de données Commodity Prices; UNCTADstat; et Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas (CPB), base de données World Trade.

Note: Indices des prix en valeurs courantes, production industrielle mondiale en valeurs constantes.

Concernant l'évolution des conditions de l'offre et de la demande physiques sur les marchés internationaux de produits de base, la hausse de la demande de produits dans les pays émergents à croissance dynamique, notamment en Chine, a joué un rôle fondamental ces dernières années. Cela est lié au processus d'industrialisation et d'urbanisation à forte intensité de produits dans ces pays, ainsi qu'à la hausse de la teneur en protéines des nouveaux régimes alimentaires adoptés par des ménages dont les revenus augmentent (*Rapport sur le commerce et le développement, 2005*). Dans le même temps, en raison de différentes contraintes de production, la croissance de l'offre a été inférieure à la rapide croissance de la demande.

Ces chocs macroéconomiques et financiers communs à l'ensemble des produits de base sont les principaux facteurs déterminants de l'évolution récente des prix de ces produits, en particulier telle que mesurée par les indices de prix agrégés. Selon les produits et les périodes considérées, ces chocs communs ont été renforcés ou atténués par des crises de l'offre et de la demande de tel ou tel produit, et c'est tout cet ensemble qui a déterminé l'évolution des prix des différents produits de base (tableau 1.3). Le reste de la présente section est consacré à une analyse plus détaillée de l'évolution de l'offre et de la demande de différents produits.

Sur le marché du *pétrole brut*, les prix ont fluctué dans une fourchette de 70 à 80 dollars pendant les trois premiers trimestres de 2010. Ils ont ensuite fortement augmenté au dernier trimestre de l'année, pour atteindre une moyenne mensuelle de 116,3 dollars en avril 2011 (UNCTADstat). La demande mondiale a progressé de 3,2 % en 2010, après avoir diminué de 0,8 % en 2008 et de 1,3 % en 2009. La demande dans les pays de l'OCDE a augmenté d'un modeste 1,1 %, contre 5,5 % dans les pays hors OCDE, la demande de pétrole en Chine ayant par exemple progressé de 12,3 % en 2010³. Les pays hors OCDE ont donc représenté plus de 80 % de la hausse de la demande de pétrole. Parallèlement, la production de pétrole n'a augmenté que de 2,1 % en 2010 (AIE, 2011a). Une des principales raisons de la moindre croissance de la production par rapport à la demande, et de l'envolée des prix fin 2010 et dans les premiers mois de 2011, tient aux tensions en Asie occidentale et en Afrique du Nord, qui ont pesé sur la production et entraîné une diminution de l'offre mondiale, tout en encourageant

les investisseurs financiers à parier sur une hausse des prix.

En Jamahiriya arabe libyenne, qui représente 2 % environ de la production mondiale avec 1,6 million de barils par jour, la production de pétrole s'est virtuellement arrêtée. L'Arabie saoudite a immédiatement augmenté sa production, mais cela ne semble pas avoir totalement compensé le manque à produire, principalement en raison des différences de qualité entre le pétrole brut libyen et le pétrole saoudien. En mai 2011, alors que l'inquiétude montait partout dans le monde quant à la menace que faisait peser sur la reprise économique mondiale le niveau des prix du pétrole, l'AIE a observé un léger fléchissement de la demande, en particulier dans les pays développés (AIE, 2011b). Dans ce contexte de prix élevés, de multiples appels ont été lancés à l'OPEP en faveur d'un relèvement des quotas de production. Lors de leur réunion du 8 juin 2011, les membres de l'OPEP n'ont toutefois pas réussi à s'entendre sur une modification de ces quotas. Alors que les prix augmentaient à la suite de cette réunion, l'Arabie saoudite, qui possède de loin les plus grandes capacités de réserve de tous les membres de l'OPEP, a annoncé qu'elle augmenterait unilatéralement sa production au-delà de son quota. De plus, deux semaines plus tard, l'AIE a surpris le marché en débloquant des stocks d'urgence, mesure extraordinaire qui n'avait été adoptée qu'à deux reprises auparavant⁴.

Les prix des *denrées alimentaires* ont également bondi au second semestre de 2011, principalement en raison de conditions météorologiques qui ont été préjudiciables aux récoltes, laissant présager une détérioration imminente de l'équilibre de l'offre et de la demande. Les marchés des grains, à l'exclusion du riz, restaient généralement tendus à la mi-2011. Le déclencheur immédiat de la forte hausse des prix du blé a été la sécheresse et les incendies qui s'en sont suivis dans la Fédération de Russie et en Ukraine, aggravés par des interdictions d'exportation décrétées dans ces pays. La demande mondiale de maïs a augmenté rapidement, en raison de son utilisation croissante à la fois pour l'alimentation des animaux et pour la production de biocombustibles, la rentabilité de cette dernière étant en particulier favorisée par la hausse des prix du pétrole. Des données du Département de l'agriculture des États-Unis (USDA) montrent qu'en 2010/11, 40 % environ du maïs récolté aux États-Unis a servi à la production de biocombustibles, contre 20 % en 2006/07. Cela

Tableau 1.3

PRIX MONDIAUX DES PRODUITS PRIMAIRES, 2005-2011

(Variation en pourcentage par rapport à l'année précédente, sauf indication contraire)

Produit/Groupe	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ^a	2009–2011 ^b
Ensemble des produits^c	11,6	30,2	13,0	24,0	-16,9	17,7	21,8	62,1
Ensemble des produits alimentaires	6,3	16,3	13,3	39,2	-8,5	7,4	20,7	39,6
Produits alimentaires et boissons tropicales	8,8	17,8	8,6	40,4	-5,4	5,6	18,5	33,9
<i>Boissons tropicales</i>	25,5	6,7	10,4	20,2	1,9	17,5	32,1	71,5
Café	43,8	7,1	12,5	15,4	-6,9	27,3	49,0	104,5
Cacao	-0,7	3,5	22,6	32,2	11,9	8,5	3,6	25,1
Thé	9,1	11,7	-12,3	27,2	16,5	-1,0	9,5	28,4
<i>Produits alimentaires</i>	7,2	19,0	8,5	42,5	-6,0	4,4	17,1	30,5
Sucre	37,9	49,4	-31,7	26,9	41,8	17,3	23,7	101,2
Viande bovine	4,1	-2,4	1,9	2,6	-1,2	27,5	22,4	68,3
Maïs	-12,0	24,4	38,2	34,0	-24,4	13,2	52,8	74,5
Blé	-1,4	26,6	34,3	27,5	-31,4	3,3	44,5	42,3
Riz	17,1	5,5	9,5	110,7	-15,8	-11,5	-1,2	-17,6
Bananes	9,9	18,5	-0,9	24,6	0,7	3,7	13,3	13,5
Graines oléagineuses	-9,5	5,0	52,9	31,9	-28,4	22,7	36,4	89,8
Soja	-10,4	-2,2	43,0	36,1	-16,6	3,1	24,8	42,5
Matières brutes agricoles	3,2	13,3	12,0	20,5	-17,5	34,0	31,5	97,1
Cuirs et peaux	-2,1	5,1	4,5	-11,3	-30,0	60,5	14,5	142,3
Coton	-11,6	5,9	10,2	12,8	-12,2	65,3	93,7	266,4
Tabac	1,8	6,4	11,6	8,3	18,1	-23,3	-75,7	-80,5
Caoutchouc	16,7	40,6	9,5	16,9	-27,0	90,3	54,1	285,7
Bois tropicaux	0,3	-4,7	19,5	39,3	-20,6	1,8	8,8	9,2
Minéraux, minerais et métaux	26,2	60,3	12,8	6,2	-30,3	33,7	20,2	104,2
Aluminium	10,6	35,4	2,7	-2,5	-35,3	30,5	17,4	87,7
Phosphate	2,5	5,3	60,5	387,2	-64,8	1,1	36,6	-13,1
Minerai de fer	77,4	26,8	-48,7	82,4	22,3	152,3
Étain	-13,2	18,9	65,6	27,3	-26,7	50,4	47,9	173,9
Cuivre	28,4	82,7	5,9	-2,3	-26,3	47,0	25,7	183,6
Nickel	6,6	64,5	53,5	-43,3	-30,6	48,9	20,4	150,8
Plomb	10,2	32,0	100,2	-19,0	-17,7	25,0	20,8	124,3
Zinc	31,9	137,0	-1,0	-42,2	-11,7	30,5	8,5	99,9
Or	8,7	35,9	15,3	25,1	11,6	26,1	16,3	57,1
Pétrole brut^d	41,3	20,4	10,7	36,4	-36,3	28,0	32,4	136,7
Pour mémoire:								
Articles manufacturés^e	2,5	3,4	7,5	4,9	-5,6	1,1

Source: Calcul du secrétariat de la CNUCED, d'après CNUCED, Commodity Price Statistics Online; et Division de statistique de l'Organisation des Nations Unies, Bulletin mensuel de statistiques, diverses livraisons.

Note: En dollars courants.

a Variation en pourcentage entre la moyenne pour la période janvier-mai 2011 et la moyenne pour 2009.

b Variation en pourcentage entre la moyenne de janvier à mai 2011 et la moyenne de janvier à mars 2009 (période où les prix des produits de base ont été au plus bas en raison de la crise financière mondiale).

c À l'exception du pétrole brut.

d Moyenne du Brent, du Dubaï et du West Texas Intermediate, moyenne simple.

e Valeur unitaire à l'exportation des articles manufacturés des pays développés.

expliquerait pourquoi la croissance de la demande mondiale de maïs (3,6 % en 2010/11) a été supérieure à celle de la production (0,9 %). D'où une forte diminution des stocks de maïs⁵.

Dans ce contexte, les variations récentes des prix ont suivi l'évolution des prévisions de récolte pour 2011/12, une fois de plus étroitement liée à l'évolution des conditions météorologiques. En mai 2011, des retards dans les semis aux États-Unis en raison de fortes pluies et d'inondations, conjugués à une période de sécheresse en Europe qui a menacé les récoltes de céréales, ont entraîné des tensions de l'offre et de la demande. Les conditions météorologiques ont également perturbé la production agricole en Chine. Toutefois, début juillet 2011, les pressions semblaient s'être atténuées du fait de la levée des restrictions appliquées aux exportations de grains en Fédération de Russie et en Ukraine, ainsi que de la publication par l'USDA de données plus favorables que prévu concernant les stocks et les superficies mises en culture.

Même si en février 2011, l'indice des prix des denrées alimentaires de la CNUCED dépassait les niveaux préoccupants atteints lors de la crise alimentaire de 2007-2008, un certain nombre de facteurs ont limité l'impact de ces prix sur la sécurité alimentaire, qui est donc apparue moins critique que par le passé. Premièrement, le prix du riz, qui en tant qu'aliment de base influe beaucoup sur la sécurité alimentaire, est resté relativement bas par comparaison avec les niveaux observés en 2008. Deuxièmement, les stocks de grains constitués en 2009 ont initialement quelque peu amorti les pressions à la hausse sur les prix, en dépit d'une certaine fragilisation de la situation à la mi-mai 2011. Troisièmement, plusieurs pays africains ont bénéficié de bonnes récoltes de grains en 2010. Enfin, en dehors de quelques exceptions comme la Fédération de Russie et l'Ukraine, la plupart des pays se sont abstenus d'imposer des restrictions à l'exportation, mesure qui avait exacerbé la crise alimentaire de 2007-2008. La hausse des prix alimentaires en 2010-2011 pourrait néanmoins avoir de fortes incidences sur la sécurité alimentaire, aggravées par la menace d'une famine en Afrique de l'Est. Globalement, d'après les estimations de la Banque mondiale, la hausse des prix entre juin et décembre 2010 aurait fait basculer 44 millions d'individus dans l'extrême pauvreté (Ivanic, Martin et Zaman, 2011). En outre, la facture des importations de denrées alimentaires des pays à faible revenu et à déficit vivrier

devrait s'alourdir de 27 % en 2011 (FAO, 2011). Des prix alimentaires élevés restent donc une menace préoccupante pour la sécurité alimentaire dans les pays pauvres, et nombre de causes structurelles qui étaient à l'origine de la crise de 2008 n'ont toujours pas été correctement traitées (voir aussi le chapitre II du *Rapport sur le commerce et le développement, 2008*). En 2008, il avait généralement été admis que, face à ce problème, un accroissement de l'aide publique au développement serait nécessaire pour stimuler les investissements agricoles dans les pays en développement.

Les conditions météorologiques ont également fortement influé sur l'évolution des marchés d'autres denrées de base agricoles. Début 2011, les prix du sucre ont atteint leur plus haut niveau depuis trente ans. On s'était attendu à un très net durcissement des conditions de l'offre et de la demande sur les marchés mondiaux du sucre en raison de craintes quant à une baisse de la production dans les principaux pays producteurs, d'une forte croissance de la consommation et d'un bas niveau de stocks, mais ces craintes ont été démenties par l'anticipation de récoltes plus favorables. Concernant les *boissons tropicales*, une diminution des récoltes de café dans de grands pays producteurs, notamment en Colombie et au Viet Nam, combinée à une consommation dynamique, en particulier dans les pays émergents, a entraîné une forte tension des conditions de l'offre et de la demande et une situation de très faible niveau de stocks. Comme ceux du sucre, les prix du cacao ont alterné hausses et baisses en 2010-2011: après une forte hausse en février 2011 du fait des tensions politiques et d'une interdiction à l'exportation dans un grand pays producteur – la Côte d'Ivoire – ils ont brutalement baissé dès que ces tensions se sont apaisées et que l'offre est devenue plus abondante.

Les prix des *matières brutes agricoles* se sont également envolés en 2010. Une forte demande, en particulier en Chine, et de médiocres récoltes dans des pays comme la Chine et le Pakistan ont entraîné une baisse des stocks de coton⁶ et contribué à des niveaux de prix records en février 2011. La forte baisse des prix au deuxième trimestre de 2011 a été en partie due à un ralentissement de la demande en réaction à ces niveaux de prix. De même, les niveaux records des prix du caoutchouc naturel au début de 2011 ont pu être attribués à une forte demande de pneumatiques pour la production de véhicules sur les marchés émergents et à la hausse des prix du

pétrole, qui a rendu le caoutchouc synthétique plus cher. De plus, l'offre s'est resserrée en raison de conditions météorologiques défavorables en Asie du Sud-Est, principale région productrice de caoutchouc naturel avec plus de 70 % de la production mondiale. Toutefois, au deuxième trimestre de 2011, une certaine amélioration de la situation de l'offre, le durcissement de la politique monétaire en Chine et l'impact du tremblement de terre au Japon sur la production automobile ont contribué à faire baisser les prix.

Sur les marchés des *métaux et des minéraux*, les prix ont fortement progressé au second semestre de 2010, pour atteindre un niveau record en février-mars 2011. Leurs variations ont tendance à être fortement corrélées à l'évolution de la production industrielle. Ainsi, la hausse des prix en 2010 a été associée à l'activité économique mondiale. Dans le cas du cuivre, les tensions sur le marché sont également dues à un déficit de l'offre. La baisse des prix depuis mars 2011 semble être en partie liée au ralentissement de la croissance de la production industrielle mondiale. Concernant le nickel, les récentes baisses de prix sont là aussi liées à un accroissement des approvisionnements. De plus, il apparaît que l'évolution récente des cours des minéraux et des métaux a été influencée par des opérations de stockage non enregistrées de la part d'institutions financières, ainsi que par la dynamique de constitution de stocks en Chine, en particulier pour le cuivre. Ces tendances sont toutefois difficiles à suivre en raison du manque d'information (voir le chapitre V). Il se pourrait tout à fait que le ralentissement de la croissance des importations chinoises tienne à des prélèvements effectués sur les stocks existants et n'indique pas nécessairement une moindre utilisation de ce métal. Comme les stocks devront être reconstitués, on peut s'attendre à ce que la demande d'importation chinoise se redresse en cours d'année.

Les cours des *métaux précieux*, en particulier l'or et l'argent, ont bénéficié des incertitudes concernant l'économie mondiale. Les investisseurs considérant ces métaux comme des valeurs refuges, la demande a augmenté. En fait, on s'est largement aperçu que l'envolée des prix de l'argent correspondait à une bulle spéculative, qui a éclaté début mai 2011. Et la hausse des dépôts de garantie pour les contrats à terme sur l'argent a été considérée comme l'un des principaux déclencheurs du retrait des investisseurs à cette époque.

Dans une certaine mesure, la hausse des prix des produits de base a été le résultat d'une accélération de la reprise économique mondiale en 2010, mais cette hausse peut ensuite avoir contribué au ralentissement de l'activité en 2011. Une raison en est que des prix élevés agissent comme une taxe sur la consommation et réduisent le pouvoir d'achat à un moment où les revenus des ménages sont déjà mis à mal par un chômage élevé, une faible hausse (ou la stagnation) des salaires et un processus de désendettement, en particulier dans les pays développés. Mais surtout, la reprise pourrait marquer le pas si de tels niveaux de prix entraînent un durcissement de la politique monétaire partout dans le monde. Face à ces niveaux de prix, qui sont principalement dus à des facteurs extérieurs (essentiellement, crises de l'offre ou situation des marchés financiers), adopter des mesures de politique monétaire qui réduisent la demande ne semble pas être la meilleure des solutions.

Étant donné les incertitudes actuelles et la forte instabilité des marchés de produits de base, et de l'économie mondiale en générale, les prix de ces produits ne peuvent que rester extrêmement volatils à court terme, en particulier si les investisseurs financiers continuent d'exercer une forte influence sur ces marchés. La demande de produits de base dépendra du rythme de la reprise, laquelle dépendra des politiques économiques mises en œuvre.

À plus long terme, la demande de produits de base dans les pays en développement émergents devrait rester vigoureuse compte tenu de la plus faible consommation de produits de base par habitant dans ces pays que dans les pays développés. Dans le même temps, l'offre de produits énergétiques, ainsi que de minéraux et de métaux, devrait progresser du fait de l'accroissement des investissements, stimulés par des prix élevés, dans les activités d'exploration et d'extraction. De fait, à l'échelle mondiale, les dépenses consacrées aux activités d'exploration dans le cas des métaux non ferreux ont augmenté de 45 % en 2010, pour s'établir à leur deuxième plus haut niveau jamais enregistré (Metals Economics Group, 2011). Toutefois, étant donné les contraintes pesant actuellement sur la production dans le secteur des industries extractives – concernant par exemple les coûts d'extraction dans des zones isolées ou difficiles d'accès ou la pénurie de travailleurs qualifiés dans le secteur – il n'est pas certain que l'offre additionnelle escomptée soit suffisante pour répondre à la hausse de la demande. Dans le secteur agricole, l'OCDE et

la FAO (2011) s'attendent à ce que les prix restent plus tendus sur la période 2011-2020 qu'au cours de la décennie précédente. La raison en est que la hausse des coûts pourrait freiner l'accroissement des rendements et limiter la production, tandis que la demande augmenterait rapidement en raison de l'accroissement démographique et de la hausse des revenus dans de grands pays en développement émergents, en raison aussi de l'utilisation croissante à des fins non alimentaires (élevage, biocarburants de grains). La production de biocarburants, en particulier, devrait être encouragée par le niveau des

prix du pétrole et l'adoption de décisions politiques spécifiques.

Il faut enfin se demander les incidences qu'ont pu avoir sur les marchés de produits le tremblement de terre, le tsunami et les problèmes nucléaires consécutifs au Japon en mars 2011. En particulier, une remise en cause de la place de l'énergie nucléaire dans la panoplie énergétique pourrait avoir des incidences sur les marchés d'autres produits énergétiques, et notamment accroître les pressions sur les prix du pétrole.

B. Les politiques des revenus et l'avenir

Au cours de l'année écoulée, les instruments dont pouvaient disposer les responsables pour soutenir la reprise économique semblent avoir été limités, en particulier dans les pays développés. D'un côté, la politique monétaire ne pouvait guère apporter de soutien additionnel dans la mesure où les taux d'intérêt étaient déjà à des niveaux historiquement bas. La seule stimulation possible semblait être une politique d'assouplissement quantitatif, que plusieurs banques centrales étaient réticentes à mettre en œuvre et qui, compte tenu du processus de désendettement en cours, n'a effectivement guère contribué à relancer le crédit pour stimuler la demande intérieure. D'un autre côté, la hausse des ratios dette publique-PIB a convaincu de nombreux gouvernements de recourir désormais à des mesures d'austérité budgétaire.

La marge de manœuvre en matière de politiques macroéconomiques, en particulier de politiques budgétaires dynamiques, est toutefois bien plus large que ne le considèrent les décideurs (voir le chapitre III). De plus, il existe d'autres instruments de politique générale qui ont été grandement négligés, mais qui pourraient jouer un rôle stratégique face aux difficultés actuelles, s'agissant par exemple de la politique des revenus.

1. Les salaires et la croissance économique

Dans la période d'intensification de la mondialisation allant du début des années 1980 jusqu'à l'éclatement de la crise mondiale, la part du revenu national allant au travail a diminué dans la plupart des pays développés et des pays en développement. Lorsque la croissance des salaires réels ne suit pas celle de la productivité, il en résulte un frein durable et insurmontable à l'expansion de la demande intérieure et à la création d'emplois (*Rapport sur le commerce et le développement, 2010*, chap. V). Pour compenser l'insuffisance de la demande intérieure, certains pays ont eu tendance à surprivilegier la demande extérieure. D'autres ont cherché à stimuler la demande intérieure à travers l'assouplissement du crédit et la hausse des prix des actifs. Toutefois, aucune des deux solutions n'est viable à long terme. Ce sont là d'importants enseignements à tirer de la crise mondiale. Outre les risques inhérents à un assainissement budgétaire prématuré, on peut craindre que des politiques déflationnistes n'accroissent les pressions à la baisse sur les revenus du travail en raison du marasme du marché de l'emploi. De telles politiques

négligent la contribution fondamentale des dépenses de consommation à une reprise mondiale durable.

D'un point de vue strictement national, une relative compression des salaires peut sembler justifiée pour renforcer la compétitivité internationale des producteurs. Toutefois, la poursuite simultanée par de nombreux pays de stratégies de croissance axées sur l'exportation a des incidences systémiques: personne ne sortira vainqueur d'une course à la baisse des salaires, qui ne fera qu'engendrer des pressions déflationnistes. Dans des conditions de faiblesse généralisée de la demande de consommation, l'investissement fixe n'augmentera pas non plus, en dépit d'un faible coût du travail. Les tendances déflationnistes globales et les freins à la demande mondiale résultant de la compression des salaires dans de nombreux pays développés devraient être compensés par des mesures conduisant à une hausse des dépenses ailleurs dans l'économie mondiale. Avant la crise, le recours généralisé à des stratégies de croissance tirées par les exportations a été rendu possible principalement par une croissance dynamique des importations aux États-Unis, qui a conduit à une aggravation des déficits extérieurs et de la fragilité financière de l'économie de ce pays. Les crises qui

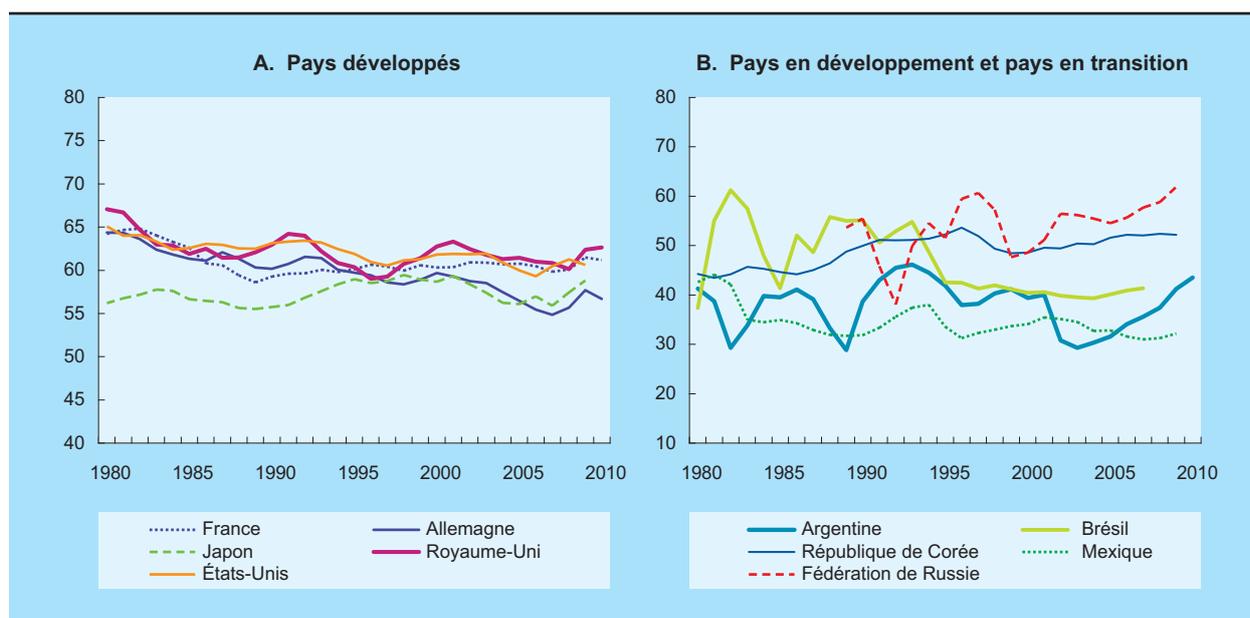
ont suivi, avec le désendettement du secteur privé et l'aggravation de la dette publique, ont clairement montré les défauts de cette approche. Il faut, d'un côté repenser la politique budgétaire et éviter un assainissement budgétaire prématuré, et de l'autre enrayer et inverser des tendances insoutenables en matière de redistribution.

Les tendances concernant la répartition des revenus depuis les années 1980 confirment que les inégalités au sein de nombreux pays développés se sont accentuées à mesure que la mondialisation s'accélérait (Commission européenne, 2007; FMI, 2007a et b; OCDE, 2008). En particulier, la part des salaires a diminué lentement, mais régulièrement au cours des trente dernières années, avec de brèves inversions de tendance en période de récession (notamment en 2008-2009), lorsque les profits ont eu tendance à diminuer davantage que les salaires. Après de tels épisodes, la tendance à la baisse a toutefois repris (graphique 1.5A). Celle-ci crée des turbulences dangereuses pour la reprise en cours. Les salaires ayant été déconnectés de la croissance de la productivité, les salariés n'ont plus les moyens de consommer une production croissante et la stagnation de la demande intérieure qui en résulte accentue les

Graphique 1.5

PART DES SALAIRES DANS LE REVENU NATIONAL, DIFFÉRENTS PAYS, 1980-2010

(En pourcentage)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après OCDE, base de données Principaux indicateurs économiques; et Lindenboim, Kennedy et Graña, 2011.

pressions à la baisse sur les prix et les salaires, créant ainsi la menace d'une spirale déflationniste.

Dans la plupart des pays en développement et des pays en transition, la part des salaires a évolué différemment. Elle s'établit généralement dans une fourchette de 35 à 50 % du PIB⁷ – contre 60 % environ du PIB dans les pays développés – et elle a tendance à fluctuer sensiblement, principalement en raison de brusques variations des salaires réels. Dans beaucoup de ces pays, la part des salaires dans le revenu national a eu tendance à diminuer entre les années 1980 et le début des années 2000, puis elle a commencé de se redresser au milieu des années 2000, sans avoir toutefois encore retrouvé le niveau des années 1990 (graphique 1.5B). L'évolution positive des salaires et le rôle joué par les politiques des revenus, en particulier les programmes de transferts en faveur des pauvres, peuvent être les principaux facteurs expliquant l'actuelle « reprise à deux vitesses ».

Dans les pays développés, les salaires réels progressaient en moyenne de moins de 1 % par an avant la crise, soit un niveau inférieur au taux de croissance de la productivité; ils ont ensuite diminué pendant la crise et ont eu tendance à se redresser très lentement en 2010. L'adoption d'une politique budgétaire plus restrictive et les niveaux relativement élevés de capacités inutilisées et de chômage impliqueraient que les pressions à la hausse sur les salaires pourraient rester très faibles, réduisant ainsi les chances d'une reprise tirée par les salaires. En revanche, depuis le début des années 2000, les salaires réels ont progressé dans toutes les régions en développement et dans les pays de la CEI, parfois assez rapidement (tableau 1.4). Dans certains pays, cela a pu représenter un rattrapage après les fortes réductions des années 1990 ou du début des années 2000, et, dans d'autres, cela a été plus qu'un simple redressement, les salaires progressant au même rythme que les gains de productivité. Même pendant les années difficiles qu'ont été 2008 et 2009, les salaires réels n'ont pas reculé dans la

Tableau 1.4

**CROISSANCE DES SALAIRES RÉELS, DIFFÉRENTES RÉGIONS
ET DIFFÉRENTS PAYS, 2001-2010**

(Variation annuelle en pourcentage)

	2001–2005	2006	2007	2008	2009	2010 ^a
Pays développés	0,5	0,9	0,8	-0,5	0,6	0,1
Allemagne	-0,9	0,0	1,1	1,2	-0,5	1,7
États-Unis	-0,4	1,6	-1,0	-1,1	-2,9	1,4
Japon	2,8	2,6	3,9	-1,5	-2,2	-1,8
Royaume-Uni	-0,3	-0,1	0,5	0,1	2,8	-0,7
Pays en développement et pays en transition						
Afrique	1,3	2,8	1,4	0,5	2,4	..
Afrique du Sud	0,3	5,1	0,2	2,3	3,2	5,2
Asie	7,8	7,6	7,2	7,1	8,0	..
Chine	12,6	12,9	13,1	11,7	12,8	..
Inde	2,6	0,4	-0,6	8,3
République de Corée	4,4	3,4	-1,8	-1,5	-3,3	1,2
Amérique latine et Caraïbes	0,4	4,2	3,3	1,9	2,2	2,5
Brésil	-2,6	3,5	1,5	2,1	1,3	2,4
Chili	1,6	1,9	2,8	-0,2	4,8	2,1
Mexique	0,9	1,4	1,0	2,2	0,8	-0,6
Europe orientale et Asie centrale	15,1	13,4	17,0	10,6	-2,2	..
Fédération de Russie	15,1	13,3	17,3	11,5	-3,5	2,6

Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après OIT, 2011; base de données AMECO de la Commission européenne, CEPALC, 2010; Economist Intelligence Unit; sources nationales.

a Chiffres préliminaires.

plupart des pays en développement, comme cela avait généralement été le cas lors de crises précédentes. Cela semble indiquer que, dans une certaine mesure, la reprise dans les pays en développement a été alimentée par un accroissement de la demande intérieure et que la croissance des salaires réels a été un élément à part entière de la reprise économique.

Pour bien comprendre les risques d'une déflation salariale, il est essentiel d'examiner l'évolution des revenus salariaux totaux, qui dépend de l'emploi et des salaires réels. Une baisse des salaires réels, plutôt que d'entraîner un accroissement de la demande de main-d'œuvre, pèsera sur la demande en induisant une baisse de la consommation (Keynes, 1936). On observe généralement une relation très étroite entre l'évolution des revenus salariaux totaux et l'évolution des dépenses de consommation finale. À cet égard, les «décennies perdues» au Japon laissent sombrement présager des difficultés qui s'accumulent dans le monde d'aujourd'hui. L'incapacité d'enrayer les pressions à la baisse sur les prix et sur la demande intérieure a amené l'économie japonaise à devenir excessivement dépendante des exportations, ce qui a abouti à une déflation et à une stagnation persistantes durant deux décennies. Tout comme les revenus réels des salariés, la consommation privée a cessé de croître (graphique 1.6). L'Allemagne semble prendre le même chemin que le Japon en raison d'une compression délibérée des salaires depuis le milieu des années 1990, avec des conséquences extrêmement déstabilisatrices dans la zone euro. Aux États-Unis, bien que la consommation ait principalement été alimentée par un «boum» du crédit et de l'immobilier jusqu'à l'inévitable éclatement de la bulle, on observe également une très forte relation entre masse salariale et consommation privée. La compression des salaires dans ce pays a été amplifiée par des politiques fiscales régressives et une forte tendance des 1 % des ménages les plus riches à accaparer une part toujours plus grande du revenu total (Piketty et Saez, 2007).

Dans les conditions actuelles, compte tenu des taux de chômage hérités de la crise, les pressions à la baisse sur les salaires dans les pays développés risquent d'étouffer toute amorce de redressement de la consommation privée, préalable pourtant indispensable à une reprise équilibrée et durable. Le programme largement partagé de réformes structurelles visant à améliorer la flexibilité du marché de l'emploi ne ferait que renforcer le pouvoir de

négociation des employeurs sur le marché du travail dans les pays développés.

En revanche, la hausse de la masse salariale après des périodes de recul dans plusieurs pays en développement et pays en transition dans les années 1980 et 1990 a stimulé la consommation privée. Par exemple, la baisse des salaires en République de Corée et en Fédération de Russie après les crises de la fin des années 1990 a été suivie d'un redressement appréciable, dont le maintien n'a pas été compromis par la récession. De même, au Mexique, les salaires se sont quelque peu redressés, mais l'influence économique des États-Unis peut expliquer le taux de croissance négatif de la masse salariale au cours de la dernière crise.

La hausse des salaires réels et de la masse salariale dans les pays en développement, outre l'appréciation réelle des taux de change, indique que la reprise dans ces pays dépend de plus en plus de l'expansion des marchés intérieurs plutôt que des exportations vers les pays développés. Ceux-ci restent néanmoins d'importants marchés d'exportation, où une croissance molle, combinée aux pressions à la hausse sur les monnaies des pays en développement, risque de raviver ou de renforcer les pressions en faveur d'une compression relative des salaires dans les pays en développement aussi. Cela ne s'est pas encore produit, mais le ralentissement de la production industrielle ou mondiale au deuxième trimestre de 2011 accroît ce risque. De fait, un ensemble de mesures macroéconomiques dans les pays développés combinant austérité budgétaire, durcissement de la politique monétaire et compression des salaires pourrait engendrer de nouvelles vulnérabilités au niveau mondial, qui pourraient donc aussi atteindre les pays en développement. Ce serait une mauvaise chose pour la reprise mondiale que de simplement déplacer les fragilités du Nord vers le Sud, au lieu de s'attaquer directement à la source des problèmes.

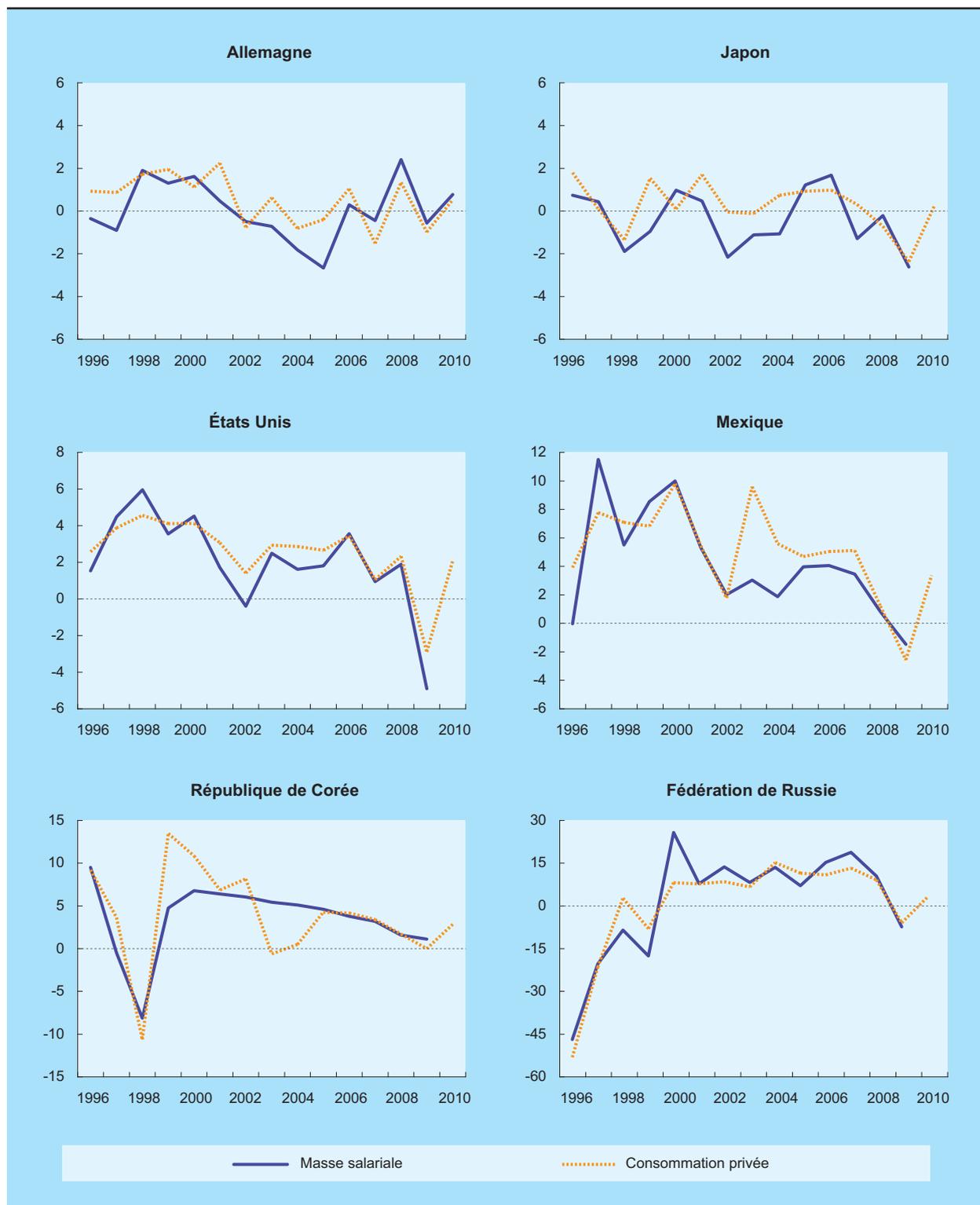
2. Politique des revenus et lutte contre l'inflation

Des politiques macroéconomiques de croissance, dont une politique des revenus dynamique est un élément fondamental, peuvent aussi aider à lutter contre l'inflation, car l'investissement et

Graphique 1.6

MASSE SALARIALE TOTALE ET CONSOMMATION PRIVÉE EN PRIX CONSTANTS, QUELQUES PAYS, 1996-2010

(Variations annuelles en pourcentage)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après FMI, bases de données Perspectives de l'économie mondiale et Statistiques financières internationales; et Lindenboim, Kennedy et Graña, 2011.

L'accroissement de la productivité créent les capacités nécessaires pour répondre à l'expansion régulière souhaitée de la demande intérieure. Une politique des revenus fondée sur des règles claires pour la détermination des revenus salariaux dans une économie dynamique peut considérablement faciliter la tâche des décideurs, et contribuer à la formation de capital et à un développement durable. Une telle politique, dont l'objectif est d'aligner la croissance des salaires sur celle de la productivité (plus un objectif d'inflation), favorise une expansion régulière de la demande intérieure, laquelle soutiendra l'expansion de l'investissement tout en limitant les risques pour la stabilité des prix d'une pression des coûts.

Les salaires sont l'élément le plus important des coûts globaux de production dans une économie de marché moderne, verticalement intégrée. Une politique des revenus est donc aussi un instrument de lutte contre l'inflation. Une croissance des salaires fondée sur ce principe contribuerait à maintenir l'inflation dans les limites fixées par les pouvoirs publics en empêchant une explosion des coûts unitaires de main-d'œuvre et en préservant un accroissement régulier de la demande. Tandis que la politique des revenus viserait principalement à contenir l'inflation, la politique monétaire pourrait se concentrer sur les moyens de rendre disponible un financement à faible coût de l'investissement productif, ce qui créerait de nouvelles perspectives d'emploi. Dans plusieurs pays où les salaires réels et la part des salaires ont diminué en raison d'une stagnation économique prolongée et d'une détérioration des conditions d'emploi – en Amérique latine et en Afrique dans les années 1980 et 1990, par exemple – on pourrait laisser les salaires réels augmenter plus vite que la productivité pendant un certain temps afin de rétablir la structure souhaitable de répartition du revenu. Une telle modification de la répartition du revenu passerait probablement par des négociations entre les partenaires sociaux et les pouvoirs publics afin d'éviter une spirale des prix et des salaires, et serait probablement facilitée par la reprise économique et l'amélioration consécutive du marché de l'emploi.

Grâce à un taux de croissance des salaires correspondant approximativement au taux de croissance de la productivité, augmenté d'un objectif d'inflation, il serait possible de contrôler les anticipations inflationnistes. Le problème dans la zone euro est que ces considérations macroéconomiques n'ont pas été

prises en compte dans certains pays membres de la zone (voir le chapitre IV).

Compte tenu de la lenteur de la reprise dans les pays développés (comme indiqué dans le graphique 1.1), le risque d'inflation de la demande dans ces pays est minime. Les États-Unis et l'Europe font l'expérience d'un considérable excédent de l'offre sur le marché du travail, bien que les salaires réels ne progressent qu'à peine. La faiblesse de l'emploi et la stagnation des salaires, dont il résulte une faible croissance du revenu disponible, empêchent une reprise durable tirée par la demande intérieure et accroissent le risque d'une dépendance excessive à l'égard des exportations pour assurer la croissance. Dans certains pays périphériques de la zone euro, une déflation de désendettement constitue une grave menace supplémentaire. Ceux qui craignent qu'un accroissement de la base monétaire dans les grandes économies n'entraîne une accélération de l'inflation omettent de prendre en compte le contexte de forces déflationnistes dans lequel ces mouvements se sont produits. Ces forces déflationnistes comprennent les processus de désendettement en cours des ménages et des systèmes financiers encore faibles des différents pays développés considérés⁸.

Dans ces conditions, la hausse des prix alimentaires et énergétiques pourrait provoquer une hausse de l'inflation globale à court terme. Cela ne devrait toutefois pas faire craindre une inflation soutenue, car la hausse du niveau global des prix n'est que temporaire et une «deuxième série» de hausses des prix déclenchée par une spirale prix-salaires pouvant rendre la progression de l'inflation permanente est tout à fait improbable. En outre, des politiques anti-inflationnistes passant par un durcissement monétaire seraient également inefficaces dans la mesure où la hausse des prix alimentaires et énergétiques a principalement été due, non pas à une plus forte demande des biens correspondants, mais plutôt à l'activité spéculative d'investisseurs financiers (voir le chapitre V). Même si des politiques monétaires restrictives pouvaient provoquer une grave récession mondiale, qui entraînerait une forte baisse des prix des produits de base, comme cela s'est produit au second semestre de 2008, le remède serait pire que le mal.

Nonobstant, la Banque centrale européenne (BCE) a continué de se préoccuper d'abord et avant tout de l'inflation globale, en lançant une politique de

resserrement monétaire en avril 2011. Le gouverneur de la Banque centrale italienne, récemment désigné pour diriger la BCE, M. Mario Draghi, a averti dès novembre 2010 qu'un «danger clair et actuel» de surchauffe justifiait «encore plus de procéder à une normalisation de la politique monétaire» pour empêcher l'inflation d'être importée des pays émergents (cité dans Wiesmann, 2011). Pourtant, une croissance plus rapide des salaires en Chine ne représente aucun danger imminent d'inflation mondiale⁹; c'est plutôt un important élément de rééquilibrage de l'économie chinoise dans le sens d'un accroissement de la consommation privée. Et le rééquilibrage de l'économie chinoise non seulement écarte la menace déflationniste que peut constituer le rattrapage rapide opéré par la Chine, mais il contribue également au rééquilibrage de la demande mondiale. De fait, une hausse des salaires équivaut à une appréciation réelle du yuan. De plus, l'inflation en Chine, est alimentée par la hausse des prix des denrées alimentaires, de l'énergie et des matières premières industrielles. Plus généralement, toutefois, la hausse de l'inflation totale dans les pays en développement est moins un problème de surchauffe que l'illustration du poids que pèsent les prix alimentaires et énergétiques dans l'indice des prix à la consommation des pays pauvres, par rapport à celui des pays développés (*Rapport sur le commerce et le développement, 2008*, et chap. V du présent rapport).

Plus préoccupants sont l'inflation des prix des actifs, la forte expansion du crédit et le creusement des déficits courants observés dans certains pays en développement (par exemple, en Afrique du Sud, au Brésil, en Inde et en Turquie, parmi les membres du G-20). Au Brésil, la Banque centrale a relevé son taux directeur, qui était déjà élevé en valeur réelle, et la politique budgétaire a été durcie. La Banque centrale russe a pris des mesures analogues. Dans les deux pays, il semble que l'inflation sous-jacente, hors prix alimentaires et énergétiques, ait également progressé. Toutefois, cela ne signifie pas nécessairement qu'une politique monétaire restrictive devrait être l'instrument à privilégier pour maîtriser la hausse des prix intérieurs. Des politiques d'encadrement des prix et des politiques de l'offre permettant d'accroître la fourniture de biens et services, conjuguées à des pactes sociaux liant la hausse des salaires réels à la hausse de la productivité, pourraient être utilisées pour contenir la pression des coûts lorsque l'économie dispose encore de capacités de réserve.

3. La crise européenne et la nécessité de politiques des revenus volontaristes

L'absence de politiques des revenus volontaristes et coordonnées est l'une des principales causes des tensions actuelles en Europe, en particulier au sein de la zone euro. Depuis la création de l'Union économique et monétaire (UEM), de graves déséquilibres se sont accumulés en raison de la divergence des courbes nationales d'évolution des salaires. Dans une union monétaire, les courbes nationales d'évolution des salaires sont le principal facteur déterminant du taux de change réel entre les économies membres. Pour éviter une désorganisation des positions concurrentielles intrarégionales, ces courbes nationales doivent s'aligner sur une norme implicite qui correspond à la somme de la croissance de la productivité nationale et du taux d'inflation qu'il a été convenu de respecter à l'échelle de l'union (défini par la Banque centrale européenne comme se situant «en dessous mais près de 2 %»). Les pays de la périphérie qui connaissent aujourd'hui une grave crise de la dette publique se sont écartés de cette norme, en quelque sorte «par le haut», tandis que l'Allemagne, pays enregistrant le plus gros excédent commercial au sein de la zone euro, s'en était également écartée, mais «par le bas». Le résultat est qu'au fil des ans l'Allemagne a accumulé des gains de compétitivité vis-à-vis de ses partenaires européens, en particulier vis-à-vis des pays de la périphérie (*Rapports sur le commerce et le développement, 2006 et 2010*; Flassbeck, 2007; Bibow, 2006). Si les taux d'inflation varient entre des pays possédant leur propre monnaie nationale, ces pays ont toujours la possibilité de compenser les écarts d'inflation au moyen d'un ajustement des taux de change. Cette solution n'est pas possible au sein de l'UEM, ce qui rend le règlement de la crise encore plus difficile que cela n'a été le cas pour des crises comparables dans un certain nombre de pays émergents au cours des trente dernières années.

Des déséquilibres croissants des comptes courants au sein de la zone euro se sont produits en partie à cause d'un «crédit facile» qui a dans certains cas provoqué des bulles immobilières. L'éclatement de ces bulles a entraîné un surendettement privé qui a tout d'abord déclenché des crises bancaires, lesquelles ont abouti aux crises de la dette souveraine d'aujourd'hui. Désormais, les banques des pays à

excédent détiennent une masse considérable de dettes des pays à déficit.

Depuis la réapparition de graves tensions sur le marché de la dette dans un certain nombre de pays au deuxième trimestre de 2011, la plupart des gouvernements considèrent que l'austérité budgétaire est nécessaire pour assurer la viabilité de leur endettement, et que la compression des salaires et une réforme du marché de l'emploi restaureront la compétitivité. Inspirées par un rejet dogmatique de toute intervention publique, les autorités de la zone euro n'ont consenti qu'avec réticence à l'adoption de mesures de relance budgétaire. Dernières à agir, elles ont aussi été les premières à demander la cessation de ces mesures de relance, avant même que la reprise ne soit réellement assurée. La zone euro a de ce fait manqué le train de la reprise mondiale et apparaît maintenant comme une zone critique d'instabilité économique. Les désordres financiers et économiques d'aujourd'hui découlent d'une crise de la dette non résolue qui a son origine dans l'endettement du secteur privé, et que les mécanismes de la zone euro semblent incapables de traiter correctement. Les seules réponses que les décideurs semblent capables d'apporter aux problèmes de la zone euro sont, toujours et avant tout, la compression des dépenses publiques et le «renforcement» dudit Pacte de croissance et de stabilité institué pour régir et discipliner de façon asymétrique les politiques budgétaires des pays membres.

Outre l'absence de discipline budgétaire, la crise actuelle dans la zone euro est largement considérée comme une preuve de l'absence de flexibilité du marché de l'emploi. Mais pas plus que par une prodigalité budgétaire, la crise ne peut s'expliquer par une flexibilité insuffisante des marchés de l'emploi. Le problème tient plutôt à l'absence de mécanismes de coordination appropriés pour assurer une croissance stable de la demande intérieure tout en prévenant des divergences et des déséquilibres intrarégionaux. Concrètement, des hausses excessives de salaire dans les pays aujourd'hui en crise, d'un côté, et la

stagnation des coûts unitaires de main-d'œuvre en Allemagne, d'un autre côté, ont conduit à l'accumulation d'excédents courants en Allemagne au détriment des autres pays de la zone. En freinant davantage encore la croissance économique, les politiques proposées par les autorités de la zone euro ne réussiront sans doute pas non plus à améliorer la viabilité de la dette (voir le chapitre III).

Des mesures d'austérité dans les pays à déficit peuvent réduire les déséquilibres courants intrazone grâce à une compression des revenus, mais elles risquent aussi d'aggraver le problème sous-jacent de solvabilité avec une déflation de désendettement (en particulier si des liquidités sont fournies d'urgence à des taux de pénalisation). Si les pays débiteurs reçoivent suffisamment de fonds publics à des taux raisonnables (comme décidé par le Conseil européen le 21 juillet 2011), ils peuvent éviter ou différer le défaut, mais cela ne résoudra pas le problème fondamental de leur manque de compétitivité et de croissance. À cause de l'adoption de mesures régionales erronées, les pays en crise dans la zone euro connaissent aujourd'hui des conditions extrêmement difficiles: la croissance de leur PIB stagne ou est négative, tandis qu'ils doivent payer des taux d'intérêt exorbitants sur la dette publique. Considérées globalement, toutefois, ces conditions «locales» apparaissent très exceptionnelles. Si les déficits budgétaires sont généralement élevés et si les ratios de dette publique augmentent, l'inflation reste cependant faible. Les problèmes actuels en Europe devraient ainsi pouvoir être réglés par la croissance et par la réduction des déséquilibres intrarégionaux. L'expérience européenne est riche d'enseignements pour le reste du monde, et elle montre en particulier que des mesures d'austérité appliquées au détriment de la croissance de la demande intérieure régionale peuvent être extrêmement contre-productives. D'où l'importance fondamentale de politiques monétaires bien coordonnées et d'une gestion de la dette visant à maintenir les coûts d'emprunt dans des limites raisonnables au niveau régional.

C. Rééquilibrage, croissance et développement au niveau mondial: évaluation de la coopération internationale

La dernière crise économique et financière mondiale est née aux États-Unis et en Europe occidentale, où un endettement privé excessif a conduit des systèmes financiers étroitement intégrés au bord de l'effondrement. Devant cette crise financière, qui pouvait provoquer une nouvelle Grande dépression de dimension planétaire, les responsables ont compris qu'il leur fallait d'urgence mettre en place une coordination internationale des politiques économiques.

Au plus fort de la crise, on a assisté à une rare démonstration de solidarité internationale, illustrée en tout premier lieu par une action monétaire coordonnée de la part des principales banques centrales. Aux réunions du G-20 de novembre 2008 à Washington et d'avril 2009 à Londres, les chefs d'État et de gouvernement se sont engagés à mettre en œuvre d'importants programmes de relance budgétaire et de soutien d'urgence pour rétablir la stabilité financière. Ensemble, ces mesures ont permis d'enrayer l'effondrement économique et ont marqué une importante première victoire dans la lutte contre la crise. Aujourd'hui, le G-20 continue d'être une instance de tout premier plan en matière de coopération économique internationale. Le Cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée adopté à la réunion du G-20 de Pittsburgh en septembre 2009 est devenu la pièce maîtresse de la coordination des politiques économiques entre les membres, qui se sont ainsi engagés à «travailler ensemble pour évaluer mutuellement la compatibilité de nos politiques, à déterminer si elles sont collectivement cohérentes avec une croissance plus durable et plus équilibrée, et à agir si nécessaire pour honorer nos engagements communs» (G-20, 2009). Un processus consultatif «d'évaluation mutuelle», d'initiative nationale, a été mis en place pour évaluer les mesures prises par les pays membres à cette fin.

Le succès de telles initiatives dépend fondamentalement d'une certaine communauté de vues entre les membres, ce qui n'est pas acquis. Depuis la mi-2010, il y a clairement eu une réorientation générale. Alors qu'il était précédemment considéré que la relance budgétaire devait être maintenue jusqu'à ce que la reprise soit assurée, la déclaration du Sommet du G-20 de Toronto a fait de l'assainissement budgétaire la nouvelle priorité. Les pays développés ont annoncé qu'ils s'engageaient à réduire au moins de moitié leurs déficits budgétaires d'ici à 2013 et à stabiliser ou réduire leurs ratios dette publique/PIB d'ici à 2016 (G-20, 2010a). Le Plan d'action de Séoul, de novembre 2010, appelait à un effort commun pour préserver la reprise et réaliser une croissance forte, durable et équilibrée. Tout un éventail de politiques devait contribuer à réduire des déséquilibres excessifs, y compris des mesures visant à ce que les taux de change soient bel et bien déterminés par les «fondamentaux du marché». En outre, les membres se sont engagés à mettre en œuvre des réformes structurelles «pour réduire la dépendance à l'égard de la demande extérieure et privilégier les sources intérieures de croissance dans les pays à excédent tout en encourageant une hausse de l'épargne nationale et en renforçant la compétitivité des exportations dans les pays à déficit» (G-20, 2011a).

Dans ce contexte, il a été décidé de suivre l'application par les pays de leurs engagements et d'évaluer les progrès dans la voie de la réalisation des objectifs communs. Le processus d'évaluation mutuelle a été renforcé au moyen de «lignes directrices indicatives» devant servir de «mécanisme pour faciliter l'identification rapide des déséquilibres importants nécessitant la prise de mesures préventives et correctives» (G-20, 2010b). Il a donc été convenu de définir un ensemble d'indicateurs, notamment la dette et les déficits publics, le taux d'épargne et l'endettement privé, et les déséquilibres

extérieurs de la balance courante, «en tenant pleinement compte du taux de change et des politiques budgétaire, monétaire ou autre» (G-20, 2011).

La définition de tels indicateurs n'est ni évidente, ni neutre: le manque de données publiques, différentes méthodologies nationales, le choix d'une période de référence appropriée et l'établissement de prévisions nationales cohérentes sont quelques-unes des questions à résoudre. Examiner les différents éléments du compte courant plutôt que simplement le solde global enrichirait l'analyse, en particulier dans la mesure où des modifications du solde courant peuvent tenir à une diversité de facteurs¹⁰. De plus, il existe différentes opinions quant à la façon de réduire les déséquilibres mondiaux.

Apporter une réponse internationale coordonnée à cette question des déséquilibres mondiaux constitue un enjeu de taille, mais les vues divergent. Les désaccords concernent la façon dont ces déséquilibres mondiaux ont contribué à la crise mondiale, les ajustements qui permettraient au mieux de réduire les déséquilibres excessifs et quels pays devraient réaliser l'essentiel de ces ajustements. Un point de vue est celui du FMI, fondé sur une distinction entre pays développés et pays émergents du G-20, d'un côté, et pays à déficit et pays à excédent, de l'autre. Le FMI préconise un assainissement budgétaire plus vigoureux, principalement dans les pays développés à déficit, et appelle les pays émergents excédentaires à réorienter leur stratégie de croissance de façon à privilégier davantage la demande intérieure. Toutefois, il ne demande pas aux pays développés excédentaires de faire de même (c'est-à-dire de stimuler leur marché intérieur au lieu de continuer à privilégier les exportations nettes) (Lipsky, 2011).

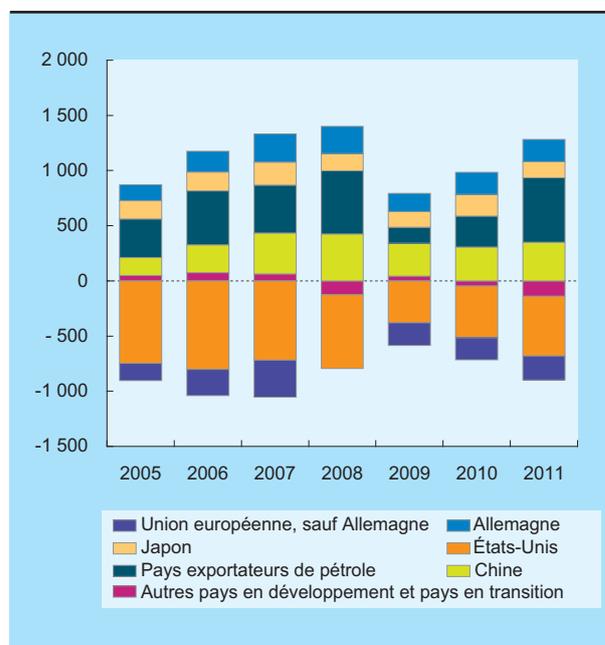
D'un autre côté, un scénario possible de coordination des politiques pour un rééquilibrage mondial et une croissance soutenue établi par l'ONU (ONU/DAES, 2011) propose de renforcer le rôle de la politique budgétaire à court terme (voir aussi le chapitre III). Il prédit que des mesures différant le rééquilibrage budgétaire dans les pays développés et faisant appel à des incitations pour stimuler l'investissement privé, tout en augmentant les dépenses publiques consacrées à l'amélioration des infrastructures et à la recherche-développement pour une plus grande efficacité énergétique, seront plus favorables à la croissance du PIB. La politique budgétaire peut soutenir comme limiter le revenu disponible et les

dépenses des ménages, dans les pays à excédent comme dans les pays à déficit. Dans ce scénario de coordination des politiques, il serait possible de ramener ou de limiter les déséquilibres courants à moins de 4 % du PIB d'ici à 2015, ou avant, avec seulement une dépréciation modérée du dollar.

Un examen de l'évolution des déséquilibres courants mondiaux depuis le déclenchement de la crise mondiale fait douter de l'efficacité des initiatives actuelles. En dollars courants, ces déséquilibres ont culminé en 2007-2008, ont fortement diminué en 2009 – lorsque le commerce mondial, en volume et en valeur, a vivement reculé – et se sont à nouveau creusés en 2010-2011 à mesure que le commerce et le PIB se redressaient. Les importations et les exportations (en volume) diminuent et augmentent généralement en parallèle dans les grands pays à déficit comme dans ceux à excédent. Elles ont chuté et se sont redressées à des rythmes très similaires aux États-Unis, dans l'Union européenne et dans

Graphique 1.7

**BALANCE DES COMPTES COURANTS,
QUELQUES PAYS ET GROUPES DE PAYS,
2005-2011**



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après ONU/DAES, base de données National Accounts Main Aggregates, et WESP 2011: Mid-year Update; et FMI, base de données Perspective de l'économie mondiale.

Note: Les données pour 2011 sont des prévisions.

les pays en développement en tant que groupe (voir le tableau 1.2). Pour ce qui est des pays à excédent, c'est seulement en Chine et au Japon que le volume des exportations a diminué davantage que celui des importations en 2009, contribuant ainsi à un rééquilibrage mondial. L'évolution des prix a joué un rôle encore plus important: la baisse des prix des produits de base (en particulier des prix du pétrole) en 2009 a aidé à réduire les déficits dans l'Union européenne (à l'exclusion de l'Allemagne) et aux États-Unis en 2009, et le redressement de ces prix a contribué, en 2010, et contribue encore, en 2011, au creusement de ces déficits. Le gonflement de la facture des importations pétrolières est aujourd'hui ce qui contribue le plus à l'augmentation du déficit des comptes courants aux États-Unis, la balance commerciale pour les marchandises hors pétrole de ce pays s'étant sensiblement améliorée. La contrepartie de cette évolution a été la réduction, en 2009, de l'excédent courant des principaux pays exportateurs de pétrole, et la reprise de sa progression par la suite. En dollars courants, ou en pourcentage du PIB mondial, les déséquilibres mondiaux restent inférieurs à leurs niveaux d'avant la crise, mais ils s'approchent des niveaux de 2006 (graphique 1.7).

Mesurés en pourcentage du PIB national, les déséquilibres courants ont diminué. En 2010, le déficit courant de pays tels que les États-Unis et l'Espagne avait à peu près diminué de moitié par rapport au niveau d'avant la crise (passant de 6 % à 3,2 % et de 10 % à 4,5 %, respectivement); mais il n'avait pas sensiblement reculé au Royaume-Uni. D'un autre côté, les pays développés qui avaient un excédent ne l'ont que modérément réduit. En Allemagne, il est resté à près de 6 % du PIB en 2010, principalement grâce à l'excédent commercial. Au Japon, l'excédent s'établissait à quelque 3,5 % du PIB, essentiellement grâce aux revenus d'investissement nets qui, étant une source relativement stable de revenu, devraient permettre de conserver cet excédent dans un avenir prévisible. Pour ce qui est des pays en développement enregistrant un excédent courant, l'excédent de la Chine est passé d'un niveau d'avant la crise de plus de 10 % du PIB à 5 % environ en 2010, et il sera probablement plus faible encore en 2011. Cela tient en partie à une diminution de l'excédent commercial, mais aussi à la croissance continue du PIB, qui est plus rapide en dollars courants des États-Unis qu'en yuans constants du fait d'une appréciation réelle de la monnaie.

L'évolution des soldes courants a été influencée par le rythme et les caractéristiques de la reprise dans les pays après la crise mondiale. Une désagrégation de la croissance en demande intérieure et exportations nettes montre que la croissance au Brésil, en Chine, dans la Fédération de Russie et en Inde a été largement alimentée par une hausse de la demande intérieure, ce qui donne à penser que ces pays en développement ou en transition honorent leur engagement de contribuer à la réduction des déséquilibres mondiaux. Dans d'autres pays, tels que le Japon et différents membres de la zone euro, ce sont les exportations nettes qui ont été le principal moteur de la croissance. Aux États-Unis, les exportations nettes ont joué un rôle quasiment neutre dans le redressement. Si l'Allemagne et le Japon ont bénéficié d'une vigoureuse croissance de leurs exportations vers la Chine, supérieure à la croissance de leurs importations, la hausse des exportations des États-Unis a été contrebalancée par une hausse similaire des importations.

Les taux de change et les taux d'intérêt sont des variables fondamentales qui influent sur les déséquilibres courants. Les taux de change déterminent la compétitivité internationale des pays, et les ajustements apportés à ces taux peuvent donc servir à corriger des déséquilibres de compétitivité. Les taux d'intérêt, quant à eux, influent sur les revenus d'investissement nets des pays et aussi sur les flux de capitaux, donc indirectement sur les taux de change et la compétitivité. La question est de savoir si l'on peut faire confiance aux marchés monétaires internationaux pour établir d'eux-mêmes un équilibre des taux de change.

Depuis 2007, deux grands pays à déficit courant, les États-Unis et le Royaume-Uni, ont connu une appréciable dépréciation de leur taux de change effectif réel (graphique 1.8), ce qui semble être conforme aux exigences de rééquilibrage¹¹. Il en va de même pour la forte hausse du taux de change effectif réel en Chine depuis 2005. En Allemagne, on a observé une amélioration sensible de la compétitivité dans le contexte de la crise européenne, ce qui n'est pas cohérent avec la situation excédentaire du pays. Que la balance courante de la zone euro soit globalement équilibrée n'y change rien; cela confirme plutôt l'existence de graves déséquilibres intrarégionaux. L'accroissement de la compétitivité extérieure de l'Allemagne est incompatible avec l'objectif d'un équilibre global. Tout comme était incompatible

avec les exigences de rééquilibrage mondial la forte dépréciation du taux de change effectif réel de la monnaie japonaise dans la période d'avant la crise. La grande faiblesse du yen au cours de cette période était due à son attrait en tant que monnaie de financement d'opérations de carry trade. Par la suite, le yen s'est apprécié, alors que les taux d'intérêt directs dans tous les grands pays développés étaient ramenés à près de zéro en raison de la crise mondiale, et le yen a perdu son rôle de principale monnaie de financement d'opérations de carry trade (voir le chapitre VI).

Le taux de change effectif réel de la monnaie brésilienne a évolué en sens opposé au yen japonais, avec le dénouement de positions de carry trade au plus fort de la crise, mais il a connu depuis une forte appréciation, le real brésilien étant recherché en tant que monnaie cible d'opérations de carry trade. Conséquence, les exportations brésiliennes d'articles manufacturés sont devenues moins compétitives, et la balance commerciale du pays s'est dégradée en dépit de l'envolée des prix des produits de base, tout en restant cependant excédentaire. Ce qui a considérablement augmenté, c'est le déficit des revenus d'investissement, principalement en raison des rapatriements de bénéfices réalisés par des sociétés transnationales et, dans une moindre mesure, des paiements d'intérêts sur la dette. Des tendances analogues concernant les taux de change ont été observées dans d'autres pays en développement, dont un certain nombre ont accumulé des déficits courants de grande ampleur – nouvelle forme de «syndrome hollandais» – qui pourraient annoncer de futurs épisodes d'instabilité d'ampleur systémique (Bresser-Pereira, 2008). Les monnaies de l'Afrique du Sud, du Chili, de la Fédération de Russie, de l'Inde, du Mexique, de la République de Corée et de la Turquie, par exemple, ont vu leur taux de change effectif réel s'apprécier sensiblement dans la période de redressement qui a suivi la fin de la crise (graphique 1.8).

Des variations des taux de change systématiquement incompatibles avec un équilibre des positions concurrentielles au niveau mondial montrent toute la nécessité de coordonner les marchés monétaires internationaux. Les gouvernements peuvent intervenir sur les marchés monétaires en fonction de différents objectifs de politique nationale, soit pour corriger des dysfonctionnements du marché et empêcher un désalignement des taux de change, soit pour obtenir

un avantage compétitif. Il n'en reste pas moins que les taux de change relèvent fondamentalement d'une problématique, et appellent donc une gestion, multilatérale.

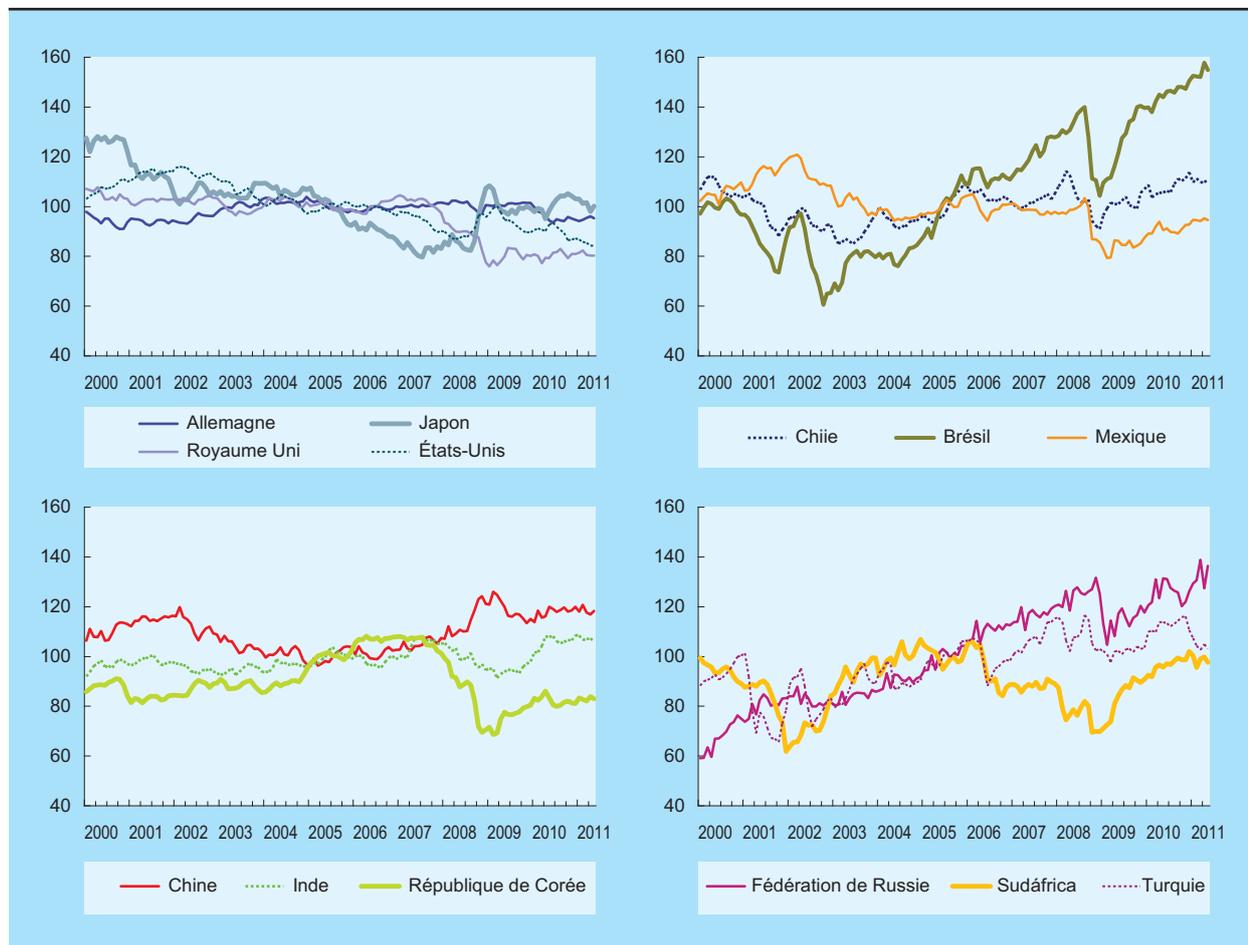
Le Plan d'action de Séoul prévoit l'engagement «d'assurer la transition vers des systèmes de taux de change qui seront davantage déterminés par le marché, [d'accroître] la flexibilité des taux de change pour refléter les facteurs économiques fondamentaux sous-jacents, tout en évitant des dévaluations de surenchère de devises». Il prévoit également que «les économies avancées, y compris celles qui disposent de monnaies de réserve, feront preuve de vigilance afin d'éviter une instabilité excessive et une variation désordonnée des taux de change» (G-20, 2010b). Si ces engagements annoncent le passage à un régime de taux de change flottants et la disparition des interventions publiques, le Plan d'action ne réussira pas à assurer la stabilité mondiale. Les faits sont indéniables: abandonnés à eux-mêmes, les marchés monétaires sont une source fondamentale d'instabilité et de risque systémique¹².

La mondialisation doit être régie par une gouvernance économique mondiale appropriée. L'actuel système de gouvernance mondiale, en particulier le système monétaire et financier international, présente de sérieuses lacunes, comme l'a montré la dernière crise mondiale. C'est pourquoi les efforts continus que déploie le G-20 pour promouvoir une coopération économique internationale sont importants. La crise a également montré combien pouvait être trompeuse la croyance, avant la crise, dans les bienfaits de la libéralisation et de l'autorégulation des marchés. Des marchés financiers libéralisés ont encouragé une spéculation excessive (s'apparentant à un jeu de casino) et l'instabilité. Et loin de servir l'intérêt social général, les innovations financières ont plutôt servi les intérêts des professionnels qui en faisaient commerce. Ignorer cette réalité, c'est courir le risque d'une autre crise, peut-être plus grave encore. L'accent désormais mis sur une approche macro-prudentielle et sur une plus grande prise en compte des retombées internationales est louable, mais la question reste de savoir si l'efficacité fonctionnelle du système contribuera ou non à la croissance et à la stabilité de l'économie réelle. Jusque-là, les responsables et les décideurs n'ont fait que retoucher la gouvernance économique mondiale, sans y apporter de changements fondamentaux.

Graphique 1.8

TAUX DE CHANGE EFFECTIF RÉEL, QUELQUES PAYS, JANVIER 2000-MAI 2011

(Indice: 2005 = 100, sur la base de l'IPC)



Source: Banque des règlements internationaux, base de données Indices des taux de change effectifs.

La mondialisation a créé des tensions profondes entre l'intégration économique mondiale et les politiques économiques nationales devant permettre aux autorités nationales de s'acquitter de leurs responsabilités (Rodrik, 2011). Elle a également fait pencher l'équilibre des forces en faveur de grandes sociétés et d'acteurs d'envergure mondiale, y compris des institutions financières, et a rendu les travailleurs plus vulnérables à des forces mondiales dont les effets étaient amplifiés par la faiblesse ou l'absence de filets de protection nationaux. Dans de nombreux pays développés et pays en développement, les forces libérées par la mondialisation ont entraîné d'importantes modifications de la répartition des revenus, avec un recul de la part des revenus salariaux et une hausse de la part des profits. Mais la crise mondiale a clairement

montré les limites de ce modèle. Aujourd'hui plus que jamais, il faut d'urgence modifier le paradigme et réformer en profondeur le système mondial de gouvernance. Le Consensus pour le développement de Séoul énonce que «pour qu'elle soit soutenue, la prospérité doit être partagée». Cette assertion louable vaut non seulement pour les pays entre eux, mais aussi pour les populations de ces pays. Le *Rapport sur le commerce et le développement, 2010* proposait d'asseoir sur une croissance des revenus du travail liée à la productivité une stratégie de développement efficace donnant la priorité à la création d'emplois et à la réduction de la pauvreté. Cette stratégie revêt d'autant plus d'importance aujourd'hui que le monde est confronté à une fragile reprise à deux vitesses. ■

Notes

- 1 Les comparaisons à long terme montrent que la récente instabilité des prix n'est pas sans précédent pour différents produits pris individuellement (Calvo-Gonzales, Shankar et Trezzi, 2010; Jacks, O'Rourke et Williamson, 2011). Bien que forte, l'instabilité des prix du pétrole en 2008 a été bien moindre qu'au début des années 1970. Néanmoins, la rapidité et l'ampleur des variations de prix que l'on peut observer pour un large éventail de produits font que les récentes fluctuations de prix se distinguent nettement de mouvements antérieurs (Baffes et Haniotis, 2010). Plus précisément, l'ampleur de la plupart des hausses récentes a été supérieure aux moyennes historiques pour les denrées alimentaires et les métaux, tandis que l'ampleur du rebond des prix pour le pétrole était analogue aux moyennes historiques, mais ce rebond a été plus rapide.
- 2 Voir Financial Times, «Investors pull out of commodity bull run», 6 juillet 2011, qui indique (d'après des données de Barclays Capital) que le retrait d'investisseurs sur les marchés de produits de base en mai-juin 2011 a été le plus important depuis la crise financière mondiale de 2008, comparable au retrait observé le dernier trimestre de cette année-là. Le FMI (2011 b) note également que les corrections s'expliquaient en partie par le dénouement d'un certain nombre de positions sur produits dérivés de nature non commerciale.
- 3 En 2010, la Chine a dépassé les États-Unis en tant que premier consommateur mondial d'énergie (BP, 2011).
- 4 Le 23 juin 2011, les pays membres de l'AIE ont décidé d'écouler 2 millions de barils de pétrole par jour prélevés sur les stocks d'urgence pendant une période initiale de trente jours (communiqué de presse de l'AIE: «IEA makes 60 million barrels of oil available to market to offset Libyan disruption» – http://www.iea.org-press-pressdetail.asp?PRESS_REL_ID=418).
- 5 Calculs d'après des données de la base de données de l'USDA Production, Supply and Distribution online, ainsi que de USDA Feed Grains Data: Yearbook Tables.
- 6 La situation concernant les stocks de coton n'est toutefois pas totalement transparente. Il semblerait qu'il y ait eu des constitutions de stocks non enregistrées parallèlement à la hausse des prix.
- 7 Cela s'explique en particulier par une plus faible proportion de salariés dans la main-d'œuvre totale dans les pays en développement, en particulier en Afrique et en Asie (Rapport sur le commerce et le développement, 2010).
- 8 Borio et Disyatat (2009) ont évalué le recours qui a été fait à des politiques monétaires non classiques au cours de la crise et examiné la question de l'excédent de réserves bancaires en tant que source d'inflation. Tang et Upper (2010) ont étudié le désendettement du secteur privé non financier au lendemain de la crise bancaire systémique.
- 9 Le débat d'avant la crise sur les liens entre mondialisation et inflation n'a pas été tranché (voir, par exemple, Ball, 2006; et Borio et Filardo, 2007).
- 10 À juste titre, on s'intéressera exclusivement aux déséquilibres multilatéraux, plutôt qu'à tel ou tel déséquilibre bilatéral. À notre époque, compte tenu de l'importance considérable prise par les chaînes mondiales de valeur, une interprétation de l'évolution du commerce fondée sur la valeur brute des exportations et des importations ne peut que donner un tableau biaisé des déséquilibres commerciaux bilatéraux (par exemple, voir Xing et Detert, 2010). Le Directeur général de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) a récemment suggéré qu'une meilleure mesure du commerce mondial serait celle du «commerce en valeur ajoutée» (OMC, 2011b; voir aussi OMC, 2011c).
- 11 Dans le cas des États-Unis, la forte appréciation du dollar au plus fort de la crise mondiale, en raison d'une «pénurie de dollars», a interrompu le processus d'ajustement (voir le Rapport sur le commerce et le développement, 2010). Au Royaume-Uni, le vigoureux programme d'austérité budgétaire est mis en œuvre dans des conditions relativement favorables, soutenu par une politique monétaire accommodante et une dépréciation de la monnaie nationale.
- 12 Le chapitre VI du présent rapport décrit une proposition de système multilatéral de taux de change encadrés.

Bibliographie

- AIE (2011a). Oil Market Report. Paris, Agence internationale de l'énergie, juin.
- AIE (2011b). Oil Market Report. Paris, Agence internationale de l'énergie, mai.
- Baffes J. et Haniotis T. (2010). Placing the 2006/08 commodity price boom into perspective. Policy Research Working Paper 5371, Banque mondiale, Washington, D. C.,
- Ball L. M. (2006). Has globalization changed inflation? NBER Working Paper No. 12687. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research.
- Bibow J. (2006). The euro area drifting apart: Does reform of labor markets deliver competitive stability or competitive divergence? In: *Structural Reforms and Macro-Economic Policy*. Bruxelles, Confédération européenne des syndicats: 76-86.
- Borio C. et Disyatat P. (2009). Unconventional monetary policies: An appraisal. BIS Working Paper No. 292. Banque des règlements internationaux, Bâle, novembre.
- Borio C. et Filardo A. (2007). Globalization and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation. BIS Working Paper No. 227. Banque des règlements internationaux, Bâle.
- BP (2011). *Statistical Review of World Energy*. Londres, British Petroleum, juin.
- Bresser-Pereira L. C. (2008). The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach. *Revista de Economia Politica*, 28(1): 47-71.
- BRI (2011). *81e rapport annuel*. Bâle, Banque des règlements internationaux, juin.
- Calvo-Gonzales O., Shankar R. et Trezzi R. (2010). Are Commodity Prices More Volatile Now? A Long-Run Perspective. Policy Research Working Paper 5460, Banque mondiale, Washington, D. C.
- CEPALC (2010). *Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean 2010*. Santiago (Chili), Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes, décembre.
- CEPALC (2011). *Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2010-2011*. Santiago (Chili), Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes, juillet.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2005. Nouvelles formes d'interdépendance mondiale*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.05.II.D.13, New York et Genève.
- CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement, 2005. Nouvelles formes d'interdépendance mondiale*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.05.II.D.13, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2006. Partenariat mondial et politiques nationales de développement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.06.II.D.6, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2008. Prix des produits de base, flux de capitaux et financement de l'investissement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.08.II.D.21, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2010. Emploi, mondialisation et développement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.10.II.D.3, New York et Genève.
- CNUCED (2011). *Étude sur les transports maritimes 2011*. Genève (à paraître).
- Commission européenne (2007). *Employment in Europe*. Bruxelles.
- FAO (2011). *Perspectives de l'alimentation*. Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture, Rome, juin.

- Flassbeck H. (2007). Wage divergences in Euroland: Explosive in the making. In: Bibow J. and Terzi A., éd. *Euroland and the Global Economy: Global Player or Global Drag?* Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- FMI (2007a). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, D. C., avril.
- FMI (2007b). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, D. C., octobre.
- FMI (2011a). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, D. C., avril.
- FMI (2011b). *Perspectives de l'économie mondiale*. Mise à jour, Washington, D. C., juin.
- G-20 (2009). Déclaration des chefs d'État et de gouvernement, Sommet de Pittsburgh, 24 et 25 septembre.
- G-20 (2010a). Déclaration du Sommet du G-20 à Toronto, 26 et 27 juin.
- G-20 (2010b). Déclaration des dirigeants, Sommet de Séoul, 11 et 12 novembre.
- G-20 (2011). Communiqué de la Réunion des Ministres des finances et gouverneurs de banque centrale, Paris, 18 et 19 février.
- Ivanic M., Martin W. et Zaman H. (2011). Estimating the short-run poverty impacts of the 2010–11 surge in food prices. Policy Research Working Paper 5633, Banque mondiale, Washington, D. C.
- Jacks D. S., O'Rourke K. H. and Williamson J. G. (2011). Commodity Price Volatility and World Market Integration since 1700. *Review of Economics and Statistics* (à paraître).
- J. P. Morgan (2011). JPMorgan Global Manufacturing PMI. May 2011 Survey. 1er juin.
- Keynes J. M. (1936). *La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Paris, Payot.
- Koo R. (2011). QE2 has transformed commodity markets into liquidity-driven markets. Nomura Equity Research, Tokyo, mai.
- Lindenboim J., Kennedy D. et Graña J. M. (2011). Share of labour compensation and aggregate demand: Discussions towards a growth strategy. UNCTAD Discussion Paper (à paraître). Genève.
- Lipsky J (2011). US Fiscal Policy and the Global Outlook. Déclaration devant l'Assemblée annuelle de l'American Economic Association, table ronde consacrée à la place des États-Unis dans l'économie mondiale. Denver, 8 janvier. Voir: www.imf.org/external/np/speeches/2011/010811.htm.
- Metals Economics Group (2011). *World Exploration Trends*. Rapport spécial du Metals Economics Group pour la Convention internationale de 2011 de la Prospectors and Developers Association of Canada (PDAC), Toronto.
- OCDE (2008). *Croissance et inégalités: distribution des revenus et pauvreté dans les pays de l'OCDE*. Paris.
- OCDE (2008). *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*. Paris.
- OCDE-FAO (2011). *Agricultural Outlook 2011–2020*. Paris et Rome.
- OIT (2011). *Rapport mondial sur les salaires 2010/11: Politiques salariales en temps de crise*. Genève.
- OMC (2011a). Report on G20 trade measures (mi-octobre 2010 à avril 2011). Genève.
- OMC (2011b). M. Lamy propose le «commerce en valeur ajoutée» comme meilleure mesure des échanges mondiaux. Communiqué de presse, Genève, 6 juin.
- OMC (2011c). Trade patterns and global value chains in East Asia: From trade in goods to trade in tasks. Genève.
- ONU/DAES (2011). *Situation et perspectives de l'économie mondiale 2011* (mise à jour mi-2011). New York, Nations Unies.
- Organisation mondiale du tourisme (2011a). *Baromètre OMT du tourisme mondial*, 9 (mise à jour intermédiaire), Madrid, avril.
- Organisation mondiale du tourisme (2011b). *Baromètre OMT du tourisme mondial*, 9(1), Madrid, février.
- Piketty T. et Saez E. (2007). Income Inequality in the United States, 1913–2002. In: Atkinson A. B. and Piketty T., éd. *Top Incomes over the Twentieth Century: A Contrast between Continental European and English-Speaking Countries*. Oxford, Oxford University Press: 141–225.
- Rodrik D. (2011). The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy. New York, Norton.
- Sum A., Khatiwada I., McLaughlin J. et Palma S. (2011). The “Jobless and Wageless” Recovery from the Great Recession of 2007–2009. Center for Labor Market Studies, Northeastern University, Boston, MA, mai.
- Tang G. et Upper C. (2010). Debt reduction after crises. *BIS Quarterly Review*. Bâle, Banque des règlements internationaux, septembre 25–38.

USDA (2010). Oilseeds: World Markets and Trade. Washington, D. C., United States Department of Agriculture, décembre.

Wiesmann G. (2011). Draghi warns on global recovery. *Financial Times*, 25 mai.

Xing Y. et Detert N. (2010). How the iPhone widens the United States trade deficit with the People's Republic of China. ADBI Working Paper No. 257, Institut de la Banque asiatique de développement, Tokyo, décembre.

CRISE FINANCIÈRE: ASPECTS BUDGÉTAIRES ET IMPACT SUR LA DETTE PUBLIQUE

A. Introduction

La crise financière mondiale a de nouveau replacé la politique budgétaire et, de manière plus générale, le rôle de l'État au premier plan du débat sur la politique économique. Après de nombreuses années de politique néolibérale axée sur une réduction du rôle de l'État dans la gestion de l'économie, les gouvernements de la plupart des pays ont été contraints d'intervenir de manière généralisée et systématique pour sauver le secteur financier et compenser – du moins en partie – la baisse de la demande privée. Ils ont cessé d'être obsédés par les objectifs ou l'équilibre budgétaires pour un temps. Toujours est-il que les appels quasi unanimes en faveur d'une intervention des pouvoirs publics ont commencé à se faire moins nombreux lorsque la plupart des pays ont à nouveau renoué avec la croissance et que l'accent a ensuite été mis sur la détérioration des déficits budgétaires et de la dette publique. Moins de deux ans après l'effondrement de la grande banque d'investissement Lehman Brothers, les marchés financiers ont commencé à considérer que la politique budgétaire publique constituait davantage un problème qu'une solution.

Les comptes publics ont été sérieusement ébranlés par la crise mondiale. Outre les plans de relance budgétaire, qui se caractérisaient généralement par des mesures discrétionnaires de hausse des dépenses publiques et/ou de baisse des impôts

destinées à contrer l'impact macroéconomique de la crise dans le secteur financier, la crise elle-même a eu des effets sur l'équilibre budgétaire et sur la dette publique de diverses manières. Le gonflement des déficits et des dépenses publics était notamment dû à l'entrée en action des stabilisateurs automatiques, en particulier à la baisse des recettes fiscales, suite au ralentissement de l'activité économique et, dans les pays dotés de systèmes de sécurité sociale bien développés, à l'augmentation des dépenses sociales, surtout des allocations chômage.

Dans de nombreux autres pays, les comptes budgétaires ont aussi été fortement ébranlés par des facteurs liés à la crise. Du côté des recettes, la baisse soudaine des prix des produits de base a entraîné une réduction des recettes publiques dans les pays où celles-ci sont tributaires de l'exportation de produits de base. Du côté des dépenses, la dépréciation de la monnaie et la hausse des taux d'intérêt ont alourdi la dette publique, parfois de manière sensible. Et dans plusieurs pays développés, le gonflement de la dette publique a, dans une large mesure, été une conséquence directe de la crise car les gouvernements ont renfloué les institutions financières malades, ce qui a abouti à transformer la dette privée en dette publique. Tous ces facteurs ont sérieusement compromis l'équilibre budgétaire sans pour autant stimuler l'économie de manière notable. Il est donc évident que la crise

n'était pas la conséquence de dépenses publiques ou de déficits publics excessifs, mais plutôt la cause de l'augmentation des déficits budgétaires et/ou du ratio dette publique/PIB dans plusieurs pays.

Certains gouvernements ont néanmoins commencé à réorienter leur politique budgétaire, les mesures de relance laissant place à un durcissement, tandis que d'autres envisagent de suivre la même voie, dans le but de conserver ou de regagner la confiance des marchés financiers, qui est considérée comme un facteur essentiel de la reprise économique. Cette réorientation intervient à un moment où l'activité économique privée est encore loin de s'être redressée au point de pouvoir alimenter à elle seule la croissance, comme il est expliqué au chapitre I. Bien qu'il soit universellement admis que la crise a été le résultat d'une défaillance des marchés financiers, on n'a guère tiré les enseignements de la confiance excessive placée dans le jugement des acteurs de ces marchés, notamment des agences de notation. De nombreuses institutions financières qui s'étaient comportées de manière irresponsable ont été renflouées par des gouvernements désireux de limiter les dommages causés à l'ensemble du système économique. Il est donc surprenant qu'au moment où il semble que «le pire soit derrière ces institutions», une grande partie de l'opinion publique et de nombreux décideurs leur fassent de nouveau confiance pour juger de ce qui constitue une gestion correcte des équilibres macroéconomiques et des finances publiques.

Quoi qu'il en soit, le durcissement budgétaire semble prématuré dans de nombreux pays où la demande privée ne s'est pas encore suffisamment redressée pour s'alimenter d'elle-même et où des mesures publiques de relance sont encore nécessaires pour éviter une stagnation prolongée. Un durcissement budgétaire prématuré pourrait être contre-productif s'il affaiblissait le processus de croissance, entravait la hausse des recettes publiques et alourdissait le coût budgétaire de la récession et des sauvetages financiers. En freinant la croissance économique, une telle politique échouerait donc à assainir les finances publiques.

Pour élaborer des recommandations, il est de la plus grande importance d'évaluer clairement les causes de la crise et l'évolution de la dette publique. Si l'on se focalise quasi exclusivement sur le montant actuel de la dette publique, on risque de traiter

les symptômes sans s'attaquer à la racine du mal. Et tout mauvais diagnostic aurait pour conséquence non seulement de laisser les problèmes fondamentaux sans solution, mais aussi de rendre la politique économique inefficace. Le présent chapitre examine l'évolution récente des comptes budgétaires et de la dette publique, aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement, ainsi que leurs rapports avec la crise. Le chapitre III se penche sur les enjeux qui en découlent du point de vue des orientations.

Le présent chapitre fait valoir que la récente crise financière et économique mondiale n'était pas due à des politiques budgétaires laxistes et que l'augmentation de la dette publique dans un certain nombre de pays développés était le résultat de la récession. Les déficits primaires causés par des politiques budgétaires discrétionnaires avaient beaucoup moins contribué à la hausse des taux d'endettement que le ralentissement de la croissance (ou le recul) du PIB et que les crises bancaire et monétaire. Toute politique s'efforçant de réduire la dette publique devrait donc éviter de freiner la croissance du PIB; sans croissance, il y a très peu de chances que les finances publiques soient assainies. Ces constatations remettent en cause l'influente «doctrine Lawson», selon laquelle les crises financières sont causées par les emprunts excessifs du secteur public et la dette du secteur privé ne pose jamais de problème car elle est le résultat de décisions optimales en matière d'épargne et d'investissement¹. Par conséquent, le corollaire habituel de cette doctrine, à savoir que les crises de la dette rendent toujours nécessaire un resserrement budgétaire, est aussi sujet à discussion.

La section B du présent chapitre examine l'évolution des recettes et dépenses publiques avant, pendant et après la crise dans différents groupes de pays. Elle analyse dans quelle mesure l'épargne publique (et la désépargne) peuvent avoir contribué au déclenchement de la crise et évalue les effets de la crise elle-même sur les résultats budgétaires. Les pays ont ressenti le contrecoup de la crise de manière différente et particulière, et leurs capacité et volonté de poursuivre une politique anticyclique n'étaient pas les mêmes. La présente section aborde les différentes difficultés auxquelles se heurtent les grands pays développés, les pays en transition d'Europe les plus vulnérables – dont beaucoup ont demandé l'aide financière du Fonds monétaire international (FMI), de l'Union européenne (UE) et d'autres sources – ainsi

que les pays émergents à économie de marché et les pays en développement, en particulier ceux dont les recettes budgétaires dépendent fortement de l'exportation de produits de base. Les diverses mesures adoptées par les pays pour surmonter ces difficultés sont aussi examinées.

La section C fait le point de l'évolution de la dette publique dans les pays en développement et dans les pays développés. Il en ressort qu'avant la crise de 2008, des pays en développement avaient réussi à réduire de manière notable leur ratio moyen dette/PIB et avaient aussi commencé à modifier la composition de leur dette publique en empruntant davantage sur le marché intérieur qu'à l'étranger. La crise a stoppé cette tendance, mais ne l'a pas complètement inversée. Dans les pays développés, par contre, la crise a entraîné une brusque hausse du ratio d'endettement. La baisse de ce ratio enregistrée dans la plupart des pays en développement n'était généralement pas liée à une réduction du stock de la dette publique – à l'exception d'un certain nombre de pays pauvres fortement endettés qui avaient obtenu

des réductions de leur dette – mais à une croissance rapide de leur PIB. Pendant la même période, certains pays en développement ont commencé à accumuler des réserves extérieures considérables, entraînant une baisse spectaculaire de leur ratio dette publique extérieure nette/PIB, et les désalignements monétaires précédemment enregistrés dans leurs équilibres généraux ont été corrigés. Ces amortisseurs leur ont conféré la marge d'action budgétaire extérieure qui a permis à nombre d'entre eux d'adopter diverses mesures anticycliques face à la récession mondiale, alors que d'autres pays en développement, en particulier les pays à faible revenu, ne disposaient pas d'une marge d'action aussi grande pour poursuivre une politique budgétaire dynamique. Cette section étudie aussi les différents facteurs qui peuvent être à l'origine d'une crise de la dette. Il en ressort qu'en général, le déficit du budget primaire joue un rôle relativement modeste dans le gonflement de la dette, les facteurs les plus importants étant les effets de bilan et les crises bancaires. La section D renferme des conclusions.

B. Aspects budgétaires de la crise mondiale

1. Solde budgétaire et déséquilibres mondiaux avant la crise

Crises économiques et comptes budgétaires sont intimement liés, même si la nature de leur relation est controversée. Il est évident que les soldes budgétaires se sont considérablement dégradés dans toutes les régions suite à la crise, mais cette corrélation ne révèle pas de lien de causalité. Au moment où plusieurs gouvernements et institutions internationales recourent à une politique d'austérité budgétaire qui vise en priorité à réduire leur ratio dette publique/PIB, il est important d'examiner si une telle politique s'attaque aux causes du problème, ou traite simplement les symptômes et oublie l'origine de la maladie en supposant que la guérison a déjà eu lieu (Aglietta, 2011: 47). En d'autres termes, il faut déterminer si

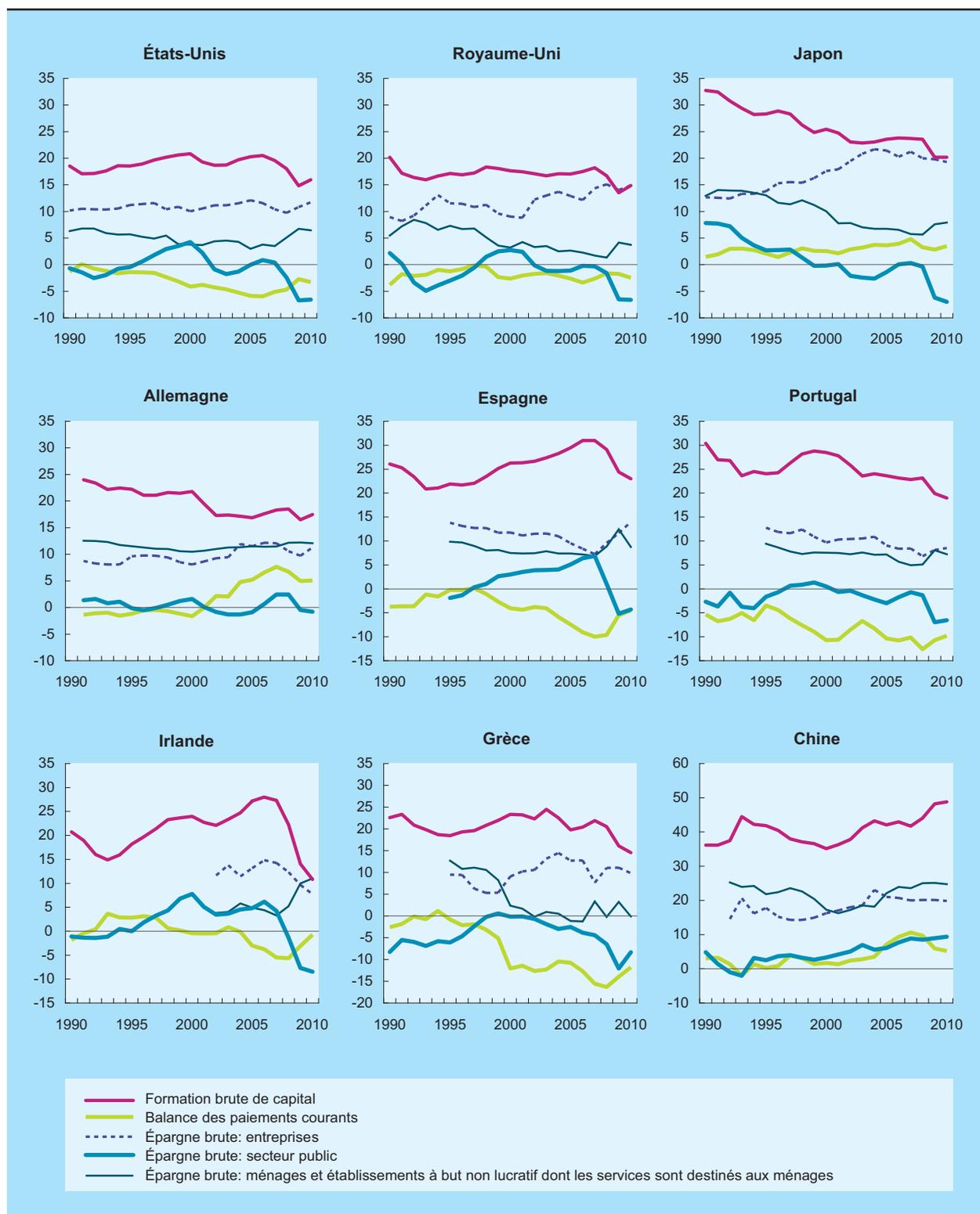
le déficit budgétaire était une cause essentielle de la crise, en aboutissant au surendettement ou en aggravant les déséquilibres mondiaux, ou si, en général, ce déficit n'a pas plutôt été la conséquence de la crise.

Il ressort de l'étude d'un certain nombre de pays systématiquement importants (notamment de pays développés et de pays émergents) que l'évolution de l'épargne publique² n'est pas la principale cause des déficits extérieurs. Aux États-Unis, la balance des paiements courants s'est dégradée régulièrement, passant de l'équilibre en 1991 à un déficit égal à 6 % du PIB en 2006, pendant la période qui a précédé la crise (graphique 2.1). L'épargne publique ne peut guère expliquer cette tendance: elle a commencé à augmenter de manière notable entre 1992 et 2000, suite à la forte croissance du PIB et des recettes fiscales et à ce que l'on appelait à l'époque les «dividendes de la paix»; elle a ensuite diminué du fait du

Graphique 2.1

FORMATION BRUTE DE CAPITAL, BALANCE DES PAIEMENTS COURANTS ET ÉPARGNE NATIONALE DANS CERTAINS PAYS, 1990-2010

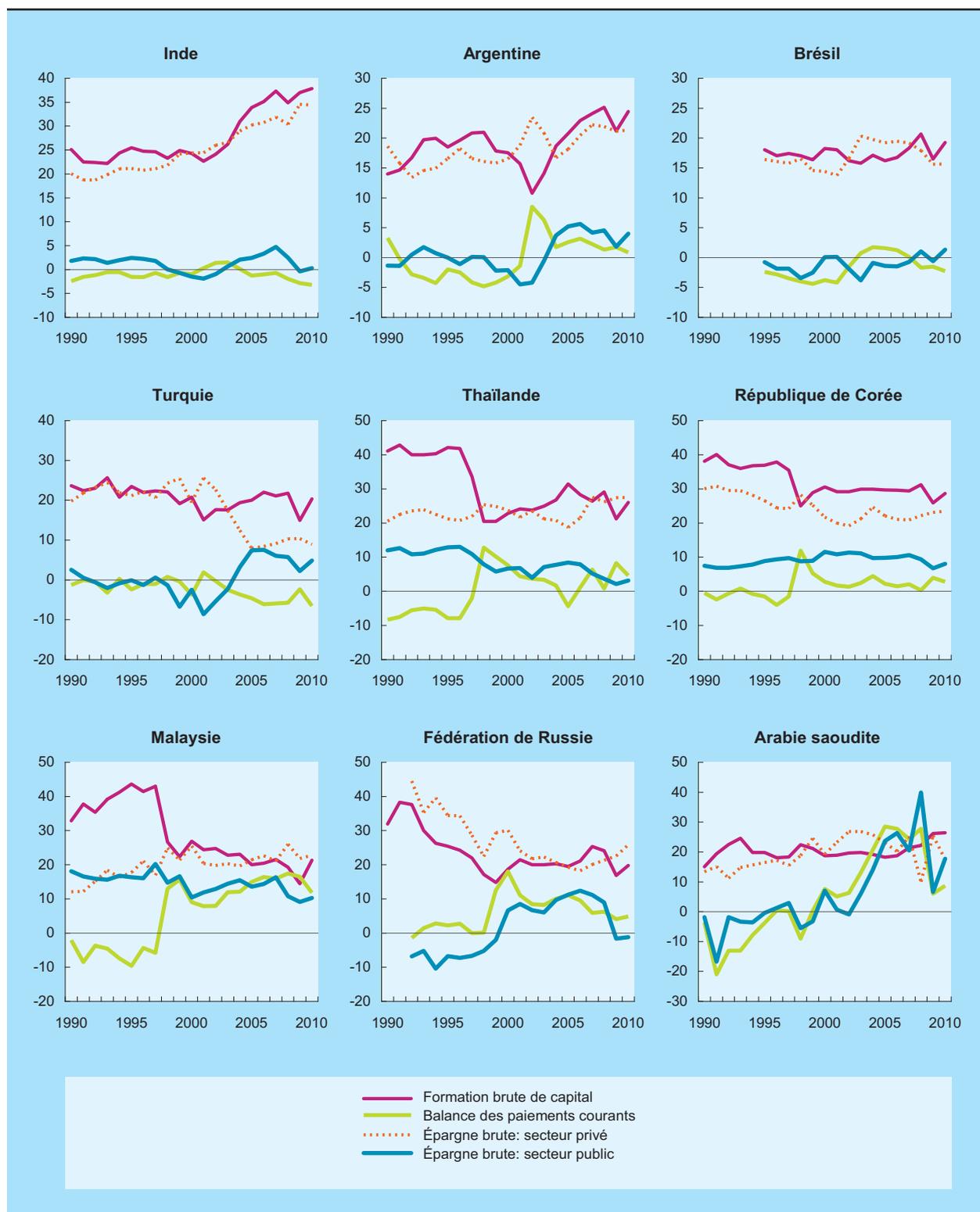
(Pourcentage du PIB courant)



Graphique 2.1 (conclusion)

FORMATION BRUTE DE CAPITAL, BALANCE DES PAIEMENTS COURANTS ET ÉPARGNE NATIONALE DANS CERTAINS PAYS, 1990-2010

(Pourcentage du PIB courant)



ralentissement de la croissance et de l'adoption de mesures de réduction des impôts et de hausse des dépenses militaires, mais cette réorientation n'avait pas eu d'impact notable sur le compte courant. La baisse progressive de l'épargne des ménages serait une meilleure explication de l'aggravation du déficit de la balance des paiements courants, mais elle n'aurait pu suffire, comme il est expliqué plus bas dans le cas du Japon. Le déficit commercial et le déficit de la balance des paiements courants étaient plus probablement dus à la conjugaison d'une hausse de la consommation – entraînant une augmentation constante de la dette privée (et donc une diminution du taux d'épargne des ménages) – et de la perte de compétitivité industrielle. Toutefois, la diminution de l'épargne des ménages a joué un rôle moins important que la consommation accrue de biens importés, qui s'est faite au détriment des biens produits sur le marché intérieur et qui a eu pour effet de ralentir la croissance du revenu intérieur, des bénéfices des entreprises et des recettes fiscales des États et du Gouvernement fédéral (*Rapport sur le commerce et le développement, 2006*, chap. I).

Un autre grand pays développé, le Japon, a enregistré, année après année pendant les trente dernières années, un excédent de la balance des paiements courants qui a augmenté en pourcentage du PIB, passant de 1,5 % en 1990 à 4,8 % en 2007 (graphique 2.1). Pendant cette période, l'épargne publique a chuté de 8 points de pourcentage du PIB et l'épargne des ménages a suivi la même évolution. L'excédent de la balance des paiements courants n'était donc pas dû à la volonté du Gouvernement ou des ménages d'épargner davantage. De même, en Allemagne, le passage, au début des années 2000, d'un déficit à un fort excédent de la balance des paiements extérieurs a coïncidé avec une réduction des dépenses publiques, tandis que celle des ménages restait stable. L'excédent commercial considérable de ces deux pays n'est donc pas le résultat de l'épargne des ménages ou de l'épargne publique *ex ante*, mais de la spécialisation stratégique et de la compétitivité de leur économie. Ces deux tendances se sont renforcées au cours des dernières années sous l'effet conjugué de gains de productivité et de restrictions salariales, et sont cohérentes avec la hausse *ex post* des bénéfices des entreprises, qui a entraîné une augmentation de leur épargne.

À partir de 2005, le Gouvernement allemand s'est engagé dans un rééquilibrage budgétaire et a réussi à dégager un taux d'épargne positif. Étant donné que ni le Gouvernement ni les entreprises n'avaient de besoins de financement nets, les banques allemandes ont multiplié leurs prêts à l'étranger, en particulier auprès d'emprunteurs d'autres pays européens qui se heurtaient à des problèmes de compétitivité. En conséquence, le déficit des comptes courants d'un grand nombre de ces pays s'est ainsi creusé alors que l'excédent commercial de l'Allemagne s'accroissait (Koo, 2010).

Même dans les pays européens dont la dette publique est aujourd'hui considérable – au point de nécessiter une aide financière massive pour éviter le défaut de paiement pour certains d'entre eux – les déséquilibres extérieurs ne sont pas dus, dans une large mesure, à l'épargne publique. En Hongrie, en Italie et au Portugal, par exemple, la balance des paiements courants s'est dégradée entre 1995 et 2007-2008, tandis que l'épargne publique demeurait relativement stable, représentant en moyenne entre 0 et -1 % du PIB. Pendant la même période, le déficit de la balance des paiements courants s'est largement creusé en Bulgarie, en Espagne, en Estonie, en Lettonie, en Lituanie et en Roumanie, jusqu'à atteindre plus de 10 % du PIB. Mais l'épargne publique était positive dans tous ces pays et elle a eu tendance à augmenter dans la plupart d'entre eux. La Grèce est le seul pays où la balance des paiements courants et l'épargne publique se sont dégradées simultanément après 2000. Toutefois, même dans ce pays, le déficit extérieur n'aurait pas pu être causé uniquement par la

désépargne publique. Tous les pays susmentionnés ont en commun d'avoir connu une perte de compétitivité pendant la plus grande partie des années 2000. Cette situation était due en partie aux entrées de capitaux attirés par les écarts de taux d'intérêt, conjuguées au sentiment que ces pays représentaient un faible risque de taux de change (dans certains cas, à cause de leur appartenance à l'Eurosystème) et que leur marché boursier immobilier offrait la possibilité de réaliser des bénéfices rapides. Ces entrées de capitaux ont alimenté des bulles spéculatives et entraîné une appréciation réelle de la monnaie des pays qui les accueillait. Le taux de change nominal n'étant pas un instrument de gestion monétaire dans la zone

Peu de pays avaient un budget fortement déficitaire avant la crise...

euro, les taux de change réels ont divergé sous l'effet des disparités entre le taux d'inflation et le coût unitaire de la main-d'œuvre de chaque pays: entre 2000 et 2006-2007: l'augmentation du coût unitaire de la main-d'œuvre s'est située entre 5 et 15 % en Grèce, en Irlande, en Italie, au Portugal, alors qu'il a diminué de 13 % en Allemagne, première puissance économique de la zone euro et principal partenaire commercial de la plupart des autres membres de la zone (Commission européenne, 2011).

En outre, l'accès facile au crédit – lié à la déréglementation financière et aux entrées de capitaux – a entraîné une baisse de l'épargne des ménages. En Bulgarie, en Grèce, en Roumanie et dans les États baltes, le taux d'épargne est même devenu négatif. Du fait de l'appréciation réelle de la monnaie, la hausse de la demande intérieure a entraîné une aggravation du déficit de la balance des paiements courants. Les répercussions de cette croissance déséquilibrée sur l'épargne des entreprises et l'épargne publique ont été équivoques: si la croissance économique a accru les recettes et l'épargne de certains gouvernements et entreprises, en revanche, l'accès facile au crédit a parfois affaibli la discipline budgétaire (par exemple, en Grèce) et la perte de compétitivité a eu des incidences sur les bénéfices et l'épargne des entreprises. Cela a probablement été le cas en Italie, au Portugal et en Espagne, où l'épargne des entreprises a diminué.

En résumé, les déséquilibres extérieurs des pays susmentionnés n'ont pas été causés par la désépargne publique pour les raisons suivantes: premièrement, dans plusieurs pays, l'épargne publique était positive avant la crise; deuxièmement, l'épargne publique (et l'épargne des entreprises) se sont fondamentalement comportées comme des variables endogènes. Les principaux facteurs qui ont contribué à la dégradation de la balance des paiements courants étaient la perte de compétitivité internationale des entreprises nationales et la baisse de l'épargne des ménages, tous deux liés aux entrées considérables de capitaux et à la déréglementation financière, qui ont stimulé les dépenses des ménages financées par le crédit et entraîné une appréciation réelle de la monnaie.

La situation de ces pays rappelle, dans une large mesure, celle de nombreux pays d'Amérique latine et

d'Asie, qui ont été frappés par des crises financières entre 1982 et 2002. Dans tous ces pays, l'évolution du taux de change réel a été l'un des principaux facteurs de la crise et aussi de la reprise. En Argentine, au Brésil, au Chili, au Mexique et en Uruguay, les politiques anti-inflationnistes reposaient sur l'ancrage du taux de change, qui, à terme, a entraîné une appréciation du taux de change réel et une perte de compétitivité, aboutissant à une diminution des bénéfices des entreprises et à un ralentissement de la production. Aussi longtemps que les entrées de capitaux étaient dues aux écarts de taux d'intérêt et bénéficiaient d'une assurance implicite contre le risque de change, ces pays pouvaient financer leur déficit de la balance des paiements courants. Les entrées de capitaux servaient essentiellement, non pas à accroître l'investissement fixe, mais à financer la consommation privée et le service de la dette publique. L'épargne extérieure a ainsi entraîné une baisse de l'épargne intérieure, aussi bien des ménages que des entreprises (du fait de la diminution des bénéfices). L'épargne publique a aussi eu tendance à décliner, voire à devenir négative en Argentine et au Brésil – en raison de la baisse des recettes budgétaires due au ralentissement de la croissance, et au coût croissant de la dette publique, tandis que les autorités monétaires s'efforçaient de préserver leurs taux de change fixes en relevant les taux d'intérêt intérieurs.

La situation a brusquement changé suite à la forte dévaluation de la monnaie au Mexique en 1994-1995, au Brésil en 1999 et en Argentine en 2002. Dans ce dernier pays, la balance des paiements courants est passée, en l'espace d'un an seulement, d'une position déficitaire à un excédent colossal, ce qui s'expliquait en partie par la dévaluation et en partie par la forte contraction de l'économie (graphique 2.1). La hausse de l'épargne privée enregistrée en 2002 était particulièrement surprenante, car presque tous les facteurs dissuasifs concevables étaient en place: gel des dépôts bancaires, défaut de paiement de la dette, taux d'intérêt réels négatifs et profonde dépression. Malgré ces conditions, les bénéfices des entreprises dans le secteur marchand ont augmenté très rapidement et, en conséquence, il en a été de même de l'épargne des entreprises face à la nouvelle structure des prix relatifs. Dans la phase de reprise de l'économie réelle qui a suivi et qui était caractérisée par des

... ces déficits étaient la conséquence et non la cause de la crise

taux de croissance très élevés, l'épargne des ménages et l'épargne publique ont fortement augmenté du fait de la hausse des recettes et le taux d'investissement a plus que doublé, tout en étant financé par les ressources intérieures. Le Mexique a lui aussi réduit rapidement le déficit de sa balance des paiements courants, bien qu'il n'ait pas retrouvé une position excédentaire, et l'épargne des entreprises a également augmenté suite à la dévaluation de la monnaie. Dans les années qui ont suivi, l'épargne privée des ménages et des entreprises est restée élevée.

Au Brésil, la balance des paiements courants s'est améliorée après la crise et la dévaluation de 1999, mais elle est redevenue déficitaire pendant la dernière phase de l'expansion de 2003-2008, lorsque la hausse des taux d'intérêt et celles des entrées de capitaux qui a suivi ont entraîné une nouvelle appréciation de la monnaie (graphique 2.1). De même, l'augmentation de la production et de l'investissement, bien que moins spectaculaire, a créé les conditions d'une hausse de l'épargne privée et publique. Cependant, l'amélioration des comptes budgétaires a été entravée par le montant élevé des paiements au titre des intérêts de la dette publique. En effet, malgré un budget primaire très excédentaire s'approchant de 3 % du PIB entre 2005 et 2010, le budget général (y compris les paiements au titre des intérêts) continuait d'enregistrer un déficit de la même ampleur. Au Brésil, le déficit budgétaire est clairement la conséquence de taux d'intérêt élevés et non sa cause, comme l'indiquent certains auteurs (par exemple, Bacha, 2011; Lara Resende, 2011).

En Asie, la Chine et l'Inde ont vu leur taux d'investissement et leur épargne nationale fortement augmenter dans les années 2000. En Chine, l'épargne publique a représenté 9 % environ du PIB au cours des dernières années, tandis que l'épargne privée a progressé jusqu'à représenter plus de 44 % du PIB en 2006-2010, soit le taux d'épargne le plus élevé des pays du G-20. Jusqu'en 2007, l'excédent de la balance des paiements courants s'est sensiblement accru, mais ce serait à nouveau une erreur d'en conclure que cette épargne a été la cause de l'excédent notable de la balance des paiements courants chinoise. Il est plus probable que celui-ci soit le résultat d'un processus endogène dans lequel la croissance rapide des revenus, alimentée par des investissements et des exportations considérables, a stimulé l'épargne publique et privée.

L'Inde se distingue de la Chine par le fait que sa balance des paiements courants est restée proche de l'équilibre au cours des vingt dernières années. Depuis 2008, celle-ci enregistre même un déficit modeste de près de 2 %. Dans ce pays, la forte hausse du taux d'investissement a été la contrepartie d'un taux d'épargne intérieure plus élevé. Les déséquilibres extérieurs de l'Inde n'ont donc pas été causés par la désépargne intérieure et, étant relativement modestes, ils n'ont pas eu de répercussions importantes au niveau mondiale.

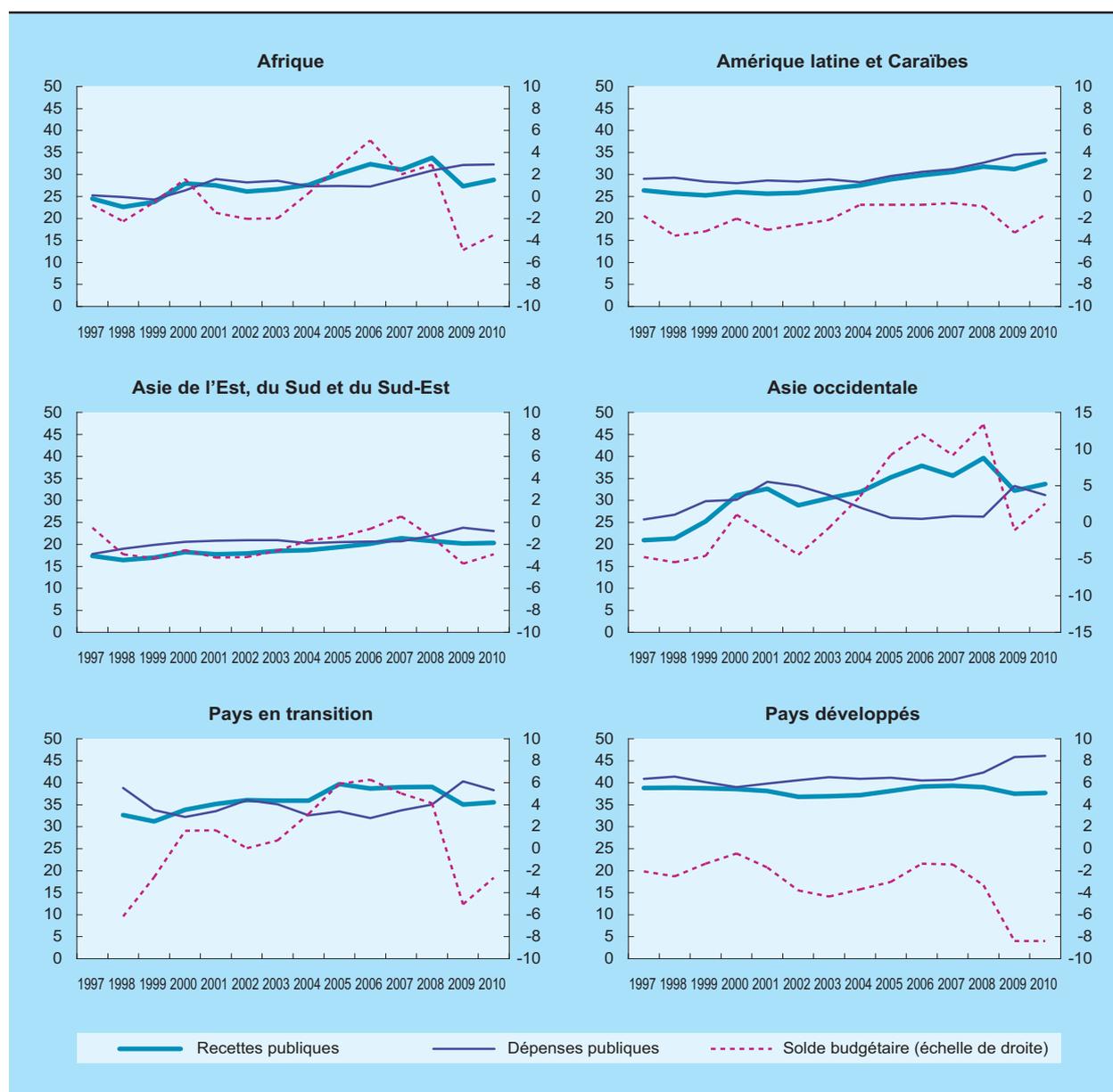
Les résultats de plusieurs pays d'Asie du Sud-Est divergent de ceux des deux plus grands pays en développement d'Asie. Dans la plupart des pays de la région, comme l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la République de Corée et la Thaïlande, la crise de 1997-1998 a marqué un tournant clair dans le taux d'investissement. Dans certains de ces pays, l'ajustement brutal de la balance des paiements courants au cours de la crise asiatique a coïncidé avec la chute des investissements (graphique 2.1). Même après cette crise, le taux d'investissement n'est jamais revenu à son niveau d'avant la crise. L'évolution de l'épargne publique antérieure à la crise n'avait guère joué de rôle dans le déclenchement de cette crise. Plus récemment, entre 2008 et 2009, la hausse des dépenses publiques visait à compenser la baisse de la demande privée, entraînant ainsi une augmentation de l'épargne privée.

Dans les principaux pays exportateurs de pétrole et de minéraux, la balance extérieure et le budget public sont fortement tributaires des recettes d'exportation. Ces deux variables ont donc tendance à suivre de près l'évolution des prix à l'exportation: des prix élevés entraînent simultanément un excédent du budget et de la balance des paiements courants – ou «un taux d'épargne extérieure négatif» – et vice versa. Par conséquent, dans des pays comme l'Algérie, l'Arabie saoudite, l'Azerbaïdjan, la Bolivie, la Fédération de Russie, le Gabon et le Koweït, il existe une forte corrélation négative entre l'épargne publique et l'épargne extérieure. Étant donné que l'épargne privée est influencée de manière positive par l'activité économique, qui s'accélère normalement lorsque les prix sont élevés et les comptes courants sont excédentaires, il existe aussi en général une corrélation négative entre cette épargne et l'épargne extérieure. Cependant, cette relation inverse entre l'épargne intérieure et l'épargne extérieure n'indique aucun lien de causalité entre elles; par exemple, l'excédent

Graphique 2.2

RECETTES ET DÉPENSES PUBLIQUES ET SOLDE BUDGÉTAIRE DANS CERTAINES RÉGIONS, 1997-2010

(En pourcentage du PIB courant, moyenne pondérée)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après base de données EC-AMECO; OCDE, base de données *Perspectives économiques*; CEPALC, CEPALSTAT; FMI, base de données *Perspectives de l'économie mondiale*; et sources nationales.

Note: L'**Afrique** ne comprend pas: le Botswana, le Burkina Faso, le Cap-Vert, la Guinée équatoriale, le Lesotho, le Libéria, Madagascar, la Mauritanie, Mayotte, la République centrafricaine, le Sahara occidental, Sainte-Hélène, les Seychelles, la Somalie et le Zimbabwe. L'**Asie occidentale** ne comprend pas l'Iraq, le territoire palestinien occupé et le Yémen. L'**Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est** comprend la Chine, la RAS de Hong Kong (Chine), l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Népal, les Philippines, la République de Corée, la République islamique d'Iran, Singapour, Sri Lanka, la province chinoise de Taïwan, la Thaïlande et le Vietnam. (Les données relatives à la Chine correspondent aux recettes et dépenses budgétaires mais elles n'englobent pas les fonds extrabudgétaires ou les caisses de sécurité sociale.) **Les pays en transition** ne comprennent pas la Croatie et le Monténégro, mais comprennent la Mongolie. L'**Amérique latine** comprend les pays suivants: Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Costa Rica, El Salvador, Équateur, Mexique, Nicaragua, Pérou, République bolivarienne du Venezuela et Uruguay. **Les pays développés** comprennent les pays suivants: Allemagne, Autriche, Belgique, Bulgarie, Canada, Chypre, Danemark, Espagne, Estonie, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Irlande, Islande, Italie, Japon, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Norvège, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Slovaquie, Suède et Suisse.

Tableau 2.1

ÉVOLUTION DES INDICATEURS BUDGÉTAIRES DANS CERTAINES RÉGIONS, 1997-2010

(En pourcentage du PIB courant)^a

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pays développés														
Total des recettes et des dons	38,8	38,9	38,8	38,5	38,1	36,8	36,9	37,2	38,1	39,1	39,3	39,0	37,5	37,7
Recettes courantes	37,6	37,8	37,7	37,4	36,9	35,6	35,7	35,9	36,9	37,8	38,1	37,7	36,1	36,6
Recettes fiscales	33,4	33,6	33,5	33,2	32,7	31,4	31,6	31,8	32,6	33,4	33,6	33,1	31,2	31,5
Recettes autres que fiscales ^b	5,4	5,3	5,3	5,3	5,4	5,4	5,3	5,5	5,5	5,8	5,7	6,0	6,3	6,2
Total des dépenses	40,9	41,4	40,1	39,0	39,8	40,6	41,3	40,9	41,1	40,5	40,7	42,3	45,9	46,1
Dépenses courantes	36,4	36,1	35,6	34,8	35,3	36,1	36,9	36,7	36,7	36,5	36,7	37,9	40,9	41,1
Paiements au titre des intérêts	4,4	4,2	3,8	3,6	3,4	3,1	2,8	2,7	2,7	2,7	2,8	2,7	2,6	2,7
Dépenses d'équipement	4,4	5,3	4,5	4,2	4,5	4,4	4,4	4,2	4,4	4,0	4,1	4,5	5,0	5,0
Solde primaire	2,3	1,7	2,4	3,2	1,7	-0,7	-1,5	-1,0	-0,3	1,3	1,3	-0,6	-5,8	-5,7
Solde général	-2,1	-2,5	-1,3	-0,4	-1,7	-3,8	-4,3	-3,7	-3,0	-1,4	-1,4	-3,3	-8,4	-8,4
Afrique														
Total des recettes et des dons	24,5	22,6	23,8	28,0	27,5	26,1	26,6	27,7	30,1	32,4	31,1	33,8	27,3	28,8
Recettes fiscales	17,6	16,6	18,1	19,5	18,9	17,2	17,8	18,3	19,6	19,9	19,8	21,0	19,0	19,0
Recettes autres que fiscales ^b	6,9	6,0	5,6	8,5	8,6	9,0	8,8	9,3	10,6	12,4	11,3	12,8	8,3	9,8
Total des dépenses	25,3	24,9	24,3	26,4	29,0	28,2	28,6	27,3	27,4	27,2	29,1	30,9	32,2	32,3
Dépenses courantes	19,5	19,3	18,8	21,4	22,9	22,3	23,2	21,9	21,7	21,0	21,6	22,5	24,0	24,6
Paiements au titre des intérêts	3,0	3,0	3,0	3,8	3,6	3,3	3,5	2,8	2,6	2,2	2,1	1,8	1,9	2,1
Dépenses d'équipement	5,7	5,5	5,4	4,9	6,0	5,5	5,0	5,2	5,6	6,1	7,2	8,2	8,1	7,6
Solde primaire	2,1	0,4	2,2	5,3	1,9	1,1	1,3	2,9	5,3	7,2	3,7	4,4	-3,3	-1,7
Solde général	-0,8	-2,3	-0,5	1,6	-1,5	-2,0	-2,0	0,3	2,8	5,1	2,0	2,9	-4,9	-3,5
Amérique latine														
Total des recettes et des dons	26,4	25,7	25,2	26,0	25,6	25,8	26,8	27,5	28,9	29,8	30,6	31,8	31,2	33,2
Recettes fiscales	18,8	19,1	18,4	18,2	18,1	18,0	18,4	18,9	20,0	20,6	21,3	21,7	21,9	23,5
Recettes autres que fiscales ^b	7,2	6,4	6,7	7,8	7,5	7,8	8,3	8,6	8,8	9,2	9,1	10,0	9,2	9,7
Total des dépenses	29,0	29,3	28,4	28,0	28,6	28,4	28,9	28,2	29,6	30,6	31,2	32,7	34,5	34,9
Dépenses courantes	26,5	25,8	25,3	25,1	25,5	25,0	25,9	24,9	26,2	27,0	27,4	28,5	29,9	29,8
Paiements au titre des intérêts	3,2	4,1	4,4	3,9	4,0	4,0	4,6	3,8	4,0	3,7	3,4	3,4	3,4	2,7
Dépenses d'équipement	2,5	3,4	3,1	2,9	3,1	3,3	3,0	3,3	3,4	3,6	3,8	4,2	4,6	5,0
Solde primaire	1,3	0,5	1,3	1,9	1,0	1,4	2,4	3,0	3,2	3,0	2,9	2,5	0,1	1,1
Solde général	-1,8	-3,6	-3,2	-2,0	-3,0	-2,6	-2,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,6	-0,9	-3,3	-1,7
Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est														
Total des recettes et des dons	17,3	16,4	17,0	18,2	17,8	17,9	18,5	18,7	19,4	20,1	21,4	20,7	20,2	20,3
Recettes fiscales	13,0	12,6	12,9	13,7	13,6	13,8	14,1	14,4	14,9	15,4	16,3	16,3	16,0	16,5
Recettes autres que fiscales ^b	4,4	3,8	4,1	4,6	4,2	4,1	4,4	4,3	4,5	4,8	5,1	4,4	4,2	3,8
Total des dépenses	17,8	19,0	19,9	20,6	20,8	20,9	21,0	20,3	20,5	20,6	20,7	21,9	23,8	23,0
Dépenses courantes	13,3	14,5	15,3	16,2	16,5	16,6	16,4	16,1	16,3	16,3	16,3	17,4	18,9	18,3
Paiements au titre des intérêts	1,9	2,1	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,0	1,8	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
Dépenses d'équipement	4,6	4,7	4,8	4,4	4,4	4,4	4,5	4,2	4,3	4,4	4,4	4,6	5,0	4,8
Solde primaire	1,4	-0,4	-0,5	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,3	0,7	1,3	2,3	0,4	-2,1	-1,2
Solde général	-0,5	-2,6	-2,9	-2,3	-3,1	-3,0	-2,5	-1,6	-1,1	-0,5	0,7	-1,2	-3,6	-2,7
Asie occidentale														
Total des recettes et des dons	20,9	21,3	25,2	31,2	32,6	28,9	30,5	31,9	35,2	37,9	35,6	39,6	32,2	33,7
Recettes fiscales	10,6	11,6	7,9	7,2	7,4	8,0	8,9	8,4	8,2	8,7	9,1	8,6	9,3	9,5
Recettes autres que fiscales ^b	10,3	9,7	17,4	23,9	25,2	20,9	21,6	23,5	27,0	29,2	26,5	31,0	22,9	24,2
Total des dépenses	25,7	26,8	29,8	30,1	34,2	33,3	31,2	28,3	26,0	25,8	26,4	26,3	33,3	31,2
Dépenses courantes	22,8	24,3	27,0	27,3	30,6	29,5	27,7	25,2	22,6	22,1	21,8	21,8	27,0	25,1
Paiements au titre des intérêts	5,4	7,7	6,3	7,0	7,8	7,1	6,5	5,2	3,7	3,2	3,0	2,5	2,8	2,3
Dépenses d'équipement	2,8	2,5	2,8	2,8	3,6	3,7	3,5	3,1	3,4	3,6	4,6	4,4	6,3	6,0
Solde primaire	0,7	2,3	1,7	8,0	6,2	2,6	5,8	8,7	12,9	15,3	12,1	15,9	1,7	4,8
Solde général	-4,7	-5,4	-4,6	1,0	-1,6	-4,4	-0,7	3,5	9,2	12,1	9,2	13,3	-1,1	2,5
Pays en transition														
Total des recettes et des dons						36,1	35,9	35,9	39,7	38,7	39,0	39,1	35,0	35,6
Recettes fiscales						25,1	24,7	25,2	29,8	29,3	29,7	29,4	24,6	26,2
Recettes autres que fiscales ^b						10,9	11,2	10,7	9,9	9,4	9,3	9,7	10,4	9,4
Total des dépenses						36,1	35,1	32,6	33,5	32,0	33,7	35,1	40,3	38,3
Dépenses courantes						28,0	28,5	25,6	28,7	25,9	27,9	28,8	34,1	32,1
Paiements au titre des intérêts						1,9	1,5	1,1	0,9	0,7	0,6	0,5	0,7	0,7
Dépenses d'équipement						8,1	6,7	7,1	4,8	6,1	5,9	6,3	6,3	6,2
Solde primaire						1,9	2,3	4,4	7,1	7,4	5,8	4,5	-4,7	-2,1
Solde général						0,0	0,8	3,3	6,3	6,7	5,3	4,0	-5,3	-2,7

Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après base de données EC-AMECO; OCDE, base de données *Perspectives économiques*; CEPALC, CEPALSTAT; FMI, base de données *Perspectives de l'économie mondiale*; et sources nationales.

Note: Pour la composition des groupes de pays, voir le graphique 2.2.

a Correspond au secteur public sauf en Argentine, en Bolivie, en Colombie, au Costa Rica, en El Salvador, en Équateur, au Mexique, au Nicaragua, dans la République bolivarienne du Venezuela et en Uruguay, où les indicateurs correspondent au secteur public non financier.

b Comprend les revenus du capital.

de la balance des paiements courants enregistré au cours des dernières années n'est pas le résultat de la décision des résidents d'épargner davantage.

Ces exemples donnent à penser que l'épargne publique et l'épargne privée sont dans une large mesure des variables endogènes déterminées par un certain nombre de facteurs intérieurs et extérieurs. Le facteur le plus important est la compétitivité internationale des producteurs nationaux, qui découle de la productivité et des prix relatifs. Il détermine dans une large mesure le solde des opérations courantes, c'est-à-dire «l'épargne extérieure». S'il existe forcément une relation entre l'épargne intérieure, l'épargne extérieure et l'investissement – en tant qu'éléments de la comptabilité nationale – les liens de causalité peuvent s'exercer dans différentes directions. Dans la plupart des pays examinés, le déséquilibre de la balance des paiements courants n'était pas lié à l'évolution de l'épargne publique. Soit le lien de causalité était inverse, soit d'autres facteurs (par exemple, la compétitivité internationale et/ou les prix des produits de base) expliquaient le déficit des comptes courants et celui du budget. Dans un grand nombre de ces pays, la principale contrepartie des déficits extérieurs était la diminution de l'épargne des ménages, conjuguée à l'expansion du crédit et à la formation de bulles spéculatives.

Lorsque la crise a éclaté, le robinet des nouveaux crédits a été fermé dans la plupart des pays développés et les ménages ont été contraints de revoir leurs dépenses afin de rembourser leurs dettes. Entre 2007 et 2009, la hausse de l'épargne privée s'est établie entre 2 et 3,5 points de pourcentage du PIB aux États-Unis, au Japon, au Portugal et au Royaume-Uni, et entre 5 et 10 points de pourcentage en Espagne, dans les États baltes et en Irlande (graphique 2.1). L'épargne publique a fortement diminué dans ces pays, ce qui s'explique en partie par l'entrée en action des stabilisateurs automatiques et en partie par la hausse discrétionnaire des dépenses publiques qui avait pour but de compenser la baisse de la demande privée. Le budget est devenu largement déficitaire, mais cela était une conséquence et non une cause de la crise.

2. Évolution des comptes budgétaires et impact de la crise

Après la situation budgétaire et ses liens éventuels avec les déséquilibres intérieurs et mondiaux dans la précédente section, c'est l'évolution récente des recettes et dépenses budgétaires et leurs incidences sur la marge d'action des pays concernés face à la crise qui sont examinées dans la présente section. On y analyse aussi l'impact de la crise sur les comptes budgétaires – répercussions «automatiques» sur le montant des recettes et des dépenses – et les mesures dynamiques, telles que des programmes de relance, que les pays ont adoptés pour y faire face.

Entre 2002 et 2007-2008, la situation budgétaire s'est sensiblement améliorée dans de nombreux pays, même si certains gouvernements ont continué d'enregistrer des déficits relativement importants. À la veille de la crise, les comptes budgétaires étaient équilibrés, en moyenne, en Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est, et en Amérique latine; en Afrique, dans les pays en transition et en Asie occidentale, ils étaient fortement excédentaires. Dans les pays développés, le déficit budgétaire s'était réduit, représentant en moyenne moins de 1,5 % du PIB. Mais à cause de la crise, les comptes budgétaires sont devenus déficitaires dans toutes les régions (graphique 2.2).

En général, l'amélioration de la situation budgétaire dans les années précédant la crise ne résultait pas d'un resserrement budgétaire et d'une baisse des dépenses; dans la plupart des pays, les recettes et dépenses publiques ont augmenté simultanément, quoique à un rythme différent. À l'exception des pays développés, où elles sont restées stables en pourcentage du PIB, les recettes publiques se sont considérablement accrues dans toutes les régions à partir de 2002-2003, sous l'effet d'une accélération générale de la croissance et d'une augmentation des recettes provenant des exportations de produits de base – qui était due non seulement à la hausse des prix mais aussi à une nouvelle répartition de la rente tirée des ressources naturelles, dont une part plus grande allait désormais au gouvernement dans plusieurs pays producteurs. En Afrique, dans les pays en transition, en Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est et en Amérique latine, les dépenses en pourcentage du PIB ont aussi progressé, par rapport à des valeurs de départ relativement faibles dans de nombreux cas (tableau 2.1).

Les pays d'Asie occidentale semblent avoir suivi une trajectoire différente. Entre 2001 et 2008, les dépenses publiques en pourcentage du PIB ont sensiblement diminué, surtout en Arabie saoudite, aux Émirats arabes unis, au Koweït et en Turquie. Toutefois, cela n'indique pas une réduction des dépenses publiques en chiffres absolus; les dépenses en pourcentage du PIB ont diminué essentiellement car le PIB en prix courants a augmenté très rapidement dans les principaux pays exportateurs de pétrole en raison de la hausse des cours du pétrole. En outre, la baisse des paiements au titre des intérêts de la dette publique expliquait en grande partie la diminution des dépenses publiques: en Turquie, ces dépenses ont représenté 22,4 % du PIB en 2001 contre 4,4 % en 2010 du fait de la baisse considérable du ratio de la dette publique et d'une diminution encore plus spectaculaire des taux d'intérêt intérieurs. Les paiements au titre des intérêts ont aussi sensiblement diminué en Arabie saoudite, en Jordanie, au Koweït, au Liban et au Qatar (où ils sont passés de presque 8 % du PIB au début des années 2000 à 2,3 % seulement en 2010).

La diminution de la part des paiements au titre des intérêts dans les dépenses publiques a été une tendance généralisée (tableau 2.1). Elle a résulté de la réduction des ratios d'endettement public dans la plupart des pays en développement et pays émergents, (comme il est examiné plus avant dans la section suivante), ainsi que de la baisse des taux d'intérêt réels dans la plupart des pays. En Afrique, en Amérique latine et en Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est, les paiements au titre des intérêts ont diminué de 1 à 2 points de pourcentage entre les périodes 1998-2000 et 2008-2010. Dans les pays en transition, une réduction comparable a été enregistrée entre 2002 et 2008-2010. Dans toutes ces régions, la diminution des paiements au titre des intérêts a encore été plus forte par rapport aux recettes budgétaires. Pendant la même période, la part des recettes budgétaires consacrées au remboursement des intérêts est passée

En 2008 et 2009, les dépenses publiques ont augmenté dans toutes les régions, alors que les recettes publiques ont diminué, surtout dans les pays développés et dans les pays exportateurs de produits de base.

De nombreux pays en développement avaient amélioré leur situation budgétaire avant la crise, à la faveur de la hausse des recettes et des dépenses publiques, ce qui avait accru leur marge d'action.

de 14 à 7 % en Afrique, de 16 à 8 % en Amérique latine, de 16 à 12 % en Asie de l'Est et du Sud, et de 27 à 7 % en Asie occidentale. Il s'ensuit qu'une part importante des ressources budgétaires pouvait être réaffectée à des emplois plus productifs au lieu d'être allouée au service de la dette. En effet, les transferts sociaux et les dépenses d'équipement ont fortement augmenté dans les régions en développement. Les dépenses d'équipement à elles seules ont augmenté de 2 à 3 points de pourcentage du PIB entre 2000 et 2010 (tableau 2.1).

Par conséquent, le secteur public a non seulement accru le volume de ses financements (part des recettes et dépenses publiques dans le PIB), mais a aussi contribué à la formation de capital et à une meilleure répartition des revenus.

Cette politique budgétaire expansionniste, caractérisée par la hausse des recettes et des dépenses primaires, a induit un changement structurel dans de nombreux pays en développement et pays en transition, et a contribué à élargir la marge d'action dont ceux-ci disposaient lorsque la crise financière les a frappés. Pratiquement depuis le début de la crise, il y avait un large consensus dans les grands pays, selon lequel des mesures budgétaires étaient nécessaires pour sortir de la récession économique.

En 2008 et 2009, les dépenses publiques en pourcentage du PIB ont augmenté dans toutes les régions, alors que les recettes publiques ont diminué, mais à des degrés divers: de manière considérable dans les régions fortement tributaires des exportations de produits de base (c'est-à-dire en Afrique, dans les pays en transition et en Asie occidentale), sensiblement mais dans une moindre mesure dans les pays développés, et très modérément en Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est et en Amérique latine.

Dans les pays développés dotés de systèmes de sécurité sociale bien établis et où la part des impôts directs dans les recettes fiscales est comparativement élevée, l'évolution des recettes et dépenses publiques

est due en partie aux stabilisateurs automatiques. Entre 2007 et 2010, l'augmentation des dépenses afférentes aux prestations de sécurité sociale s'est établie à 3 % du PIB aux États-Unis et au Japon, et s'est située entre 1,5 et 4,3 % du PIB dans la plupart des pays européens, les pourcentages les plus élevés étant atteints dans les pays où le chômage avait le plus progressé, comme en Espagne et en Grèce. La baisse des recettes, des bénéfices et des plus values sur le capital a été particulièrement forte aux États-Unis: près de 4 % du PIB entre 2007 et 2009. Mais les prestations sociales complémentaires versées et les recettes fiscales en baisse n'étaient pas toutes une conséquence «automatique» de la récession et de la montée du chômage; dans plusieurs pays, elles faisaient aussi partie intégrante de plans discrétionnaires de relance budgétaire comportant notamment des baisses d'impôt et une hausse des dépenses, dans le cadre des efforts que déployaient les gouvernements pour stimuler la demande intérieure et contrer les effets de la crise économique mondiale.

En outre, les autorités monétaires ont abaissé les taux d'intérêt et fourni les liquidités nécessaires pour éviter tout effondrement financier. Mais ces politiques ne pouvaient relancer le crédit et rétablir la demande mondiale car un processus systématique de désendettement privé était en cours. Les mesures de relance budgétaire jouaient donc un rôle d'autant plus essentiel pour compenser la baisse de la demande du secteur privé.

3. Mesures budgétaires adoptées face à la crise

Les mesures budgétaires adoptées face à la crise par les grands pays étaient très différentes selon les régions et les pays, non seulement du point de vue de l'ampleur des mesures de relance économique, mais aussi de leur teneur et de leur calendrier. Il est compliqué d'analyser dans le détail les plans de relance budgétaire en raison des difficultés à distinguer les mesures qui ont été adoptées en réaction à la crise de celles qui étaient déjà planifiées ou qui auraient été adoptées de toutes les manières (par exemple, les investissements publics, la reconstruction après les catastrophes naturelles). En outre, les annonces officielles ne sont pas toujours suivies d'effet au moment escompté et elles ne donnent qu'une idée

générale de l'ampleur et de la teneur des plans. De tous les pays développés, ce sont les États-Unis qui ont appliqué le plan de relance le plus important, aussi bien en chiffres absolus qu'en pourcentage du PIB, suivis du Japon et de l'Allemagne (tableau 2.2). Une proportion relativement grande des mesures de relance budgétaire annoncées a pris la forme de baisses d'impôt (environ 40 %) dans les pays développés, contre 5 % seulement dans les pays en développement et les pays en transition énumérés au tableau 2.2. Cependant, dans un certain nombre de pays développés qui ont annoncé plusieurs plans de relance, la part des dépenses a augmenté au détriment des baisses d'impôt dans les mesures successivement annoncées (Pradad et Sorkin, 2009).

Dans plusieurs pays en développement et pays en transition, la part relative des plans de relance en pourcentage du PIB a en fait dépassé celle des pays développés. Par exemple, la Chine et la République de Corée ont annoncé des plans équivalents à 13 et 10 % respectivement de leur PIB. En Chine, trois grands plans de relance budgétaire ont été annoncés entre novembre 2008 et mars 2009, d'un montant total de près de 570 milliards de dollars. Toutes ces ressources ont été affectées à la hausse des dépenses, dont 74 % sont allés aux biens d'équipement, en particulier aux projets de reconstruction faisant suite à des tremblements de terre et à des investissements réalisés dans l'infrastructure. Le Gouvernement de la République de Corée a fait quatre grandes annonces de mesures de relance entre novembre 2008 et mars 2009, d'un montant égal à 95 milliards de dollars, dont 97 % sous forme de dépenses supplémentaires. Puis, en août 2009, il a annoncé un cinquième plan qui comprenait exclusivement des incitations et des déductions fiscales, mais le coût de ce volet supplémentaire n'a pas été estimé. En Indonésie, le Gouvernement a annoncé un programme budgétaire qui était relativement modeste en comparaison, et comprenait essentiellement des incitations et des déductions fiscales. Toujours est-il que dans leur ensemble, les plans de relance mis en œuvre dans les pays en développement d'Asie, notamment au Bangladesh, en Inde, en Malaisie, aux Philippines, à Singapour et en Thaïlande, ont privilégié la hausse des dépenses, en particulier les investissements dans les infrastructures (Hur *et al.*, 2010).

En Amérique latine, à la fin de 2008, les grands pays ont lancé une série de mesures destinées à contrer les effets de la crise économique et financière.

Tableau 2.2

PLANS DE RELANCE BUDGÉTAIRE, ANNONCÉS DANS CERTAINS PAYS, 2008-2010

(En milliards de dollars et en pourcentage)

	Montant total (en milliards de dollars)	PIB (en pourcentage)	Part des dégrèvements fiscaux	Part des dépenses
Pays développés				
Allemagne	23	2,4	45,2	54,8
Australie	24	1,8	52,4	47,6
Canada	21	0,8	6,5	93,5
Espagne	47	1,4	68,0	32,0
États-Unis ^a	6	0,3	33,3	66,7
France	117	2,3	30,0	70,0
Italie	35	2,4	58,4	41,6
Japon	35	1,5	56,0	44,0
Royaume-Uni	821	5,7	36,5	63,5
Total	1129	3,3	38,3	61,7
Moyenne non pondérée		2,1	42,9	57,1
Pays en développement et pays en transition				
Afrique du Sud	17	6,0	8,5	91,5
Arabie saoudite	45	3,6	15,0	85,0
Argentine	568	13,1	0,0	100,0
Brésil	4	2,8	46,0	54,0
Chili	43	3,4	0,0	100,0
Chine	8	1,5	76,9	23,1
Fédération de Russie	21	2,4	0,0	100,0
Inde	95	10,2	2,9	97,1
Indonésie	80	6,4	31,3	68,7
Mexique	50	9,4	0,0	100,0
République de Corée	8	2,6	0,0	100,0
Total	937	8,0	4,7	95,3
Moyenne non pondérée		5,6	16,4	83,6

Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Commission européenne, 2009; CEPALC, 2009; CBO, 2011; OCDE, 2009; Hur et al., 2010; Ponomarenko et Vlasov, 2010; Prasad et Sorkin, 2009; et Gouvernement des États-Unis, 2011.

a Le montant indiqué dans le cas des États-Unis ne porte que sur le plan de relance prévu dans la loi de 2009 pour la relance et le réinvestissement en Amérique (ARRA); il ne prend pas en compte le montant des sauvetages industriels et des injections de capitaux faisant partie intégrante du programme de reprise des actifs douteux (TARP).

L'Argentine a annoncé le plan de relance le plus important en pourcentage du PIB, suivie du Brésil, du Chili et du Mexique. La teneur de ces plans traduisait l'opinion selon laquelle une hausse des dépenses, plutôt qu'une baisse des impôts, était le moyen le plus approprié de stimuler la demande intérieure compte tenu de la situation. La hausse des dépenses est un moyen direct de stimuler la demande, alors que les baisses d'impôt accroissent le revenu disponible du secteur privé, dont une grande partie, compte tenu des incertitudes, a plus de chances d'être épargnée que d'être dépensée. Dans certains pays, elle a été en partie financée par des recettes budgétaires provenant de nouvelles sources. Par exemple, en Argentine, le système de sécurité sociale a été réformé (retour à un régime de retraite publique par répartition en lieu et

place d'un régime privé de capitalisation), alors qu'au Brésil, l'augmentation des dépenses d'équipement a été financée par la vente de droits de prospection pétrolière.

Les gouvernements de nombreux pays riches en ressources naturelles où les finances publiques évoluaient de manière très cyclique dans le passé ont été généralement capables d'adopter des politiques anti-cycliques dynamiques malgré la baisse du prix des produits de base (Banque mondiale, 2009). Pendant l'explosion de la demande de produits de base dans les années 2000, plusieurs de ces pays ont adopté une politique budgétaire relativement prudente, ce qui leur a permis d'accumuler des réserves qui leur ont bien servi lorsque la crise a éclaté puisqu'ils ont pu

en atténuer les effets en augmentant leurs dépenses. Dans le même temps, de nombreux pays ont été en mesure de réduire de manière sensible leur dette publique.

En Amérique latine, le Chili a utilisé en 2009, pour lutter contre les incidences de la crise, les réserves que le Gouvernement avait accumulées dans son fonds de stabilisation pendant les années où le prix du cuivre était élevé (Villafuerte, López-Murphy et Ossowski, 2010; Torre, Sinnott et Nash, 2010). De nombreux pays producteurs de pétrole d’Afrique du Nord et d’Asie occidentale, ainsi que de la Communauté d’États indépendants, ont aussi pu mettre en œuvre des plans de relance budgétaire (Abdih *et al.*, 2010). Des pays comme le Kazakhstan et la Fédération de Russie, où le secteur financier national a été durement frappé par la crise financière et économique mondiale, une part importante des dépenses budgétaires a été allouée au sauvetage de ce secteur (Heuty et Aristi, 2010). Un certain nombre de gouvernements d’Afrique subsaharienne ont également suivi une politique expansionniste face à la crise, financée par les recettes publiques provenant de leurs industries extractives (Kasekende, Brixiová et Ndikumana, 2010; Osakwe, 2011; Brixiová, Ndikumana et Abderrahim, 2010).

À la faveur de la hausse des prix des produits de base, un grand nombre de ces pays dotés de ressources naturelles sont rapidement sortis de la crise, et enregistrent actuellement une meilleure situation budgétaire et un ratio dette publique/PIB bien moins élevé qu’au début des années 2000. Étant donné que les prix des produits de base en général ont rebondi depuis le milieu de l’année 2009 et continuent d’augmenter fortement, il est difficile de déterminer si la croissance économique que les pays riches en ressources naturelles ont enregistrée en 2010 et 2011 est due à leur politique de relance budgétaire ou à la hausse des prix des produits de base. Il semble cependant que dans un grand nombre d’entre eux, la croissance du PIB ait commencé à se redresser lorsque les prix des produits de base étaient encore au plus bas, essentiellement au premier trimestre 2009. Il semblerait donc que la relance budgétaire

ait réussi à stimuler la croissance économique. En outre, ces pays auraient probablement été dans une bien plus mauvaise situation si des mesures de relance budgétaire n’avaient pas été mises en œuvre. Quoiqu’il en soit, même si la reprise économique peut entraîner l’abandon des mesures exceptionnelles de relance budgétaire, ces pays auront peut-être besoin de maintenir des dépenses plus élevées qu’avant la crise pour assurer leur développement. Les investissements dans les infrastructures et les transferts sociaux, par exemple, sont des éléments fondamentaux d’une stratégie de développement à long terme. Aussi longtemps que les recettes publiques restent élevées du fait de la croissance économique et du prix élevé des produits de base, une réduction de ces dépenses ne saurait se justifier.

Dans les pays en développement, les mesures de relance budgétaire ont privilégié la hausse des dépenses publiques alors que dans les pays développés, elles ont, dans une large mesure, pris la forme de baisses d’impôt.

Les crises financières, notamment celles qui ont frappé de nombreux pays émergents dans le passé, ont généralement un coût budgétaire – sous la forme d’une hausse de taux d’intérêt, d’une dévaluation de la monnaie qui accroît la charge de la dette publique libellée en devises et de sauvetages financés par des fonds publics – qui vient s’ajouter aux effets directs du ralentissement de la croissance ou de la récession

sur les recettes et dépenses courantes, et sur les mesures discrétionnaires de relance budgétaire. Lors de la dernière crise, les sauvetages financiers ont essentiellement eu lieu dans des pays développés. Les pays en développement ont généralement été en mesure d’éviter un tel coût budgétaire car la plupart d’entre eux n’ont pas connu de crise bancaire et n’ont donc pas eu besoin de sauver leurs banques. Il y a eu quelques exceptions, comme Dubaï et la Trinité-et-Tobago, où le Gouvernement aidait les sociétés d’investissement. En outre, grâce à une balance des paiements extérieurs relativement solide, la plupart des gouvernements des pays en développement ont pu faire face aux turbulences financières initiales causées par la fuite de capitaux à court terme vers des «refuges». Ils ont utilisé leurs réserves internationales et ont lutté contre la dépréciation de leur monnaie, sans tomber dans la «surenchère» monétaire. Même si, dans plusieurs pays, les autorités monétaires ont commencé par augmenter les taux d’intérêt, elles ont pu revenir rapidement à une politique monétaire plus

souple. En conséquence, les finances publiques des pays en développement et des pays émergents n'ont pas eu à souffrir des effets d'une hausse des taux d'intérêt sur la dette publique intérieure.

Par contre, les comptes budgétaires de plusieurs pays développés ont été gravement pénalisés par la crise financière. Dans ces pays, les autorités se sont attachées en priorité à éviter l'effondrement du système financier, en dégagant les ressources financières nécessaires à la réalisation de cet objectif. Dans 22 pays de l'UE, l'«aide d'État approuvée»³ au secteur financier accordée entre octobre 2008 et octobre 2010 a dépassé 4 500 milliards d'euros, représentant 39 % du PIB des 27 pays de l'UE pour 2009. Le premier quart de cette aide a été débloqué en 2008 et un montant équivalent en 2009. Le «montant effectivement utilisé» est inférieur au plafond de l'aide, car dans certains pays, comme le Danemark et l'Irlande, une part importante de l'aide approuvée consistait en de grands programmes de garantie globale qui couvraient l'ensemble des dettes de leurs banques. Sur les 4 500 milliards d'euros d'aide totale approuvée, 2 300 milliards d'euros ont été débloqués dans le cadre de programmes spéciaux ou par des institutions financières particulières en 2008 et 2009, dont 25 % (237 milliards d'euros en 2008 et 354 milliards d'euros en 2009) ont finalement été considérés comme un «élément d'aide» par la Commission, car la totalité du montant utilisé ne pouvait être considérée comme un avantage. Cependant, afin de donner un ordre d'idées, les mesures d'aide aux institutions financières consécutives à la crise ont représenté en 2009 cinq fois environ le montant total de l'aide d'État accordée à l'ensemble des secteurs (agriculture, pêcheries, industrie, autres services et transports, à l'exception des chemins de fer) dans les 27 pays de l'UE. Sur les 354 milliards d'euros d'élément d'aide en 2009, 40 % ont été utilisés à des fins de recapitalisation, 36 % comme garantie, 21 % pour le sauvetage d'actifs et les 3 % restants ont été débloqués dans le cadre de mesures concernant la liquidité autres que les régimes de garantie (Commission européenne, 2010a).

Aux États-Unis, le programme d'aide aux détenteurs d'actifs douteux (TARP) a autorisé le Trésor à acheter – ou garantir – jusqu'à 700 milliards de dollars d'actifs douteux, détenus essentiellement par le secteur financier, et dans une moindre mesure par les constructeurs automobiles. En Suisse, le Gouvernement a débloqué 5,6 milliards de dollars pour recapitaliser la plus grande banque suisse de l'époque et l'aider à faire face à un manque de liquidités. Dans plusieurs pays, les pertes budgétaires réelles n'ont représenté qu'une petite partie du montant total des ressources accordées au secteur financier⁴. Dans quelques rares cas, le gouvernement a même réalisé un bénéfice. Dans d'autres pays, les programmes de soutien ont annihilé tous les efforts qui pouvaient être faits pour réduire le déficit budgétaire: en Irlande, par exemple, les capitaux transférés par le Gouvernement (essentiellement aux banques nationales) se sont élevés à 20,8 % du PIB en 2010 (contre 3,3 % l'année précédente), entraînant une révision du déficit de 14,3 % du PIB à 32,4 %. Dans le même temps, le Gouvernement irlandais s'est lancé dans un programme draconien d'assainissement des finances publiques – privilégiant fortement la réduction des dépenses publiques – qui devrait ralentir le taux de croissance du PIB de 1,5 à 2 points de pourcentage en 2011 (Gouvernement irlandais, 2010).

Les paiements au titre des intérêts sont restés stables dans la plupart des pays développés, malgré la hausse du ratio aide publique/PIB, puisque la politique monétaire souple adoptée a permis de réduire les taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas. Ce n'est que dans quelques pays que les paiements au titre des intérêts ont sensiblement alourdi les comptes budgétaires, en raison d'une hausse brusque et sensible du ratio de la dette (Islande) et/ou de la prime de risque (Grèce et Irlande). Cependant, l'accumulation de dettes publiques considérables implique que toute normalisation de la politique monétaire (hausse des taux d'intérêt jusqu'au niveau antérieur à la crise) pourrait avoir un coût budgétaire important.

C. Évolution de la dette publique

1. Tendances récentes de la dette publique dans les pays développés et les pays en développement

Au cours des quarante dernières années, le ratio médian dette publique/PIB a beaucoup évolué aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement. Partant de niveaux relativement bas en 1970 – 20 % et 25 % du PIB dans les pays en développement et dans les pays développés, respectivement – il n’a cessé de grimper jusqu’au milieu des années 1990. Dans la seconde moitié des années 1980, lors de la crise de la dette qui a secoué l’Amérique latine, il a en effet dépassé la barre des 60 % du PIB dans les pays en développement à revenu moyen supérieur, et a atteint un pic de 90 % du PIB au milieu des années 1990 dans les pays en développement à revenu faible et à revenu moyen inférieur (graphique 2.3)⁵. Dans les pays développés, le ratio médian dette publique/PIB est monté à près de 60 % en 1998. Au début du nouveau millénaire, il a chuté dans les pays développés comme dans les pays en développement à un taux situé entre 30 % et 40 % du PIB. Toutefois, la récession a inversé cette tendance et a provoqué une remontée brutale de ce ratio dans bon nombre de pays développés, si bien qu’à la fin de 2010 il dépassait nettement les 60 %, pulvérisant son précédent record de 1998⁶.

Dans les pays à revenu faible et à revenu moyen inférieur, en revanche, la crise n’a pas entraîné de hausse comparable du taux d’endettement, tandis que dans les pays à revenu moyen supérieur cette hausse n’a été que modeste. En conséquence, le ratio médian dette publique/PIB est aujourd’hui beaucoup plus élevé dans les pays développés que dans les pays en développement. On observe néanmoins des différences de taille entre les pays de ce groupe: dans

23 pays, le ratio a augmenté de 5 points de pourcentage au moins entre 2008 et 2010 et dans 14 d’entre eux, il a progressé de 10 points de pourcentage entre 2007 et 2010. La dispersion du ratio dette/PIB des pays en développement est aussi élevée que dans les années 1990 (*Rapport sur le commerce et le développement, 2008*, chap. VI). En effet, la Banque mondiale classe encore environ 40 % des pays à revenu faible dans la catégorie des pays surendettés ou exposés au surendettement.

Les pays en développement n’ont pas seulement réduit leur ratio dette publique/PIB, ils ont aussi modifié la composition de leur dette, les gouvernements empruntant davantage sur le marché intérieur et moins à l’étranger. En 2002, lorsque le ratio médian dette publique/PIB a atteint le niveau record de 65 % du PIB, environ 80 % de la dette totale était détenue par des créanciers étrangers et 20 % seulement par des résidents. En 2010, le ratio était tombé à 35 % et la part de la dette détenue par des non-résidents ne représentait plus que 44 % (graphique 2.4). Ainsi, la dette publique médiane détenue par des créanciers étrangers dans les pays en développement a chuté, passant d’environ 50 % du PIB en 2002 à 15 % en 2010.

Dans les pays à revenu moyen supérieur et dans les pays à revenu faible, la dette publique médiane détenue par des non-résidents est tombée à 12 % et à 17 %, respectivement. C’est cette forte chute qui explique la baisse globale du ratio de la dette publique dans les pays en développement.

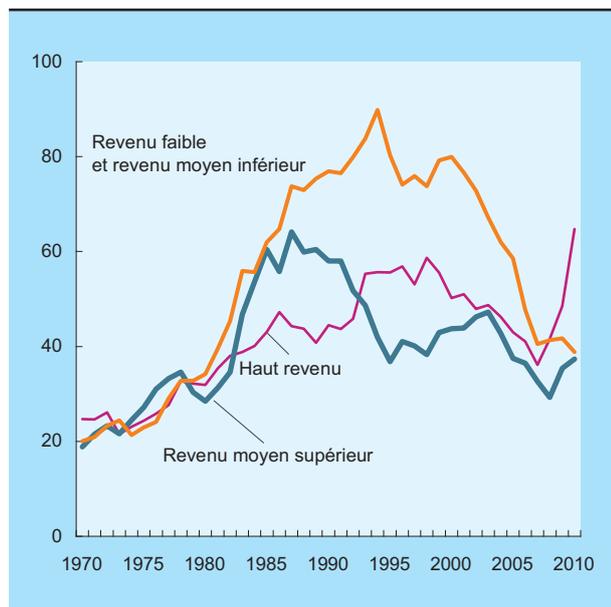
La réduction spectaculaire du ratio médian dette publique extérieure/PIB observée dans les pays en développement tient davantage à la croissance relativement rapide du PIB qu’à la baisse de l’encours de la dette extérieure. Entre 1998 et 2009, cet encours est demeuré plus ou moins constant, aux alentours de 1 400 milliards de dollars (graphique 2.5). Toutefois,

Pendant la décennie écoulée, malgré la crise, le ratio dette publique/PIB a beaucoup baissé dans les pays en développement.

Graphique 2.3

RATIO DETTE PUBLIQUE/PIB DANS LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT, PAR GROUPE DE REVENU, 1970-2010

(Médian, en pourcentage)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Banque mondiale, *Global Development Finance*; et sources nationales.

Note: La classification des pays des groupes de revenu est celle qui est appliquée par la Banque mondiale.

la stratégie de gestion de la dette adoptée dans plusieurs pays qui ont choisi de réduire leur dépendance à l'égard des capitaux étrangers et d'augmenter leurs emprunts sur le marché intérieur a aussi contribué à cette évolution.

Le poids relatif d'une dette libellée en monnaie étrangère dépend aussi du taux de change réel; par exemple, une dévaluation de la monnaie qui n'est pas suivie par une hausse proportionnelle des prix intérieurs (déflateur du PIB) peut entraîner une montée soudaine du ratio d'endettement extérieur d'un pays. C'est ce qui est arrivé dans de nombreux pays en développement pendant les années 1980 et une nouvelle fois entre 1997 et 2002. À l'inverse, une appréciation réelle de la monnaie accélère l'augmentation du PIB en dollars courants de sorte que le ratio d'endettement extérieur diminue plus rapidement. Après les fortes dévaluations de la fin des années 1990 et du début des années 2000, les monnaies de la plupart des pays en développement ont connu une

certaine appréciation réelle qui a contribué à une baisse de leur ratio d'endettement extérieur.

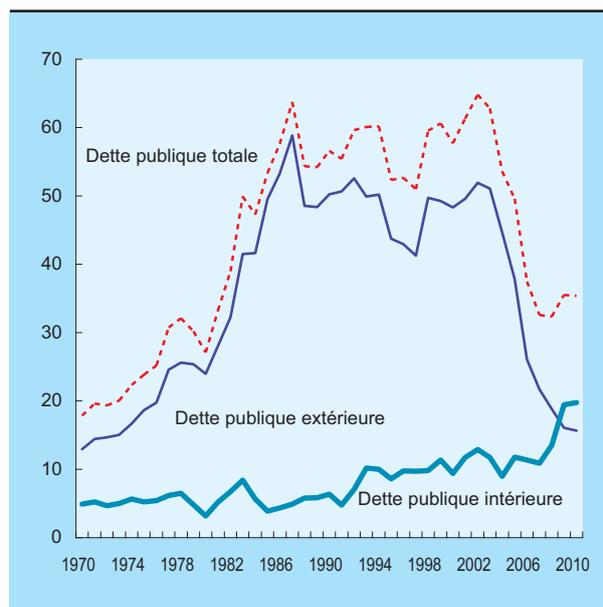
Il convient de souligner que si la dette publique extérieure des pays en développement est demeurée plus ou moins constante, la dette extérieure à long terme des entreprises a progressé rapidement, triplant pratiquement dans la période 1998-2009 (de 450 milliards de dollars à près de 1 300 milliards de dollars). Pendant la même période, on a également observé une augmentation nette de la dette extérieure à court terme, qui est passée de 390 milliards de dollars en 1998 à 750 milliards de dollars en 2009 (graphique 2.5). Même en tenant compte de l'augmentation des emprunts à court terme et des emprunts des entreprises, le ratio moyen dette extérieure/PIB des pays en développement en tant que groupe a chuté de près de 20 points de pourcentage dans la période 1998-2009.

Les gouvernements qui adhèrent à la doctrine Lawson peuvent choisir d'ignorer la fragilité financière extérieure liée à l'endettement privé, mais les décideurs doivent contrôler les excès des emprunteurs

Graphique 2.4

RATIO DETTE PUBLIQUE – INTÉRIEURE ET EXTÉRIEURE – TOTALE/PIB DANS LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT, 1970-2010

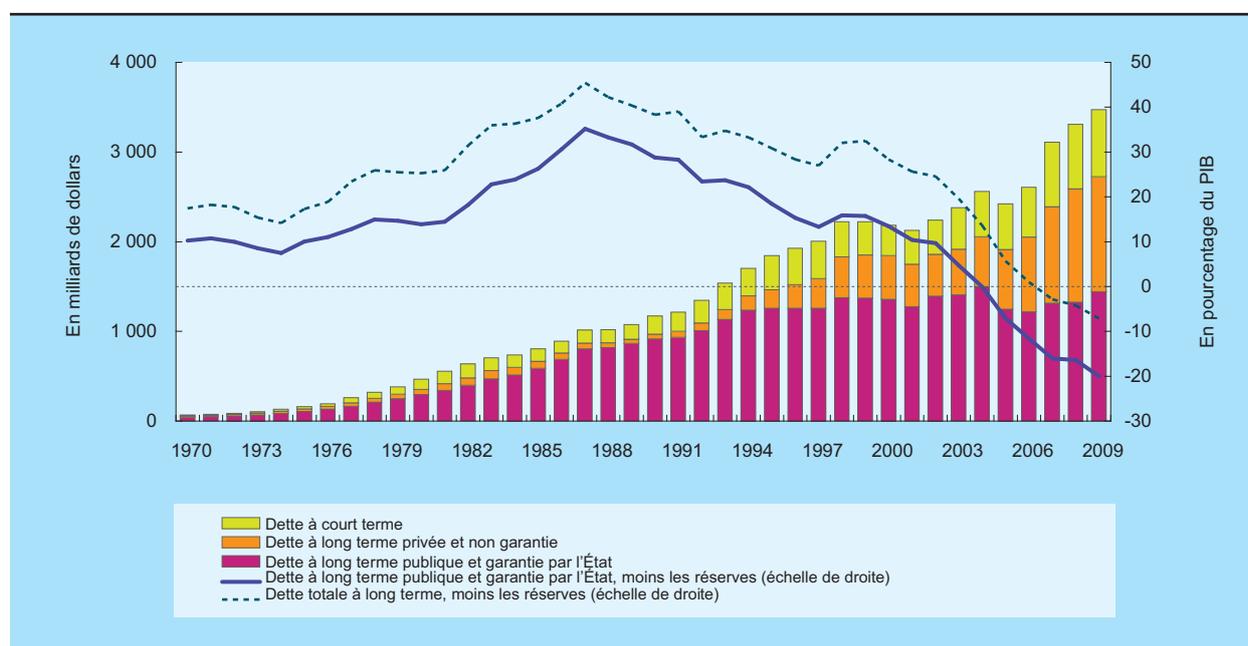
(Médian, en pourcentage)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Banque mondiale, *Global Development Finance*; et sources nationales.

Graphique 2.5

DETTE EXTÉRIÈRE DES PAYS EN DÉVELOPPEMENT, PAR CATÉGORIE DE DETTE, 1970-2009



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Banque mondiale, *Global Development Finance*; et sources nationales.

privés car l'incapacité du secteur des entreprises de servir sa dette peut déclencher une crise bancaire et monétaire et en fin de compte une crise budgétaire.

En plus de réduire leur taux d'endettement public, les pays en développement en tant que groupe ont aussi accumulé des créances considérables sur l'étranger sous la forme de réserves en devises, dont le montant total, au début de 2010, dépassait largement les 4 500 milliards de dollars, contre environ 500 milliards de dollars au milieu des années 1990. En 2005, le montant de ces avoirs était supérieur à l'encours total de leur dette publique extérieure et à la fin de 2007, il était même supérieur à leur dette extérieure totale. Au début de 2010, ces mêmes pays en développement détenaient des réserves internationales qui dépassaient leur dette publique extérieure de 20 points de pourcentage du PIB et leur dette extérieure totale de 7 points de pourcentage (graphique 2.5). Il convient néanmoins de préciser que, sur les 101 pays en développement pour lesquels des données sont disponibles, seuls 22 disposaient

de réserves internationales supérieures à leur dette extérieure totale, les 79 autres affichant encore une dette extérieure nette. Si les pays en développement en tant que groupe ne sont plus débiteurs nets, c'est donc grâce à la forte réduction de la dette et/ou à l'accumulation de réserves dans certains grands pays en développement, ce qui n'est pas le cas de la majeure partie d'entre eux.

Même s'il existe des écarts importants entre pays, en moyenne, les pays en développement sont parvenus à réduire leur ratio de dette extérieure. Cette amélioration tient à un ensemble de facteurs. Des conditions externes favorables et la rapide croissance du PIB qui en est résultée dans la période 2003-2007 ont certainement joué un rôle dans les

Dans les pays développés, le ratio aide publique/PIB a presque doublé entre 2007 et 2010.

pays à revenu moyen et à revenu faible. Les pays à revenu faible ont également bénéficié de l'allègement de leur dette au titre de l'Initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), même si l'allègement effectif obtenu dans ce cadre est sans doute inférieur aux chiffres officiels (voir *Rapport sur le commerce*

et le développement, 2008, chap. VI). Dans les pays à revenu moyen, en revanche, la réduction de la dette extérieure a découlé principalement de la vague de crises financières qui a frappé bon nombre d'entre eux, en particulier les pays émergents, dans la deuxième moitié des années 1990.

Ces crises ont révélé les graves défaillances de l'architecture financière internationale en vigueur et semé le doute quant à l'aptitude du FMI à agir comme un prêteur international de dernier recours efficace. Elles ont aussi appelé l'attention des économistes et des décideurs sur l'importance de la composition de la dette et des asymétries monétaires (Krugman, 1999; Eichengreen et Hausmann, 1999; Eichengreen, Hausmann et Panizza, 2005). On s'est rendu compte à quel point l'endettement extérieur était risqué en l'absence d'une architecture financière internationale et d'un prêteur de dernier recours qui remplissent leur rôle. En conséquence, de nombreux pays émergents ont mis en place des stratégies macroéconomiques et des stratégies de gestion de la dette spécifiquement destinées à réduire la dette extérieure.

Non seulement bon nombre de ces pays ont pu faire moins appel aux créanciers étrangers grâce à leurs excédents courants, mais ils se sont aussi attachés à améliorer le fonctionnement de leurs marchés obligataires nationaux⁷. Ils ont ainsi pu émettre d'avantage d'obligations à taux fixe libellées en monnaie nationale et étendre la durée moyenne d'échéance des titres de dette publique. Une étude récente sur le marché obligataire de 23 pays émergents montre que 70 % environ des obligations nationales (publiques et privées) sont aujourd'hui émises à taux fixe. En outre, les obligations émises sur le marché intérieur sont de plus en plus des obligations à long terme. Il ressort d'une analyse des emprunts d'État réalisée dans ces mêmes 23 pays émergents et pays en développement que l'échéance initiale moyenne de ces obligations est aujourd'hui de neuf ans, contre sept ans en 2000 (Hausmann et Panizza, 2011).

Les asymétries monétaires associées à une dette libellée en devises limitent beaucoup la marge d'action macroéconomique d'un pays. Les pays dont la balance générale des comptes présente d'importantes

asymétries tendent à avoir moins de marge d'action pour appliquer des politiques budgétaires anticycliques et prennent souvent le parti de la stabilité monétaire au détriment de la croissance de la production. En 2008-2009, la diminution des emprunts extérieurs et une rapide accumulation des réserves ont contribué à un recul des asymétries monétaires, ce qui a permis à de nombreux pays en développement d'appliquer des politiques monétaires anticycliques.

2. Contribution de facteurs non budgétaires aux crises de la dette

L'expression «crise financière» est une expression générale qui recouvre plusieurs types de crises. Il y a *crise de la dette publique* lorsqu'un gouvernement se trouve dans l'impossibilité d'honorer pleinement ses obligations en matière de service de la dette vis-à-vis de ses créanciers nationaux ou étrangers. Cette crise résulte donc de déséquilibres budgétaires devenus insupportables. On parle de *crise de la dette extérieure* lorsqu'un pays est dans l'incapacité d'assurer le service de sa dette auprès de ses créanciers étrangers. Elle est donc due à un problème de transfert extérieur (Keynes, 1929) qui peut être le signe de déséquilibres intérieurs publics ou privés. La *crise monétaire* se caractérise par une chute soudaine de la valeur de la monnaie nationale qui tombe

bien en dessous du niveau que devraient lui valoir les fondamentaux macroéconomiques du pays. Elle est généralement déclenchée par les perceptions et les attentes des marchés qui influent sur les mouvements de capitaux. Enfin, il y a *crise bancaire* lorsqu'un segment important du secteur bancaire d'un pays est soit insolvable, soit l'objet d'une panique généralisée⁸.

Si la présente section porte plus particulièrement sur les crises de la dette publique, les crises dans leurs différentes déclinaisons sont étroitement liées entre elles, l'une débouchant souvent sur l'autre. Des crises de la dette publique peuvent en effet être provoquées par les autres types de crise.

Les crises de la dette – y compris de la dette publique – ne sont pas toujours d'origine budgétaire.

Toute politique qui vise à réduire la dette publique devrait éviter de freiner la croissance du PIB.

Si l'on veut que cette question soit mieux comprise, il est utile de rappeler quelques définitions de comptabilité nationale, un peu complexes certes, mais importantes. Pour analyser l'origine des crises de la dette et l'idée selon laquelle elles résultent systématiquement de déficits budgétaires excessifs, il est bon de partir de l'équation de base de l'accumulation de la dette publique. Selon cette équation, la variation de l'encours de la dette publique est égale au déficit budgétaire accumulé pendant la période considérée, soit: $Dettet+1 - Dettet = Déficit$. Les praticiens savent que la réalité est rarement conforme à cette formule, c'est pourquoi ils utilisent l'équation ci-après:

$$\text{Variation de l'encours de la dette} = \text{Déficit} + \text{Ajustement stocks-flux}$$

Dans ce contexte, l'ajustement stocks-flux est un écart résiduel qui permet de ramener la variation de l'encours de la dette (variable de stocks) au même niveau que le déficit (variable de flux). Si le terme d'ajustement stocks-flux est connu des praticiens, il apparaît rarement dans les manuels qui décrivent l'évolution de la dette publique car on suppose souvent qu'il s'agit d'un faible montant dû, en grande partie, à une erreur de mesure. On se trompe. L'ajustement stocks-flux est, au contraire, un facteur déterminant de la croissance de la dette et, à ce titre, mérite d'être surveillé de manière beaucoup plus étroite.

Avant d'étudier la nature de l'ajustement stocks-flux, il convient de souligner que, pour évaluer les risques d'une crise de la dette, le plus important n'est pas l'encours de cette dette mais la relation entre cet encours et d'autres variables, tel le PIB, qui indiquent la capacité d'un pays de servir sa dette. Les variations du ratio dette/PIB (Δd) sont déterminées par le déficit primaire (hors charge d'intérêts) (p), le taux d'intérêt moyen à verser sur l'encours de la dette ($i \times d$), le taux de croissance économique multiplié par l'encours de la dette initiale ($g \times d$) et l'ajustement stocks-flux (sf), selon la formule suivante:

$$\Delta d = p + (i \times d) - (g \times d) + sf$$

Cette décomposition sépare le déficit primaire du montant des intérêts dus parce que les décideurs sont censés avoir un contrôle direct sur le premier mais seulement une influence indirecte sur le second. À l'aide des politiques monétaires et des politiques de change, les gouvernements peuvent agir sur le montant des intérêts dus sur la dette intérieure et extérieure, respectivement.

Cette simple décomposition inspire plusieurs réflexions. Premièrement, les décideurs ne peuvent exercer un contrôle direct que sur un (deux, si l'on tient compte des politiques en matière de taux d'intérêt) des quatre facteurs qui déterminent le taux de croissance du ratio dette/PIB d'un pays. Deuxièmement, le taux de croissance de l'économie est un élément déterminant important de ce ratio. Les politiques d'austérité budgétaire qui freinent la croissance de la production risquent donc d'entraîner une hausse du ratio dette/PIB d'un pays, même si elles parviennent à réduire le déficit primaire, ce qui n'est pas garanti⁹. Troisièmement, les autorités bud-

gétaires n'ont pas un contrôle absolu sur le déficit primaire. Comme on l'a vu dans la section précédente, les déficits primaires tendent à augmenter en période de basse conjoncture et à diminuer pendant les périodes de haute conjoncture sous l'effet des stabilisateurs économiques, tels que la baisse des recettes fiscales et l'augmentation des transferts (par exemple, les indemnités de chômage). Ainsi, la croissance du PIB n'a pas d'incidences seulement sur le

dénominateur du ratio dette/PIB mais aussi sur son numérateur.

Quatrièmement, les pays dont les taux de croissance sont supérieurs au taux d'intérêt nominal sur la dette publique peuvent réduire leur ratio dette publique/PIB même s'ils affichent un déficit primaire. Sous réserve de certaines conditions, une politique monétaire souple peut améliorer la situation de la dette d'un pays en réduisant le montant des intérêts dus sur la dette intérieure, tout en relançant la croissance du PIB. Toutefois, les pays dont la dette est libellée en monnaie étrangère ou qui n'ont pas le contrôle de leur politique monétaire peuvent voir leurs conditions d'emprunt devenir

Les déficits primaires peuvent entraîner une lente accumulation de la dette publique mais son augmentation soudaine est généralement le résultat d'une crise financière, d'une dévaluation et d'un sauvetage des banques.

soudainement beaucoup plus onéreuses en période de crise économique, précisément quand leur capacité de remboursement se trouve réduite. Cinquièmement, l'encours de la dette n'a qu'un effet minime sur la dynamique de cette dette, dans la mesure où il n'entraîne pas une hausse des taux d'intérêt. Par exemple, dans un pays où le taux d'intérêt réel est de 3 % et le taux de croissance réel du PIB de 2 %, le ratio dette/PIB initial sera multiplié par 0,01, et même un très fort accroissement de ce ratio n'aura qu'un effet faible sur la viabilité budgétaire (par exemple, si le taux d'endettement passe à 50 % du PIB, le solde primaire stabilisant augmentera de 0,5 % du PIB). Ainsi, la dette restera peut-être définitivement plus élevée, mais sans forcément suivre une trajectoire de croissance rapide. Enfin, la décomposition permet d'évaluer le rôle de l'ajustement stocks-flux dans la croissance de la dette réelle. Il semble en effet être un facteur capital dans l'accroissement rapide des dettes en temps de crise.

Les déficits primaires peuvent donc être responsables d'une lente accumulation mais rarement d'une montée soudaine de la dette publique. En ce qui concerne la crise actuelle, par exemple, le FMI (2010) estime l'augmentation du ratio moyen dette/PIB des pays développés à 35 points de pourcentage dans la période 2007-2015. De cette augmentation, 3,5 points au plus seront dus aux politiques budgétaires délibérément expansionnistes. L'explosion de la dette découle du reste fréquemment de crises bancaires et/ou monétaires qui finissent par nécessiter des plans de sauvetage publics de grande envergure ou une réévaluation rapide des encours libellés en monnaie étrangère, lesquels relèvent généralement de l'ajustement stocks-flux.

Parmi les cas récents d'explosion de la dette, on peut citer la crise islandaise. À la fin de 2007, l'Islande affichait en effet une dette publique totale qui représentait 29 % du PIB et qui a atteint près de 115 % à la fin de 2010. Cette explosion n'est pas le résultat d'une politique budgétaire irresponsable: les déficits budgétaires n'expliquent qu'un quart de l'augmentation totale de la dette (22 points sur 86 points de pourcentage du PIB) et ne sont pas non plus à mettre sur le compte d'une politique budgétaire dispendieuse. Ils sont plutôt la conséquence de la crise économique consécutive à l'effondrement des plus grandes banques islandaises. S'agissant de l'Irlande, la dette publique est passée de 25 % du PIB en 2007 à 96 % à la fin 2010. Sur les 71 points de

pourcentage d'écart, 41 correspondent aux transferts de capitaux effectués vers le secteur financier entre 2008 et 2010, 13 au reste du déficit public accumulé pendant la période, et 17 à l'ajustement stocks-flux (base de données EC-AMECO)¹⁰. L'augmentation de la dette ne peut donc pas être imputée en premier lieu à la politique budgétaire; une fois encore, les graves déficits courants de 2008-2009 sont dus à l'effondrement financier du pays et non à telle ou telle décision budgétaire.

Il existe des exemples similaires pour les pays émergents. Par exemple, le ratio dette nette/PIB du Brésil, qui était d'environ 42 % en décembre 1998, avait dépassé les 51 % en janvier 1999. Il est peu probable qu'en l'espace d'un mois, le Gouvernement brésilien ait accumulé un déficit de près de 10 % du PIB. En 2001, la dette publique argentine se situait autour de 50 % du PIB et, en 2002, elle avait largement dépassé les 160 % du PIB. Il semble, là encore, peu vraisemblable qu'en une année à peine le Gouvernement argentin ait pu augmenter son déficit de 110 points de pourcentage.

Les phénomènes d'endettement décrits ci-dessus ont des causes qui sont bien connues. En Islande et en Irlande, le gonflement de la dette publique tient au fait que les gouvernements de ces deux pays ont épongé les dettes de leur système bancaire¹¹. En Argentine et au Brésil, la hausse soudaine de la dette est due principalement aux effets de bilan négatifs liés à la dévaluation de la monnaie nationale. En 2001, plus de 90 % de la dette publique argentine était libellée en devises. Lorsque le taux de change entre peso argentin-dollar est passé, du jour au lendemain, de la parité à 3 pesos pour 1 dollar, le ratio dette/PIB argentin a quasiment triplé.

Ces phénomènes ont fortement contribué à la crise de la dette publique dans de nombreux pays. Le graphique 2.6, qui résume les principaux résultats d'une étude fondée sur des données de quelque 117 pays pour la période 1985-2004, montre l'importance de l'ajustement stocks-flux dans le gonflement de la dette (Campos, Jaimovich et Panizza, 2006). Dans le graphique, les rectangles situés au-dessous de l'axe du zéro montrent les facteurs qui contribuent à la baisse du ratio dette/PIB (principalement la croissance du PIB nominal) et les rectangles situés au-dessus, ceux qui contribuent à son augmentation. Les valeurs en ordonnée permettent de mesurer la différence entre les deux séries de rectangles et

rendent compte de l'augmentation annuelle moyenne de la dette pour chaque région au cours de la période considérée. On voit donc que le ratio moyen dette/PIB a progressé d'environ un point de pourcentage par an dans les pays développés, en Asie du Sud, en Amérique latine, en Asie de l'Est, au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Dans les pays d'Europe orientale et d'Asie centrale (pour lesquels les données commencent au début des années 90), le ratio est demeuré plus ou moins constant, tandis qu'il a baissé d'environ 3 points de pourcentage par an dans les pays d'Afrique subsaharienne.

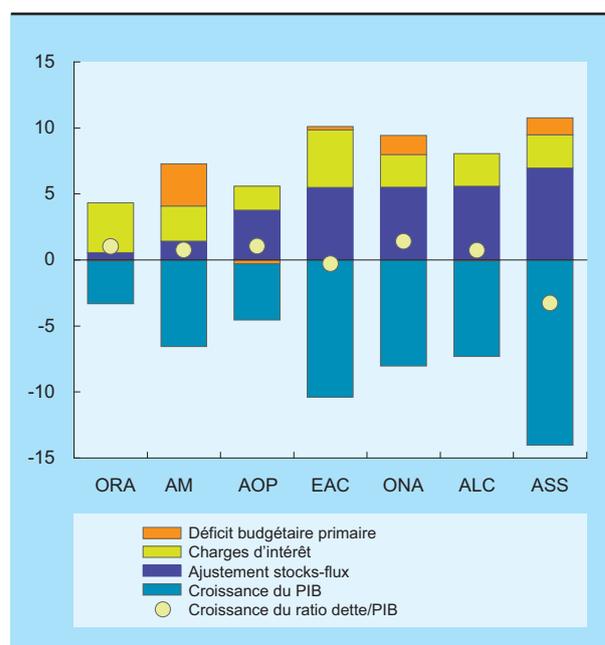
Le déficit primaire a une responsabilité relativement modeste dans le gonflement de la dette. Seules trois régions (Asie du Sud, Moyen-Orient et Afrique du Nord, et Afrique subsaharienne) ont enregistré un déficit primaire moyen supérieur à 1 % du PIB. En Asie de l'Est et dans le Pacifique, le solde primaire moyen a affiché un petit excédent, tandis que dans les autres régions, il était légèrement déficitaire. L'Asie du Sud est la seule région où le déficit primaire a joué un rôle déterminant dans l'accroissement de la dette. Dans les pays développés en tant que groupe, le budget primaire était équilibré et le poids des charges d'intérêt relativement important. Les cinq autres régions doivent la progression de la dette principalement à l'ajustement stocks-flux. Dans les pays en développement, cet ajustement a toujours été supérieur à 1 % du PIB et à la croissance moyenne de la dette. On peut donc supposer que, toutes choses étant égales par ailleurs, si cet ajustement avait été nul, toutes ces régions auraient vu baisser leur ratio d'endettement pendant la période. C'est pourquoi, l'ajustement stocks-flux, loin d'être un écart résiduel négligeable, est en fait un élément déterminant de la croissance de la dette aussi bien dans les pays en développement que dans les pays développés.

Quels sont les facteurs responsables de l'ajustement stocks-flux? L'erreur de mesure peut en être un, étant donné que les données relatives au niveau et à la composition de la dette publique tendent à être de piètre qualité (Panizza, 2008) et obtenues de diverses sources qui diffèrent souvent de celles utilisées pour réunir des données budgétaires. Toutefois, si l'écart entre les déficits et la variation de la dette était dû uniquement à des erreurs de mesure aléatoires, les erreurs positives compenseraient les erreurs négatives, et l'ajustement stocks-flux serait quasiment nul à long terme. Or, selon les chiffres, il n'en est rien. La moyenne à long terme de l'ajustement

Graphique 2.6

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DU RATIO DETTE/PIB, 1985-2004

(En pourcentage)



Source: Campos, Jaimovich et Panizza, 2006.

Note: IND: pays membres de l'OCDE à revenu élevé; SAS: Asie du Sud; EAP: Asie de l'Est et Pacifique; ECA: Europe et Asie centrale; MNA: Moyen-Orient et Afrique du Nord; LAC: Amérique latine et Caraïbes; SSA: Afrique subsaharienne. Dans la plupart des pays en développement, la période examinée s'étend de 1985 à 2003.

stocks-flux tend en effet à être positive et élevée. Campos, Jaimovich et Panizza (2006) montrent que, dans les pays très endettés en devises, il existe une corrélation entre la dépréciation de la monnaie nationale et l'augmentation du ratio dette/PIB. Cette observation, qui est corroborée par l'expérience de l'Argentine et du Brésil décrite plus haut, confirme que les effets de bilan liés aux asymétries budgétaires peuvent effectivement avoir des conséquences très fâcheuses pour la viabilité de la dette. La même étude relève également que les crises bancaires sont souvent suivies de fluctuations soudaines de l'ajustement stocks-flux. Dans une autre étude, qui s'appuie sur des données remontant au XIXe siècle, Reinhart et Rogoff (2010) constatent que les crises bancaires tendent à précéder les crises de la dette souveraine et qu'elles sont un indicateur fiable de la défaillance des États. L'ajustement stocks-flux peut aussi être lié à l'incapacité des gouvernements de suivre l'évolution

et de rendre compte de leurs passifs éventuels (dont certains résultent d'emprunts excessifs contractés par les autorités locales).

Améliorer la transparence des comptes budgétaires contribuerait à résoudre ce problème. À cette fin, les gouvernements pourraient adopter, entre autres choses, un cadre de gestion actifs-passifs qui leur permettrait de suivre l'évolution des comptes publics dans leur ensemble. Plus généralement, les

asymétries monétaires et les passifs éventuels du secteur financier constituent un risque budgétaire considérable pour les gouvernements qu'ils rendent vulnérables aux chocs macroéconomiques. Il serait donc souhaitable que ces gouvernements adoptent une approche dynamique et macroéconomique des comptes budgétaires et de la dette publique et que les risques financiers privés soient soumis non seulement à des règles microprudentielles mais fassent aussi l'objet d'une surveillance macroprudentielle.

D. Conclusions

L'austérité budgétaire qui est aujourd'hui devenue un leitmotiv dans de nombreux pays est peu judicieuse car elle risque de traiter les symptômes, sans attaquer le mal à la racine. Dans presque tous les pays, le déficit budgétaire est le résultat, et non la cause, de la crise financière mondiale. Avant la crise, rares étaient les pays à afficher d'importants déficits budgétaires; certains étaient même excédentaires. Les déficits d'aujourd'hui sont le résultat inévitable de l'entrée en action des stabilisateurs automatiques et des mesures prises pour contrer les effets de la crise, notamment les plans de relance budgétaire qui ont entraîné une augmentation des dépenses publiques, la baisse des taux d'imposition et le sauvetage des institutions financières à l'aide de fonds publics. Il ressort de l'observation des faits dans différents pays et différentes régions que la crise a été fondamentalement causée par la dégradation de la compétitivité nationale et par les déséquilibres du secteur privé, qui sont étroitement liés au dysfonctionnement du secteur financier dans les pays développés. Ces causes profondes ne sont pas traitées par les plans d'austérité budgétaire qui sont aujourd'hui privilégiés dans certains pays. Pire encore, en écartant ces causes profondes et en braquant l'attention sur ce qu'il est convenu d'appeler le laxisme budgétaire pratiqué par d'autres pays, qui pourrait à son tour conduire à l'austérité, on aggrave les risques d'arrêt, voire d'inversion de la reprise économique.

En ce qui concerne les déficits budgétaires et la dette publique actuels, on constate que même s'ils représentent aujourd'hui une proportion relativement élevée du PIB dans certaines parties du monde – et surtout dans certains pays développés –, dans bon nombre de pays ils ne sont pas considérables au regard de l'expérience passée. Les chiffres montrent en effet que, dans toutes les régions du monde, le montant des paiements au titre des intérêts de la dette publique exprimé en pourcentage du PIB était plus faible en 2010 qu'il ne l'a jamais été au cours des treize dernières années. À quelques exceptions près dues à des circonstances extrêmes, les taux d'intérêt sont demeurés plutôt bas, et ce, malgré le gonflement de la dette publique. Même dans les pays développés, qui affichent de loin le plus fort ratio dette/PIB, les remboursements d'intérêt ont été nettement inférieurs en 2010 à ce qu'ils étaient à la fin des années 1990 (2,7 % du PIB contre 4,4 %).

Les décideurs ne devraient pas seulement se concentrer sur l'encours de la dette. Il leur faut examiner les rapports entre cet encours et les variables de flux, parmi lesquels les taux d'intérêt et les recettes budgétaires qui jouent sur la capacité d'un pays d'honorer sa dette. Un facteur essentiel qui influe sur l'évolution du poids de la dette publique est la progression du PIB: il est quasiment impossible de faire baisser un ratio dette/PIB élevé lorsqu'une

économie stagne, sauf à obtenir une réduction sensible de la dette. Le déficit (ou excédent) budgétaire d'un pays doit donc être considéré dans une optique plus globale et plus dynamique, dans le contexte de ses incidences sur la viabilité de la position financière du pays et sur les perspectives de stabilité et de croissance économiques de ce dernier. De

ce point de vue, la composition des recettes et des dépenses budgétaires et de nombreuses autres variables ayant des incidences sur la marge d'action budgétaire d'un pays sont également importantes. Ces questions sont examinées dans le chapitre suivant. ■

Notes

- 1 La doctrine Lawson tire son nom de l'ancien Ministre des finances britannique, Nigel Lawson, qui, en 1988, a prononcé un discours sur le déficit de la balance des paiements courants du Royaume-Uni. M. Lawson y avait déclaré que la situation de son pays était bonne car le déficit de la balance des paiements courants s'expliquait par les emprunts du secteur privé et non pas par ceux du secteur public. Le Royaume-Uni est entré en forte récession peu après ce discours. Au sens strict, la doctrine Lawson (aussi appelée doctrine Lawson-Robichek, Walter Robichek étant un haut responsable du FMI des années 1970 qui avait formulé cette doctrine bien avant Lawson) s'applique aux emprunts à l'étranger et à l'accumulation de graves déficits extérieurs, mais des arguments analogues sont souvent utilisés pour justifier l'accumulation considérable de dettes intérieures privées.
- 2 L'épargne publique correspond au solde courant, qui est égal aux recettes courantes moins les dépenses courantes (y compris les intérêts débiteurs nets).
- 3 Une distinction doit être faite entre l'aide approuvée, le montant effectivement utilisé et l'élément d'aide en faveur des institutions financières. Selon la Commission, l'aide approuvée correspond au plafond de l'aide que les États membres sont autorisés à accorder aux institutions financières. Le montant effectivement utilisé correspond au montant effectif de l'aide que les États membres ont affecté à un programme précis ou à une institution financière particulière. Enfin, l'élément d'aide correspond à l'avantage monétaire accordé à des banques en particulier, soit par le biais de programmes, soit par des interventions ad hoc. Dans la plupart des cas, l'aide est bien inférieure au montant utilisé car la totalité du montant effectivement utilisé ne peut être considérée comme un avantage conféré au bénéficiaire. Par exemple, l'élément d'aide d'une garantie est l'avantage correspondant à la différence entre la commission de garantie proposée par un État membre et celle proposée par le marché. Toutefois, dans certains cas, il peut s'avérer difficile de déterminer le montant exact de l'élément d'aide en raison du manque d'information sur les prix du marché. Par conséquent, les États membres et la Commission ont utilisé des méthodes indirectes (Commission européenne, 2010a).
- 4 D'après les estimations récentes, le coût total pour le Gouvernement fédéral des États-Unis s'élèvera à 19 milliards de dollars ou moins (Congressional Budget Office, 2011). Dans les 27 pays de l'UE, l'aide d'État au secteur financier accordée en 2008 et 2009 a représenté environ 1,7 % et 3 %, respectivement, du PIB de ces pays (Commission européenne, 2009 et 2010b). En Suisse, le Gouvernement a enregistré un bénéfice de 1,1 milliard de dollars en vendant sa participation qu'il avait prise dans le capital d'UBS en août 2009 suite à la crise.
- 5 La classification des pays en groupes de revenu est celle qui est appliquée par la Banque mondiale, les données utilisées dans cette section étant issues principalement des banques de données de l'institution.
- 6 Le ratio moyen dette/PIB donne un résultat similaire tandis qu'en moyenne pondérée, le ratio dette/PIB des pays développés est encore plus élevé, principalement à cause du taux d'endettement élevé du Japon.
- 7 Certaines dettes émises sur le marché intérieur peuvent être détenues par des non-résidents et, de ce fait, être comptabilisées en dette extérieure. Il convient donc de ne pas confondre la dette extérieure avec la dette libellée en devises ou avec la dette émise sur les marchés internationaux.

- 8 À cette liste, Reinhart et Rogoff (2009) ajoutent les périodes de forte inflation.
- 9 Une manière d'évaluer les incidences de la croissance du PIB sur les ratios d'endettement est de comparer le ratio effectif dette/PIB avec le ratio dette/PIB que l'on obtiendrait en mesurant la dette réelle par rapport au PIB tendanciel, estimé à partir du taux de croissance enregistré au cours des vingt années précédentes. Appliqué aux pays développés, ce calcul montre qu'en 2010, le ratio dette/PIB tendanciel était d'environ 15 points de pourcentage inférieur au ratio dette réelle/PIB. La différence entre ces deux ratios est encore plus importante (20 points de pourcentage) si l'on considère seulement
- les pays européens aujourd'hui en difficulté dans ce domaine (par exemple, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et le Portugal).
- 10 À la différence de la plupart des autres pays, l'Irlande a comptabilisé le sauvetage des banques dans la rubrique budgétaire des transferts de capitaux. Dans cet exemple, la plupart des coûts de la crise bancaire ne sont donc pas inclus dans l'ajustement stocks-flux.
- 11 L'augmentation de la dette nette de ces pays est plus faible que l'augmentation de leur dette brute parce que leur gouvernement a reçu des actifs (dont la valeur réelle est toutefois probablement bien inférieure à leur valeur nominale) en échange de la reprise des dettes des banques.

Bibliographie

- Abdih Y., López-Murphy P., Roitman A. et Sahay R. (2010). The cyclicalité of fiscal policy in the Middle East and Central Asia: Is the current crisis different? Document de travail du FMI, no 10/68. Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- Aglietta M. (2011). Ne pas confondre symptômes et maladie. In: Lorenzi J.-H., éd., *À la Recherche de la Nouvelle Croissance*. Le Cercle des Économistes, Descartes & Cie, Paris, mars.
- Bacha E. (2011). Além da tríade: como reduzir os juros. In: Bacha E. et de Bolle M., éd., *Novos Dilemas de Política Econômica: Ensaio em Homenagem a Dionisio Dias Carneiro*. LTC Editora, Rio de Janeiro.
- Banque mondiale (2009). *Global Economic Prospects 2009: Commodities at the Crossroads*, Washington, D. C.
- Brixiova Z., Ndikumana L. et Abderrahim K. (2010). Supporting Africa's post-crisis growth: The role of macroeconomic policies. Working Paper Series No. 117, Groupe de la Banque africaine de développement, Tunis, Tunisie.
- Campos C., Jaimovich D. et Panizza U. (2006). The unexplained part of public debt. *Emerging Markets Review*, 7(3): 228-243, Elsevier.
- CBO (Congressional Budget Office) (2011). Report on the Troubled Asset Relief Program, mars 2011. Washington, D. C., Congrès des États-Unis. Voir: <http://www.cbo.gov/ftpdocs/121xx/doc12118/03-29-TARP.pdf>.
- CEPALC (Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes) (2009). *Economic Survey of Latin America and the Caribbean*. Santiago du Chili.
- CNUCED (2006). *Rapport sur le commerce et le développement, 2006. Partenariat mondial et politiques nationales de développement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.06.II.D.6, New York et Genève.
- CNUCED (2008). *Rapport sur le commerce et le développement, 2008. Prix des produits de base, flux de capitaux et financement de l'investissement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.08.II.D.21, New York et Genève.

- Commission européenne (2009). *Rapport de la Commission: Tableau de bord des aides d'État – Rapport sur les aides d'État accordées par les États membres de l'UE*, Mise à jour de l'automne 2009. Bruxelles. Voir: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0661:FIN:FR:PDF>.
- Commission européenne (2010a). *Report on State Aid Granted by the EU Member States*, Bruxelles, 1er mai 2010.
- Commission européenne (2010b). Facts and figures on State aid in the Member States. Accompagnant le *Rapport de la Commission: Tableau de bord des aides d'État – Rapport sur les aides d'État accordées par les États membres de l'UE*, Mise à jour de l'automne 2010. Document de travail des services de la Commission. Bruxelles, Belgique. Voir: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0701:FIN:FR:PDF>. Consulté le 24 mai 2011.
- Commission européenne (2011). *Annual Macroeconomic (AMECO) Database*. Affaires économiques et financières, Banques de données et indicateurs économiques. Voir: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/ziped_en.htm.
- Eichengreen B. et Hausmann R. (1999). Exchange rates and financial fragility. Document présenté à l'occasion du Symposium on New Challenges for Monetary Policy, 26–28 août, Jackson Hole, WY.
- Eichengreen B., Hausmann R. et Panizza U. (2005). The Pain of Original Sin. In: Eichengreen B. et Hausmann R., éd., *Other People's Money*, Chicago University Press.
- FMI (2010). *Perspectives de l'économie mondiale*, automne. Washington, D. C.
- Gouvernement des États-Unis (2011). Recovery.gov, Track the Money. Voir: www.recovery.gov/Pages/default.aspx.
- Gouvernement irlandais (2010). *Budget 2011: Economic and Fiscal Outlook*. Department of Finance, Dublin. Voir: <http://budget.gov.ie/budgets/2011/Documents/Economic%20and%20Fiscal%20Outlook.pdf>.
- Hausmann R. et Panizza U. (2011). Redemption or abstinence? Original sin, currency mismatches and counter cyclical policies in the new millennium. *Journal of Globalization and Development*. (à paraître).
- Heuty A. et Aristi J. (2010). Fool's gold: Assessing the performance of alternative fiscal instruments during the commodities boom and the global crisis. New York, NY, Revenue Watch Institute.
- Hur S. K., Jha S., Park D. et Quising P. (2010). Did fiscal stimulus lift developing Asia out of the global crisis? A preliminary empirical investigation. ADB Economics Working Paper Series, Banque asiatique de développement, Manille.
- Kasekende L., Brixiová Z. et Ndikumana L. (2010). Africa: Africa's counter-cyclical policy responses to the crisis. *Journal of Globalization and Development*, 1(1).
- Keynes J. M. (1929). The German Transfer Problem: The Reparation Problem: A Discussion; II. A Rejoinder: Views on the Transfer Problem; III. A Reply. *Economic Journal*, 39, mars: 1er-7; juin: 172-178; septembre: 404-408.
- Koo R. (2010). Learning wrong lessons from the crisis in Greece. Nomura Securities Co Ltd, Japanese Equity Research – Flash Report, Tokyo, 15 juin.
- Krugman P. (1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. *International Tax and Public Finance*, 6(4): 459-472. Springer.
- Lara Resende A. (2011). Juros: equívoco ou jabuticaba? *Valor Econômico*, 16 juin.
- OCDE (2009). Fiscal packages across OECD countries: Overview and country details. Paris, mars.
- Osakwe P. N. (2011). Africa and the global financial and economic crisis: Impacts, responses and opportunities. In: Dullien S., Kotte D., Marquez A. et Priewe J., éd., *The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries*. Genève et Berlin, CNUCED et Hochschule für Technik und Wirtschaft.
- Panizza U. (2008). Domestic and external public debt in developing countries. Document de travail no 188, CNUCED, Genève.
- Ponomarenko A. A. et Vlasov S. A. (2010). Russian fiscal policy during the financial crisis. Helsinki, Institute for Economies in Transition, Banque de Finlande, juillet.
- Prasad E. et Sorkin I. (2009). Assessing the G-20 stimulus plans: A deeper look. Washington, D. C., Brookings Institution.
- Reinhart C. et Rogoff K. (2009). *This Time is Different*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Reinhart C. et Rogoff K. (2010). Growth in a time of debt. Document préparé pour l'American

- Economic Review Papers and Proceedings, 7 janvier. Princeton, NJ, Princeton University.
- Torre A. D. L., Sinnott E. et Nash J. (2010). Natural Resources in Latin America and the Caribbean: Beyond Booms and Busts? Washington, DC, Banque mondiale.
- Villafuerte M., López-Murphy P. et Ossowski R. (2010). Riding the roller coaster: Fiscal policies of nonrenewable resource exporters in Latin America and the Caribbean. Document de travail du FMI, no 10/251, Fonds monétaire international, Washington, D. C.

Chapitre III

MARGE D'ACTION BUDGÉTAIRE, VIABILITÉ DE L'ENDETTEMENT ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE

A. Introduction

La crise financière et économique mondiale a posé des problèmes importants de politique macroéconomique, concernant la réponse budgétaire qu'il convenait d'apporter et l'ampleur, la nature et la durée de celle-ci. Si un large consensus a d'abord prévalu sur la nécessité de politiques macroéconomiques volontaristes pour soutenir la demande, bon nombre de décideurs se sont maintenant détournés des mesures de relance budgétaire au profit de politiques de rééquilibrage budgétaire. Le débat actuel en matière de politiques publiques concerne les mesures qui devraient être prises pour atteindre les objectifs communément acceptés de sortie de la crise et d'amélioration des comptes budgétaires, ainsi que l'échelonnement de ces mesures. Ce débat révèle, ouvertement ou implicitement, des points de vue différents sur le fonctionnement de l'économie et le rôle des gouvernements. D'aucuns considèrent que les politiques budgétaires ont le plus souvent un impact limité ou peu utile, en partant du principe qu'il existe une corrélation négative entre dépenses publiques et dépenses privées. Selon ce point de vue, toute réorientation de l'action du secteur public est contrebalancée par un réajustement des dépenses du secteur privé. À l'opposé, d'autres soutiennent que la politique budgétaire est l'outil le plus indiqué pour tirer une économie de la récession.

Pour évaluer comme il convient le rôle de la politique budgétaire, il faut considérer celle-ci dans une optique macroéconomique et dynamique, en tenant compte de son incidence sur le revenu total

et l'accroissement du PIB, et donc sur les recettes budgétaires. Une politique budgétaire restrictive dont l'objectif est de rééquilibrer les finances publiques peut ne pas réussir du simple fait qu'une économie nationale ne fonctionne pas comme un ménage. Cette analogie même recèle un sophisme de composition: s'il est possible à un agent économique isolé d'augmenter son épargne en dépensant moins car une réduction de ses dépenses n'aura pas d'incidence sur ses revenus, il n'en va pas de même pour les gouvernements.

On entend souvent dire pour justifier la compression des dépenses que la marge d'action budgétaire pour poursuivre des mesures de relance est épuisée, bien que l'on admette que ces politiques ont été utiles aux premiers temps de la crise. Mais cet argument ne tient pas compte du fait que la marge d'action budgétaire n'est pas une variable statique. Ce serait une erreur de la considérer comme étant déterminée de façon exogène plutôt que comme une variable en grande partie endogène. Une politique budgétaire active peut influencer sur l'équilibre budgétaire en changeant la situation macroéconomique par ses effets sur les revenus du secteur privé, car ces revenus produisent des recettes budgétaires. En outre, il est possible d'augmenter les effets économiques des politiques budgétaires en changeant la composition des dépenses ou des recettes publiques de façon à maximiser leurs effets multiplicateurs, sans nécessairement modifier le montant total des dépenses ou l'équilibre budgétaire. Inversement, des politiques de

rééquilibrage qui pèsent sur la croissance et l'investissement productif peuvent à la longue réduire la marge d'action budgétaire.

De fait, on commet très souvent l'erreur, dans le débat sur les politiques budgétaires, de confondre les mesures avec leurs résultats. Le rééquilibrage budgétaire, autrement dit l'amélioration de l'équilibre des finances publiques, constitue en réalité le résultat d'une politique, mais il est généralement confondu avec le resserrement budgétaire, qui constitue une mesure. Or, si une politique de resserrement budgétaire (mesures consistant à augmenter les impôts et/ou diminuer les dépenses) peut améliorer l'équilibre du budget, elle peut tout aussi bien dégrader celui-ci. Par ailleurs, un rééquilibrage budgétaire peut aussi être obtenu par une politique budgétaire expansionniste. Le résultat final sera fonction des effets macroéconomiques des mesures budgétaires, en particulier sur la croissance économique et, de là, sur les recettes budgétaires. Le rééquilibrage budgétaire attendu de certaines politiques doit donc être clairement différencié des politiques d'assainissement ou d'expansion budgétaire proprement dites.

En outre, le cas des pays riches en ressources naturelles mérite une attention particulière. Dans la plupart de ces pays, les recettes publiques dépendent en grande partie des industries extractives et sont donc exposées à la volatilité des prix internationaux des produits de base. Cela pose des problèmes inédits sur le plan des politiques du fait de l'instabilité extrême de leurs ressources budgétaires et de l'épuisement à terme de leur source de revenus. De plus, l'insuffisance des effets de compensation (absence de stabilisateurs automatiques notamment) en période de déséquilibre budgétaire fait que les gouvernements de ces pays ont tendance à adopter des politiques budgétaires procycliques. Tout ceci se conjugue à une augmentation tendancielle de la valeur de la monnaie qui a des effets néfastes sur l'industrie manufacturière nationale – ce que l'on appelle aussi le «syndrome hollandais».

Enfin, des interprétations diverses de la notion de marge d'action budgétaire, et des opinions divergentes sur l'adéquation des politiques menées pour sortir de la crise, se traduisent par des controverses sur les risques liés au gonflement de la dette publique et la manière d'aborder les problèmes de viabilité budgétaire. Tout d'abord, il est utile de rappeler une évidence souvent oubliée, à savoir que différents

types d'action sont nécessaires face à différents types de crise de la dette. Réagir par un resserrement budgétaire à une crise provoquée par un excès d'emprunt privé ne semble pas la politique la plus judicieuse, en particulier si la crise est associée à un repli des marchés des actifs ayant des effets de contraction sur l'économie. Même face aux crises provoquées par une politique budgétaire irresponsable, l'intervention nécessaire à court terme peut être différente de ce qui devra être mis en œuvre à long terme.

Il existe aussi des différences importantes pour ce qui est de la gestion des crises de la dette, en fonction de la monnaie dans laquelle la dette est libellée. Lorsque la dette souveraine est libellée dans la monnaie nationale, le risque de défaut pur et simple est moins prononcé car les pouvoirs publics ont toujours la solution de monétiser la dette publique, à moins que des restrictions rigides ne soient imposées sur son financement par la banque centrale. Bien évidemment, en fonction de la situation macroéconomique générale, une intervention de cette nature peut avoir une incidence sur les prix des biens et des actifs (y compris le taux de change), avec à la clef des effets de redistribution, notamment. Si la dette publique est libellée en devises, les contraintes sont plus importantes, et il peut être nécessaire d'envisager les conséquences d'une insolvabilité à plus ou moins longue échéance. L'expérience de différents mécanismes de règlement des crises de la dette montre que leurs coûts et avantages respectifs varient. En général, il apparaît cependant que les défauts souverains sont moins coûteux qu'on ne le pense couramment, que ce soit pour les débiteurs ou pour les créanciers.

Les sauvetages de pays confrontés à des contraintes extérieures et qui ont du mal à assurer le service de leur dette ont démontré leur relative innocuité. On croit souvent que venir en aide à un pays qui n'a pas accès au marché du crédit volontaire va entraîner des coûts pour l'institution prêteuse (ou pour les contribuables qui la financent quand il s'agit d'un organisme public, ce qui est normalement le cas). C'est rarement ce qui se passe en réalité car le pays en difficulté rembourse la plupart du temps sa dette¹. Une stratégie qui tenterait de réduire ces coûts en imposant des taux d'intérêt exorbitants sur les prêts d'urgence peut d'ailleurs avoir un effet inverse, parce qu'elle validera les attentes des marchés et augmentera en définitive les risques de non-remboursement par le pays en crise.

La compréhension que l'on a des crises de dette souveraine récentes – antérieures à la crise actuelle – est tirée principalement de l'expérience de pays en développement. Les données empiriques montrent que les politiques restrictives suivies dans ces pays n'ont pas été un franc succès, et que la viabilité de la dette a été assurée en soutenant la croissance économique, même si une certaine forme d'allègement de la dette a aussi été indispensable dans plusieurs cas.

Dans ce contexte, la section ci-après examine les principaux défis liés à la récession en termes de politiques budgétaires, en l'occurrence les pressions prématurées qui s'exercent en faveur de restrictions

budgétaires aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement. Le problème de la marge d'action budgétaire est traité à la section C, en insistant sur le fait que les gouvernements ont besoin de suffisamment de marge de manœuvre pour réaliser les objectifs de leurs politiques publiques sans qu'il en résulte un endettement non viable. Le rôle de la politique monétaire pour dégager cette marge budgétaire est aussi souligné. La section D analyse la question du gonflement de la dette publique, y compris les politiques visant à prévenir les crises de la dette publique et celles nécessaires pour remédier à ce type de crises.

B. Les problèmes de politique budgétaire

Les politiques budgétaires sont longtemps restées marginales en tant qu'outil macroéconomique. On les considérait comme inefficaces, irréalistes et superflues: inefficaces car, pensait-on, tout changement dans les dépenses publiques serait compensé par un changement concomitant dans les dépenses privées; irréalistes car on mettrait plus de temps à concevoir et appliquer une politique budgétaire, et à en obtenir des effets, que n'en durerait n'importe quelle récession; et superflues car les politiques monétaires paraissaient suffisantes pour conserver à la fois une inflation faible et un écart de production stable.

La crise a nourri une nouvelle réflexion sur les idées macroéconomiques, la politique monétaire affichant certaines limites et les gouvernements étant de nouveau perçus comme des acheteurs et des emprunteurs en dernier ressort (Blanchard, Dell'Ariccia et Mauro, 2010). Il semble cependant que l'acceptation de mesures de relance budgétaire à court terme n'ait pas été le fait d'une révision des principes macroéconomiques, mais seulement d'un accord sur la nécessité d'une action budgétaire

temporaire face à une situation exceptionnelle. Les principaux décideurs en sont revenus aujourd'hui à une vision traditionnelle, en cautionnant de nouveau les politiques de rééquilibrage budgétaire. Dans la plupart des pays développés, leur priorité est de réduire le niveau selon eux excessif de la dette publique, même s'ils admettent que la reprise a été limitée et demeure fragile. Ils préconisent aussi un rééquilibrage budgétaire dans les pays en développement, qui ont généralement des ratios d'endettement nettement plus bas que la plupart des pays développés et ont retrouvé leurs taux de croissance d'avant la crise. On considère en effet que ces pays doivent éviter la surchauffe et reconstituer des réserves budgétaires qui pourront être utilisées si un nouvel épisode de crise devait se produire, par exemple si les conditions qui ont permis la reprise venaient à disparaître. Et même les pays qui n'ont pas fait appel à la relance budgétaire au moment de la crise, parce qu'ils avaient lancé des programmes de rééquilibrage précocement avec l'appui du FMI et/ou de l'UE, se voient demander de poursuivre dans cette voie (FMI, 2011a). Il existe enfin des problèmes de politique budgétaire spécifiques aux pays en développement

riches en ressources naturelles, où cette politique a souvent un caractère procyclique, en phase avec l'évolution des prix des produits de base.

1. **Stratégies de sortie de crise et retour à un objectif de rééquilibrage budgétaire**

Le retour proposé à un objectif d'austérité budgétaire soulève plusieurs questions interdépendantes – d'ordre empirique aussi bien que théorique – concernant la nécessité du rééquilibrage budgétaire, les moyens utilisés pour l'obtenir et les conséquences économiques de cette stratégie. Il y a au départ l'idée que la marge d'action budgétaire est déjà épuisée ou le sera bientôt, en particulier dans les pays développés. D'aucuns pensent en effet que les ratios de la dette ont déjà atteint un point au-delà duquel la solvabilité budgétaire serait menacée, ou qu'ils s'en rapprochent. Passé ce point, les États ne parviendraient plus à dégager un solde primaire suffisant pour couvrir le paiement d'intérêts toujours croissants. Cela signifie que le ratio dette publique/PIB augmenterait sans limites (Ostry *et al.*, 2010). On peut objecter cependant que ce seuil d'endettement est difficile à déterminer, dans la mesure où il faut tenir compte du taux d'intérêt actuel, de la croissance économique et du solde budgétaire primaire. *Primo*, le taux d'intérêt constitue en lui-même une variable de la politique macroéconomique, et cela signifie que la politique monétaire peut avoir des effets non négligeables sur la viabilité de l'endettement. *Secundo*, tant la croissance du PIB que le solde primaire peuvent être influencés par des dépenses publiques financées par la dette, les recettes fiscales augmentant avec l'accroissement du revenu national. En d'autres termes, l'augmentation à court terme des ratios dette/PIB n'est peut-être que temporaire, et cet accroissement pourrait bien être décisif pour dynamiser la croissance du PIB et réduire la charge de la dette à long terme.

Abordant la question d'un point de vue différent, mais complémentaire de celui d'Ostry *et al.* (2010), certains auteurs ont estimé le seuil du ratio dette publique/PIB qu'un pays ne pourrait

pas dépasser sans effets négatifs sur son taux de croissance qui eux-mêmes compromettraient sa solvabilité budgétaire. D'après ces estimations, le niveau critique se situe à 90 % du PIB pour les pays développés et 60 % pour les pays émergents ayant adopté l'économie de marché (Reinhart et Rogoff, 2010). La constatation selon laquelle les pays en développement sont tenus par un ratio dette publique/PIB plus bas semble être associée à leur propension à émettre de la dette libellée en devises et au fait que leur dette est détenue par des créanciers étrangers. Nersisyan et Wray (2010) ont constaté à partir de 216 observations que dans seulement 5 cas le ratio dette/PIB était supérieur à 90 %. Cela ne constitue pas un échantillon assez large pour conclure que des ratios dette/PIB élevés sont corrélés à des niveaux faibles de croissance économique. Surtout, l'existence d'une corrélation n'implique pas nécessairement un lien de cause à effet.

Le FMI, bien que favorable aux politiques anticycliques au début de la crise, soutient résolument les programmes d'austérité qui sont appliqués aujourd'hui par bon nombre de pays. D'après la pensée dominante, un ratio d'endettement

jusqu'alors considéré comme viable peut devenir non viable si, au-delà d'un certain point, les primes de risque font augmenter les taux d'intérêt ou entravent la reconduction normale de la dette parvenant à maturité, par effet de prophétie autoréalisatrice. Mais comme les marchés financiers portent une plus grande attention aux faiblesses budgétaires, il n'en reste pas

moins urgent, d'après ce point de vue, d'éviter une perte de confiance généralisée dans la solvabilité budgétaire qui aurait des effets de coût considérables. Il s'agit donc de retrouver de la crédibilité au moyen d'un «plan convaincant de réduction des déficits» permettant d'enrayer l'augmentation des ratios de la dette publique; à défaut, la dette des pays développés atteindra 115 % du PIB d'ici à 2015. C'est pourquoi le FMI estime que les «stratégies budgétaires doivent viser à réduire de façon progressive, mais régulière et significative, les ratios de la dette publique» (FMI, 2010a: 4). D'après le FMI et l'opinion dominante, le risque d'une crise de confiance dans les marchés financiers serait plus sérieux que celui d'une récession à double creux, car, estime-t-on, la demande

Dans les pays développés, face à des dettes publiques élevées les politiques budgétaires passent de mesures de relance à des mesures d'austérité.

privée est en voie de rétablissement durable dans les pays développés et se substitue à la demande publique (FMI, 2011b). Il serait donc possible, d'après cette logique, de resserrer les politiques budgétaires sans que cela compromette la reprise mondiale.

À supposer même que la priorité immédiate soit de contenir le ratio dette publique/PIB, cela peut être effectué en réduisant le numérateur (le montant de la dette), en augmentant le dénominateur (le PIB courant) ou en parvenant à combiner les deux options. La stratégie qui a la faveur de l'orthodoxie dominante est de diminuer la dette, en dépit du fait que les politiques choisies pour ce faire peuvent aussi avoir des effets négatifs sur la croissance du PIB. De fait, même parmi les tenants de l'assainissement budgétaire, on admet que «le rééquilibrage budgétaire provoque généralement des effets restrictifs à court terme» (Bornhorst *et al.*, 2010: 7; voir aussi FMI, 2010b). On part cependant du principe que ces coûts à court terme sont limités et temporaires, et sont largement inférieurs aux coûts à long terme qui seraient encourus sans ce rééquilibrage budgétaire.

A l'aide de son modèle monétaire et budgétaire mondial intégré, le FMI a mesuré l'incidence des mesures d'ajustement budgétaire dans les pays développés et a estimé qu'un «rééquilibrage budgétaire égal à 1 % du PIB réduit généralement le PIB réel d'environ 0,5 % après deux ans» (FMI, 2010b: 98). D'après cette simulation, le type de mesure de rééquilibrage appliqué influe sur le coût final: un ajustement par réduction des dépenses aurait moins d'effet de contraction qu'un ajustement par augmentation de la fiscalité². La différence ne provient pas d'une disparité des multiplicateurs associés à des impôts plus élevés ou des dépenses réduites, mais de l'idée selon laquelle ces dernières vont généralement de pair avec une vaste relance monétaire, ce qui fait baisser le taux d'intérêt, entraîne une dépréciation de la monnaie et crée des exportations nettes. Par ailleurs, le FMI part du principe que les banques centrales sont généralement peu disposées à réduire les taux d'intérêt quand un resserrement de la politique budgétaire est entrepris en augmentant la fiscalité, car la hausse des impôts indirects ferait monter les prix (FMI, 2010b)³. Ainsi, les calculs du FMI qui font apparaître un coût relativement faible des mesures de rééquilibrage budgétaire en termes de croissance du PIB ne mesurent pas l'effet de ces mesures en tant que telles, mais bien plutôt l'effet d'un ensemble constitué d'un ajustement budgétaire

axé sur les dépenses et d'une expansion monétaire, avec une progression nette des exportations. En outre, on présume qu'une revalorisation de leur monnaie et une dégradation de leur balance commerciale seront acceptées par les partenaires commerciaux. Cela soulève le problème de la simultanéité des processus de rééquilibrage budgétaire, car tous les pays ne peuvent pas développer leurs exportations nettes au même moment. Sans les facteurs compensatoires précités, le coût estimatif de l'austérité budgétaire pour le PIB serait sensiblement plus élevé. Ainsi, si les taux d'intérêt ne sont pas abaissés, une diminution des dépenses équivalente à 1 % du PIB aboutit à une perte de production de 1,1 % la première année et de 1 % la deuxième année. Si de surcroît le reste du monde procède à un rééquilibrage budgétaire au même moment, la contraction du PIB sera deux fois plus forte (2 %) les deux premières années, et l'effet défavorable induit durera cinq ans (FMI, 2010b).

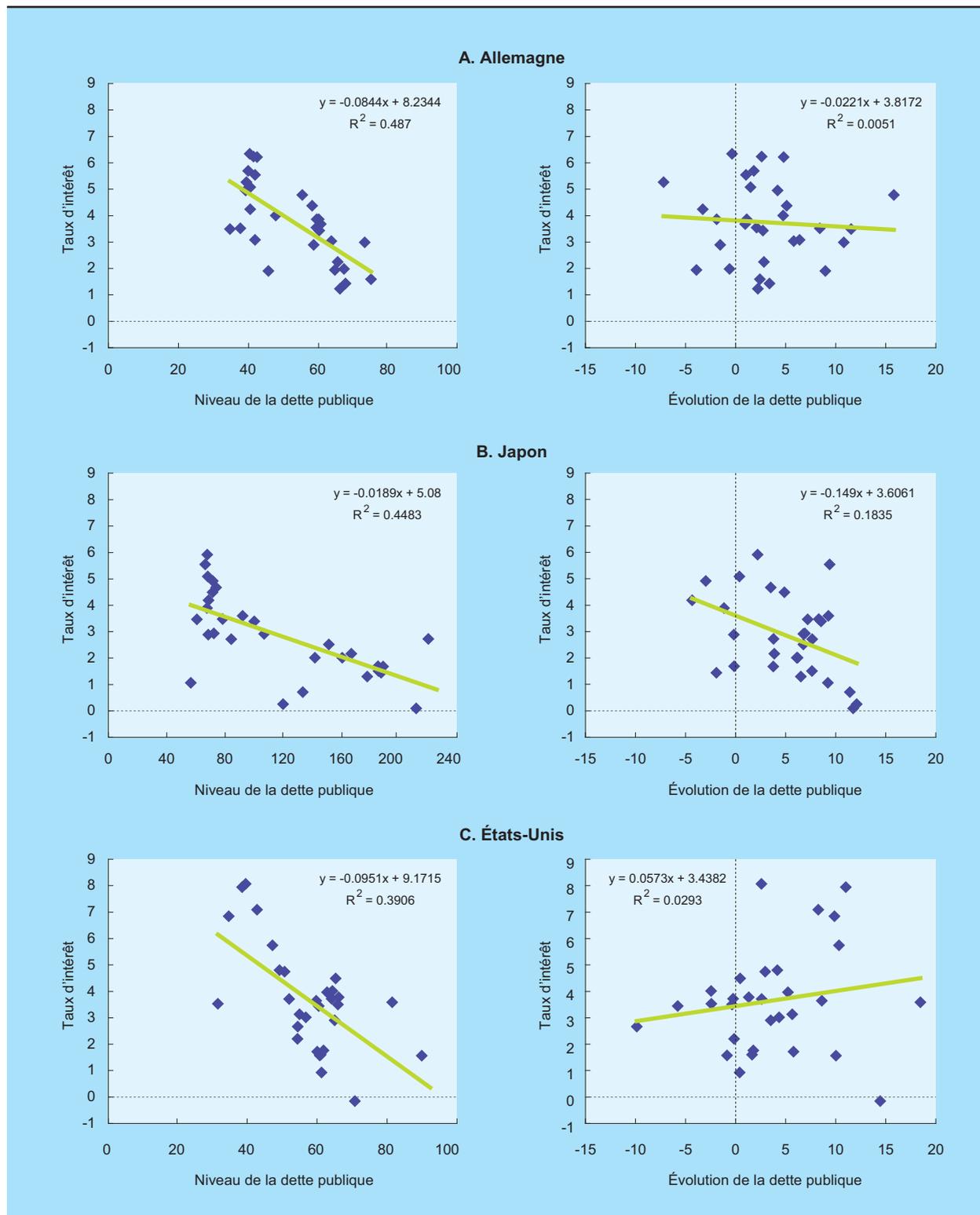
Si l'on admet qu'un resserrement de la politique budgétaire n'est pas favorable à la croissance à court terme, on part du principe qu'il aura un effet positif à moyen et à long terme. Des niveaux plus bas de dette publique – obtenus par des mesures d'austérité budgétaire⁴ – réduiraient la charge des intérêts et augmenteraient la masse de l'épargne, ce qui ferait baisser les taux d'intérêt réels et attirerait l'investissement privé. Dans l'ensemble, l'effet des mesures d'ajustement budgétaire sur la croissance qui ressort des simulations du FMI est ambigu: des coûts temporaires à court terme, mais aussi des gains de PIB plus durables. Les pertes sont censées être entièrement compensées par les gains dans un délai de cinq ans (FMI, 2010b).

Ainsi, le principal mécanisme censé permettre aux pays développés de limiter les coûts à court terme des mesures d'ajustement budgétaire et d'obtenir des gains à long terme repose fondamentalement sur la réduction des taux d'intérêt induite par des ratios d'endettement plus bas (Bornhorst *et al.*, 2010). Néanmoins, cette corrélation négative entre les taux d'intérêt réels et le niveau de la dette publique est loin d'être avérée. En analysant des données pour un ensemble de pays développés, on a pu constater soit que la corrélation entre les deux variables était faible et statistiquement insignifiante, soit – de manière plus fréquente – qu'elle opérait en sens inverse de ce que l'on attendait: une dette plus importante était associée en fait à des taux d'intérêt plus bas, et réciproquement (graphique 3.1). Les mêmes résultats ont été obtenus

Graphique 3.1

**CORRÉLATION ENTRE LA DETTE PUBLIQUE (EXPRIMÉE EN POURCENTAGE DU PIB)
ET LES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À LONG TERME EN ALLEMAGNE,
AU JAPON ET AUX ÉTATS-UNIS, 1981-2010**

(En pourcentage)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après la base de données du FMI sur l'évolution historique des dettes publiques et celle des Perspectives de l'économie mondiale.

en comparant les taux d'intérêt réels avec l'évolution du ratio dette publique/PIB: une diminution de ce ratio était associée à des taux d'intérêt plus élevés, et non pas moins élevés.

On ne peut donc pas poser en principe qu'un succès de la politique de rééquilibrage budgétaire se traduira par un abaissement des taux d'intérêt, puisque ces taux sont encadrés par les autorités monétaires. Quand bien même ce serait le cas, il n'y aura pas nécessairement un progrès de la demande, de l'investissement et de la croissance. En effet, dans les pays développés qui ont été durement touchés par la crise financière, le secteur privé n'est pas encore arrivé au terme du processus d'apurement des bilans par lequel les agents non financiers tentent de réduire leur endettement et les banques de redresser leurs ratios de fonds propres. Dans un contexte de «déflation de désendettement» (Fisher, 1933) ou de «récession de bilan» (Koo, 2010), on ne peut pas attendre d'une politique de taux d'intérêt faibles et de crédit additionnel qu'elle apporte la solution de sortie de la crise. Dans une telle situation, la politique monétaire produit des effets asymétriques: un resserrement de cette politique est susceptible d'aggraver les choses, mais une expansion monétaire n'aura d'effet stimulateur que limité. Ainsi, recourir à l'expansion monétaire ou à l'expansion du crédit revient à «pousser sur la corde», tandis que l'austérité budgétaire ne fera que freiner le redémarrage de l'économie. Et si elle affaiblit la croissance du PIB et les recettes budgétaires, le rééquilibrage budgétaire lui-même risque de ne pas être assuré.

Malgré l'absence de bases théoriques robustes, la plupart des pays développés ont engagé un resserrement de leur politique budgétaire, en se concentrant sur la partie dépenses. Des coupes dans les dépenses en matière de prévoyance, de santé et de retraites ont été la mesure la plus souvent utilisée dans les pays de l'OCDE, dans près de 60 % des cas (OCDE, 2011). Concernant les retraites, les réformes visent à augmenter l'âge de la retraite, ou à geler ou réduire les prestations. D'autres réductions de dépenses liées à l'âge des personnes concernent les soins de santé et les soins de longue durée, les réductions prévues représentant 3 % du PIB en moyenne. D'autres

mesures concernent les salaires et les emplois du secteur public (ainsi, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et la Slovaquie ont réduit les salaires, tandis que la France et l'Italie les ont gelés). En revanche, la réduction des dépenses publiques au titre des subventions agricoles a été la mesure la moins souvent appliquée dans les pays de l'OCDE (moins de 15 % des cas). En outre, dans un pays comme les États-Unis, les règles imposant aux gouvernements des États et aux autorités locales de maintenir leur budget à l'équilibre sont de nouveau d'actualité, marquant la fin d'une période de grâce qui avait été rendue possible par un financement sous forme de subventions accordées par l'État fédéral. Cela signifie que l'austérité aura des répercussions à tous les niveaux de l'économie.

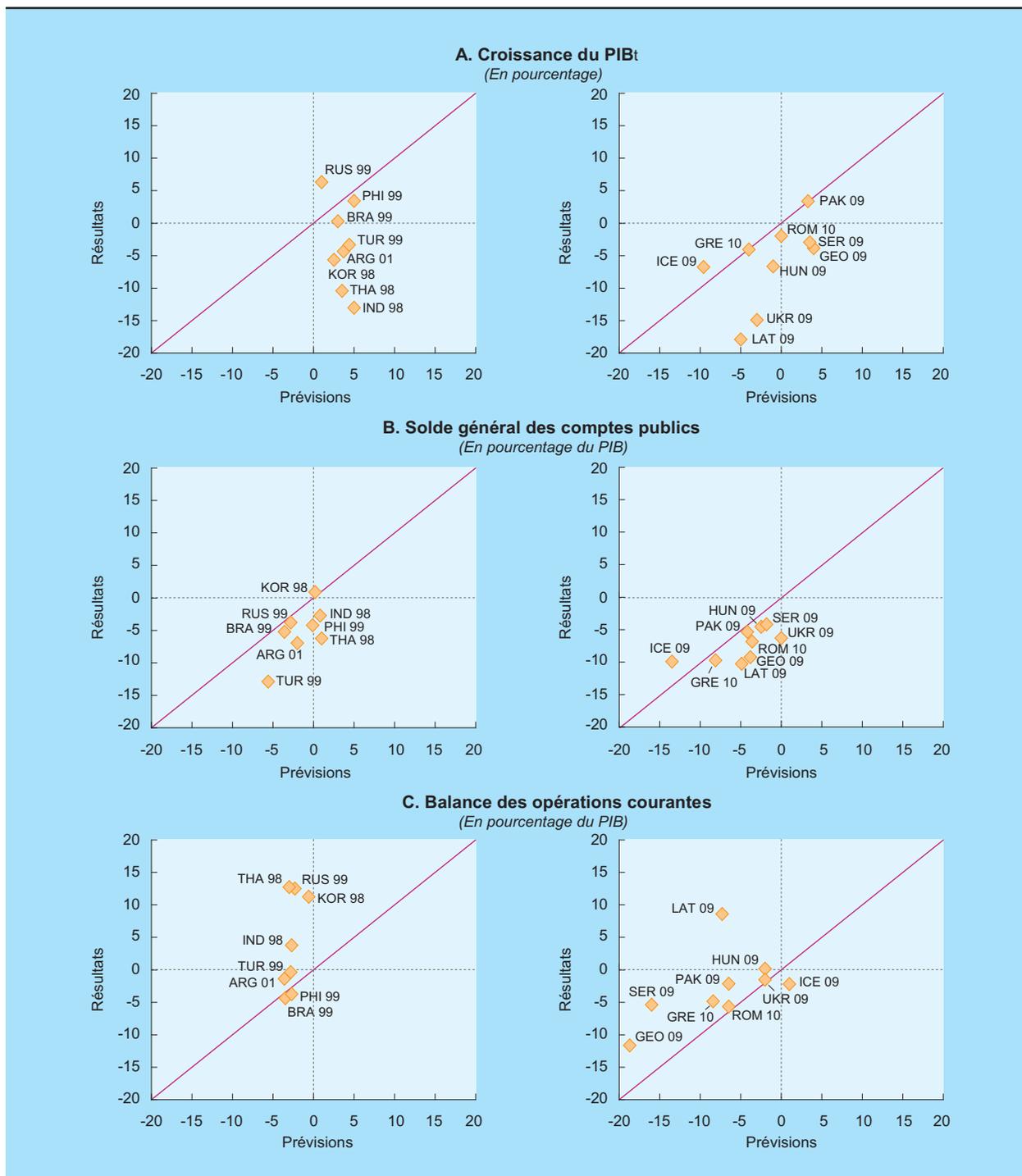
Si les mesures d'austérité réduisent la croissance du PIB et les recettes budgétaires, le rééquilibrage budgétaire n'est pas assuré.

Les augmentations d'impôt ont représenté un tiers des mesures de resserrement budgétaire annoncées par les pays de l'OCDE. Les taxes à la consommation sont la mesure fiscale la plus largement adoptée, et elles ont été augmentées dans 20 pays de l'OCDE. Les taxes sur la valeur ajoutée, par exemple, ont été augmentées de 4 % en Grèce, de 3 % au Portugal et de 2 % en Espagne – d'où certaines inquiétudes au sujet des conséquences pour les pauvres, qui dépensent la plus grande partie de leurs revenus dans des biens de consommation et des services aux consommateurs. L'impôt sur le revenu, par contre, a été augmenté par beaucoup moins de pays. Certains ont augmenté l'impôt sur le revenu frappant les groupes ou les activités à haut revenu (au Royaume-Uni par exemple, l'impôt ponctuel sur les rémunérations dans le secteur bancaire en 2010 et un certain nombre d'autres mesures visant les hauts revenus), mais d'autres pays ont baissé leur impôt sur les sociétés, et l'imposition de taxes plus élevées au secteur financier n'a été observée que dans 25 % des cas (OCDE, 2011).

Dans l'ensemble, les mesures budgétaires ont le plus souvent consisté à diminuer les dépenses et à augmenter la fiscalité sur des postes qui auront très probablement des incidences négatives sur la répartition des revenus et qui de ce fait pourraient bien faire courir un risque supplémentaire pour une reprise déjà faible, vu la propension plus élevée à dépenser des catégories à faible revenu.

Graphique 3.2

COMPARAISON ENTRE LES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DE PIB, LE SOLDE BUDGÉTAIRE ET LA BALANCE DES OPÉRATIONS COURANTES DANS LES PROGRAMMES SOUTENUS PAR LE FMI ET LES VALEURS EFFECTIVES POUR CERTAINS PAYS



Source: Lettres d'intention du FMI, voir <http://www.ifm.org/external/np/cpid/default.aspx>; et base Globstat de la CNUCED.

Note: L'année indiquée est celle qui suit l'année de la signature de la lettre d'intention.

ARG 01: Argentine, 2001; **BRA 99:** Brésil, 1999; **GEO 09:** Géorgie, 2009; **GRE 10:** Grèce, 2010; **HUN 09:** Hongrie, 2009; **ICE 09:** Islande, 2009; **IND 98:** Indonésie, 1998; **LAT 09:** Lettonie, 2009; **PAK 09:** Pakistan, 2009; **PHI 99:** Philippines, 1999; **KOR 98:** République de Corée, 1998; **ROM 10:** Roumanie, 2010; **RUS 99:** Fédération de Russie, 1999; **SER 09:** Serbie 2009; **THA 98:** Thaïlande, 1998; **TUR 99:** Turquie, 1999; **UKR 09:** Ukraine, 2009.

2. Un rééquilibrage budgétaire sans mesures de relance préalables: la justification des politiques budgétaires procycliques

Quand la crise a éclaté, un certain nombre de pays européens et de pays en transition parmi les plus sérieusement touchés se sont tournés vers le FMI pour une aide financière d'urgence. Bien que le FMI ait été favorable à cette période aux politiques budgétaires anticycliques, dans la plupart de ces pays les programmes soutenus par le FMI ont comporté des mesures d'ajustement budgétaire – illustration typique du principe de conditionnalité. La modération budgétaire a donc été exigée de ces pays sans mesures de relance préalables visant à limiter l'impact d'une crise qui, de manière générale, n'a pas été provoquée par des déficits budgétaires, comme on l'a vu plus haut. Compte tenu de la pression sur les marchés financiers, aucune marge d'action budgétaire n'a été attribuée à ces pays par les créanciers.

Pour obtenir le soutien du FMI, les pays sont censés ajuster leurs déficits courants en réduisant l'absorption intérieure (y compris par une compression des dépenses), ce qui freine normalement la croissance du PIB. Ces effets finals sont évalués par les spécialistes du FMI, et consignés dans une lettre d'intention signée par les gouvernements concernés. Les lettres d'intention contiennent des prévisions économiques et énoncent les objectifs auxquels les pays doivent parvenir. Il est intéressant de comparer les prévisions à court terme indiquées dans les programmes soutenus par le FMI (pour l'année suivant la signature de la lettre d'intention) avec les résultats effectivement obtenus. Le graphique 3.2 présente ces données pour des pays qui ont fait appel à l'assistance du FMI en raison de crises financières au cours de deux périodes: la fin des années 1990 et le début des années 2000, et la période de crise actuelle. Les données font apparaître des tendances analogues. Les programmes de sortie de crise recommandés par les décideurs, y compris le FMI, au cours des deux épisodes surestiment systématiquement la capacité de redressement du secteur privé, ou sous-estiment le temps nécessaire à l'investissement et

Les programmes soutenus par le FMI ont systématiquement surestimé la reprise économique et le rééquilibrage budgétaire.

à la consommation pour retourner à leurs niveaux antérieurs. Il y a aussi une divergence entre la prévision du taux de croissance du PIB après les périodes de crise calculée par le FMI dans l'hypothèse que les pays appliqueraient les politiques proposées (en abscisse) et la croissance du PIB qui a effectivement eu lieu (en ordonnée). La ligne à 45° apparaissant dans les graphiques fait ressortir la correspondance entre prévisions et résultats. Tous les pays sont situés à la droite de cette ligne (ou sur celle-ci) à l'exception de la Fédération de Russie à la fin des années 1990 et de l'Islande à la fin des années 2000 (où s'est produit un défaut de paiement), ce qui indique que les résultats ont systématiquement déçu les attentes. Dans certains cas, les écarts sont assez considérables: en 1998, une croissance du PIB de 5 % était attendue pour l'Indonésie, mais la croissance effective a été de -13 %; la croissance de la Thaïlande devait atteindre 3,5 %, mais s'est en fait contractée de 10,5 %; et la République de Corée était censée atteindre 2,5 % de croissance mais a enregistré en fait un chiffre de -5,7 %. Dans la période récente, les résultats en termes de croissance ont été surestimés de plus de 5 % pour la Géorgie, la Hongrie, la Lettonie, la Serbie et l'Ukraine.

Des différences systématiques s'observent également entre les prévisions des lettres d'intention et les résultats effectifs en ce qui concerne la balance courante et le solde budgétaire. On constate une nette tendance à sous-estimer l'ajustement des paiements courants, mais un optimisme exagéré dans les prévisions des lettres d'intention concernant le rééquilibrage budgétaire. Il apparaît que les ajustements budgétaires et la contraction du PIB ont été trop sévères pour parvenir à l'ajustement souhaité de la balance des opérations courantes; ou que les architectes des programmes ne s'attendaient pas que les coûts soient si élevés dans les pays concernés.

ARG 01: Argentine, 2001; BRA 99: Brésil, 1999; GEO 09: Géorgie, 2009; GRE 10: Grèce, 2010; HUN 09: Hongrie, 2009; ICE 09: Islande, 2009; IND 98: Indonésie, 1998; LAT 09: Lettonie, 2009; PAK 09: Pakistan, 2009; PHI 99: Philippines, 1999; KOR 98: République de Corée, 1998; ROM 10: Roumanie, 2010; RUS 99: Fédération de Russie,

Encadré 3.1**RELANCE BUDGÉTAIRE ET EFFET D'ÉVICTION**

L'idée qu'une relance budgétaire ne peut avoir aucun effet sur la demande globale suppose que des politiques publiques expansionnistes font nécessairement diminuer les dépenses privées, annulant de ce fait l'effet de relance escompté.

Afin de clarifier le raisonnement, il est utile de commencer par préciser qu'une mesure de relance par voie budgétaire consiste en une augmentation des dépenses publiques qui ne s'accompagne pas d'une hausse d'impôt équivalente, ou en une réduction d'impôts qui ne s'accompagne pas d'une diminution des dépenses publiques équivalente, au risque sinon de dégrader l'équilibre budgétaire et d'accroître le déficit budgétaire.

Un des arguments plaçant l'inefficacité des politiques budgétaires est de dire qu'un déficit public plus élevé nécessite l'émission d'obligations d'État, ce qui a pour effet d'augmenter le taux d'intérêt et d'évincer l'investissement privé. L'ampleur de l'effet d'éviction dépend de nombreux facteurs, et il y a un consensus sur l'improbabilité d'un effet d'éviction en période de demande atone et de bas taux d'intérêt au niveau mondial.

Une autre manière d'argumenter l'inefficacité des politiques budgétaires repose sur l'idée qu'une augmentation de la dette se soldera par des impôts plus élevés à l'avenir, et que les individus prévoyants peuvent être tentés d'augmenter leur épargne afin de pouvoir régler ces impôts futurs (Barro, 1974). Un déficit accru se traduirait donc par une réduction immédiate de la consommation, et cela n'aurait pas d'incidence sur le niveau de l'activité économique.

D'après ces thèses, même si une relance budgétaire parvient à faire augmenter la demande publique ou le revenu disponible du secteur privé, deux facteurs distincts sont susceptibles de contrecarrer l'action publique expansionniste: des taux d'intérêt plus élevés en raison des besoins de financement public, qui pèseront sur l'investissement privé, ou une plus forte épargne privée en prévision des impôts futurs à acquitter. Ces deux arguments sont problématiques. Concernant le premier, il est peu probable qu'un accroissement même relativement important des besoins de financement public fasse augmenter les taux d'intérêt, du fait que cet accroissement serait encore marginal par rapport au montant total des actifs sur les marchés de capitaux, et qu'il interviendrait à un moment où l'emprunt privé recule à cause de la récession. En outre, même si les taux d'intérêt étaient augmentés, les dépenses publiques financées par la dette feraient que la demande globale – et donc la volonté d'investir – augmenterait. Dans ce cas, il y aurait donc deux effets en sens contraire, mais si l'effet sur la demande est certain, l'effet sur les taux d'intérêt ne l'est pas, d'autant que l'on peut raisonnablement penser que si les dépenses publiques financées par la dette devaient augmenter, la banque centrale prendrait des mesures de desserrement monétaire et abaisserait les taux d'intérêt.

Le deuxième argument suppose que les agents, conscients de la contrainte budgétaire intertemporelle, s'attendent à ce qu'une augmentation du déficit budgétaire financée par la dette se traduise par des hausses d'impôts futures et que, en conséquence, ils décident de limiter leurs dépenses actuelles. Cette hypothèse de comportement procède de l'hypothèse d'anticipation rationnelle, de la logique d'équilibre du marché et d'autres hypothèses rigides – marchés de crédit parfaits, prévision parfaite, imposition à forfait et agents à durée de vie infinie ou liens intergénérationnels entre tous les agents, etc. Tous ces postulats irréalistes devraient inciter les décideurs à se méfier des recommandations de politique générale tirées de cette hypothèse (connue dans la littérature sous le nom de théorème d'équivalence ricardienne). En outre, cela présuppose que les agents privés ne s'attendent pas à ce que les pouvoirs publics demandent un financement monétaire auprès de la banque centrale – plutôt que d'augmenter les impôts – pour assurer le service de la dette future. Si c'était le cas et en suivant la logique du théorème, les contribuables potentiels n'auraient aucune raison d'augmenter leur taux d'épargne. Plus fondamentalement, le principe même de l'argument de Barro selon lequel la dette publique doit être remboursée est loin d'être avéré. En général, une dette publique qui arrive à maturité est reconduite ou remplacée par une nouvelle dette,

Encadré 3.1 (fin)

étant donné que les rentiers cherchent davantage à percevoir un rendement acceptable sur leur capital qu'à récupérer celui-ci.

En outre, ce théorème méconnaît totalement les effets dynamiques des politiques de relance budgétaire, en particulier dans les économies à faible taux d'utilisation des capacités de production. Une augmentation des dépenses budgétaires créera dans ce cas de la demande et de la production supplémentaires, ce qui, par la suite, dynamisera le revenu des ménages et les recettes budgétaires. Dans ce cas de figure, un effet d'attraction, et non pas d'éviction, est le résultat le plus probable, du fait que les dépenses publiques supplémentaires induisent une demande plus forte du secteur privé. Même si les mesures de relance aggravent le déficit budgétaire et l'endettement public à court terme, ce n'est pas une raison suffisante pour que le secteur privé freine ses dépenses, car il s'attend rationnellement à ce que ses revenus, et donc la base imposable, augmentent en raison de l'effet expansionniste de l'accroissement des dépenses. De plus, le ratio dette/PIB a tendance normalement à chuter quand l'économie reprend, et les générations futures n'hériteront pas seulement de cette dette, mais aussi de la capacité productive qu'elle a contribué à financer.

Les preuves empiriques des supposés effets d'éviction de la relance par le déficit budgétaire sont peu concluantes. Aschauer (1989) a indiqué en ce qui concerne les États-Unis que les investissements publics ont globalement un effet d'attraction sur l'investissement privé, et que les capitaux publics et privés doivent être considérés comme complémentaires. Eisner (1995; 2006) a montré qu'aux États-Unis et dans tous les autres pays de l'OCDE, les déficits budgétaires – corrigés des variations conjoncturelles et de l'inflation – réduisent en règle générale le chômage et ont un effet positif sur la production et l'investissement. Cet auteur, par ailleurs, ne constate aucun effet significatif sur les prix.

Concernant les effets des déficits budgétaires sur les taux d'intérêt, Gale et Orszag (2003) ont établi qu'aux États-Unis ces effets étaient positifs, mais insignifiants économiquement. Laubach (2004) a montré que pour les pays du G-7, France exceptée, les coefficients liés au ratio déficit/PIB soit étaient insignifiants, soit laissaient supposer que les déficits réduisaient en fait les taux d'intérêt réels à long terme, comme en Allemagne et au Japon. Examinant la littérature consacrée à cette question, les économistes du FMI Hemming, Kell et Mahfouz (2002: 36) ont conclu qu'un «effet d'éviction direct ou d'éviction par les taux d'intérêt et le taux de change était mal avéré. Il n'était pas non plus possible d'établir de façon convaincante une équivalence ricardienne complète ou un effet de compensation ricardien partiel qui soit significatif». Angeriz et Arestis (2009) sont parvenus à une conclusion semblable.

1999; SER 09: Serbie 2009; THA 98: Thaïlande, 1998; TUR 99: Turquie, 1999; UKR 09: Ukraine, 2009.

Dans les programmes soutenus par le FMI, l'appréciation erronée des effets du rééquilibrage budgétaire paraît constituer la règle plutôt que l'exception. Dans un examen détaillé des politiques de rééquilibrage budgétaire dans 133 programmes soutenus par le FMI dans 70 pays, le Bureau indépendant d'évaluation du FMI note une «tendance à adopter des objectifs budgétaires fondés sur des hypothèses trop optimistes concernant le rythme de la reprise économique ce qui inévitablement amène à des résultats budgétaires insatisfaisants» et des «hypothèses trop optimistes concernant le rythme de la reprise de l'investissement privé». Le rapport

observe qu'une «évaluation plus réaliste dans certaines circonstances aurait pu justifier l'adoption d'une orientation budgétaire plus souple sur des bases anticycliques» (FMI, 2003: vii).

Presque partout où le rééquilibrage budgétaire était censé réduire le déficit et stimuler l'investissement et la croissance économique, c'est l'inverse qui s'est produit. La demande du secteur privé et l'investissement, en particulier, ont réagi beaucoup plus mollement que ne l'avait prévu le FMI. En outre, les soldes budgétaires ne se sont pas, dans l'ensemble, améliorés au cours des deux premières années des programmes de rééquilibrage, dont c'était pourtant un des objectifs déclarés. La principale explication de ces mauvais résultats dans les pays qui ont consenti des efforts de rééquilibrage budgétaire importants est

que les recettes publiques ont été très inférieures aux attentes. Les objectifs de réduction de dépenses, en revanche, ont bien été atteints.

Ce médiocre bilan des programmes d'ajustement soutenus par le FMI donne à penser qu'ils reposent sur une erreur fondamentale de conception macroéconomique. Leur fondement théorique apparaît peu clair. La plupart des programmes examinés par le Bureau indépendant d'évaluation du FMI n'expliquaient pas les liens entre le rééquilibrage budgétaire visé et l'amélioration escomptée de la situation extérieure, ni les hypothèses sous-tendant la reprise anticipée des dépenses privées et la façon dont elle se liait aux politiques budgétaires recommandées. Tout semble en effet indiquer qu'il y ait eu une «justification très peu convaincante» des politiques de rééquilibrage budgétaire recommandées dans la plupart des programmes en question, l'un des présupposés étant apparemment que «la demande d'investissement privé est soutenue et [que] la contraction des dépenses dégage une marge d'action pour financer l'investissement privé» (FMI, 2003: 6), autrement dit que le secteur public et le secteur privé sont en concurrence l'un avec l'autre pour l'utilisation des ressources productives – même en période de grave récession – et que les dépenses du secteur public «évincent» les investissements du secteur privé. Un autre présupposé semble être que le rééquilibrage budgétaire est le principal critère de la détermination d'un gouvernement à honorer ses dettes, et est donc une nécessité pour «un retour rapide de la confiance des investisseurs et un redressement rapide de la croissance». D'après cette thèse, le rythme de la reprise de la demande du secteur privé, et en particulier de l'investissement, «dépend de la confiance des investisseurs et de la situation des marchés financiers, qui sont elles-mêmes fonction du niveau perçu d'engagement des autorités à adhérer au programme» (FMI, 2003: 111).

Les avis contradictoires sur le point de savoir si les dépenses publiques doivent être vues comme un substitut, ou comme un complément, aux dépenses du secteur privé, s'inscrivent dans le débat sur la notion d'«éviction». Pour les tenants de la thèse de l'éviction, l'accroissement des dépenses publiques réduit les dépenses privées. Dans ce cas, soit les dépenses supplémentaires sont financées par l'emprunt et aboutissent à faire monter les taux d'intérêt, ce qui réduit l'investissement et la consommation, soit le

gouvernement décide d'augmenter les impôts pour combler le déficit budgétaire, ce qui fait baisser le revenu disponible du secteur privé et la demande. Dès lors, des mesures de relance seront au mieux inutiles, et pourraient même être contre-productives si elles effraient les investisseurs privés. Les modèles théoriques soutenant ce point de vue ont été critiqués pour leurs hypothèses irréalistes – prévision parfaite, horizons de planification infinis, marchés de capitaux parfaits et absence d'effets de redistribution par la fiscalité, notamment – qui les rendent inadaptés à la prise de décisions dans le monde réel. En particulier, ils partent généralement d'une hypothèse de plein emploi, quand tout le débat est précisément de savoir comment sortir d'une récession. Même en période plus normale, cependant, la thèse de l'éviction n'est guère vérifiée empiriquement (voir encadré 3.1).

3. *Le cas particulier des pays riches en ressources naturelles*

Le FMI préconise aussi un rééquilibrage des finances publiques dans les pays en développement à croissance rapide et peu endettés, le motif invoqué ici étant d'éviter la surchauffe plutôt que de diminuer des ratios d'endettement élevés (FMI, 2011b). Il fait valoir en particulier que les gouvernements qui bénéficient de recettes budgétaires appréciables du fait des prix élevés des produits de base doivent s'abstenir d'augmenter les dépenses publiques, et doivent plutôt reconstituer des réserves financières à utiliser quand les prix chutent ou sont bas (FMI, 2011a).

Si l'on s'en tient au raisonnement présenté dans la section précédente, il est loin d'être certain que des mesures de rééquilibrage budgétaire aient des effets anticycliques (un ralentissement d'une croissance économique rapide); elles pourraient au contraire accroître la confiance des investisseurs et attirer davantage encore d'investissements privés. Il n'en reste pas moins vrai que les autorités économiques des pays riches en ressources naturelles doivent faire face à des contraintes spécifiques dans leur gestion de la politique budgétaire, en particulier dans les pays en développement et les pays en transition où une partie importante des recettes publiques provient des industries extractives. La présente sous-section examine ces contraintes.

L'une de ces contraintes a trait à la forte instabilité des prix des hydrocarbures et des ressources minérales, qui rend les recettes publiques incertaines et fluctuantes et peut conduire à des cycles d'expansion-récession dans les dépenses. Une autre contrainte est que dès lors que les ressources naturelles sont non renouvelables et seront un jour épuisées, les autorités budgétaires doivent aussi faire face à des problèmes de viabilité budgétaire à long terme et de répartition intergénérationnelle du produit de la vente des ressources naturelles. En outre, la gestion macroéconomique est parfois compliquée dans ces pays par des problèmes de syndrome hollandais, car les recettes de change provenant des exportations du secteur extractif peuvent conduire à une augmentation de la valeur de la monnaie, ce qui aboutit à une perte de compétitivité des autres secteurs de l'économie qui ne reposent pas sur les ressources naturelles, dont une partie des activités agricoles et du secteur manufacturier.

Cette dépendance des équilibres budgétaires à l'égard des recettes provenant des ressources naturelles est particulièrement élevée dans bon nombre de pays exportateurs de pétrole d'Asie occidentale et d'Afrique, où elles dépassent souvent 70 % des recettes budgétaires totales⁵. En outre, l'importance des ressources naturelles pour les recettes budgétaires de ces pays semble s'être accrue pendant la période de flambée des prix des produits de base (Torre, Sinnott et Nash, 2010; OCDE, 2010).

Les gouvernements des pays riches en ressources naturelles doivent faire des choix de politique budgétaire difficiles. Tout d'abord, afin de disposer de la marge d'action nécessaire pour mener des politiques budgétaires anticycliques et atteindre leurs objectifs de développement, ils doivent s'assurer une part appropriée de la rente provenant de leurs ressources primaires. Il convient donc de garantir la répartition équitable de cette rente entre le gouvernement et le secteur privé, souvent des sociétés transnationales étrangères (*Rapport sur le commerce et le développement*, 2005, chap. III, et *Rapport sur le commerce et le développement*, 2010, chap. V). Lors de la flambée en 2002-2008 des prix des produits de base, un certain nombre de pays exportateurs de ces produits ont revu leur régime budgétaire. Ce processus visant à modifier la taxation des industries extractives a parfois été interrompu et même abandonné dans certains cas quand la crise financière et économique mondiale a commencé, et que le

pouvoir de négociation des gouvernements vis-à-vis des sociétés transnationales minières et pétrolières s'est affaibli. Depuis que les prix ont recommencé à augmenter en 2010-2011, certains pays tentent à nouveau de réformer ces régimes⁶.

Dès lors qu'un pays tire des recettes de l'exploitation des ressources naturelles, il doit déterminer la part qui sera dépensée et celle qui sera épargnée, soit pour l'utiliser à des fins de stabilisation macroéconomique dans les périodes difficiles, soit au bénéfice des générations futures. La part réservée aux dépenses peut être utilisée pour la consommation courante, ou pour des investissements. Ces choix ont des conséquences différentes pour la croissance et le développement à long terme. À titre d'exemple, des dépenses d'équipement peuvent servir à améliorer les infrastructures et à développer la capacité productive du pays, et à favoriser ainsi la diversification et le changement structurel et à réduire la dépendance à l'égard des produits de base. Les dépenses budgétaires d'éducation et de santé peuvent aussi contribuer de façon significative à la croissance en augmentant la productivité du travail. Dans la mesure où toutes ces dépenses améliorent la capacité productive, elles bénéficieront aussi aux générations futures. Utiliser les recettes publiques provenant des industries extractives pour augmenter les investissements publics, par exemple dans les infrastructures, peut aussi constituer une façon d'augmenter la productivité et la compétitivité des secteurs économiques non liés aux ressources naturelles. Enfin, les dépenses peuvent être orientées vers les importations ou vers la production intérieure, ce qui peut aussi donner une impulsion à l'offre intérieure. Néanmoins, des dépenses pour importer des biens d'équipement et de la technologie peuvent être particulièrement nécessaires dans les pays les plus pauvres afin de promouvoir le développement à long terme.

Les pays riches en ressources naturelles étant particulièrement sensibles à la conjoncture extérieure, ceux qui n'appliquent pas de politiques budgétaires anticycliques subissent souvent de fortes secousses économiques. Dans ces pays, en effet, les stabilisateurs automatiques qui pourraient aider à amortir les chocs extérieurs sont souvent insuffisants, quand ils ne sont pas purement et simplement inexistantes. Quand les prix des produits de base chutent, les ressources publiques diminuent, ce qui a forcément des incidences sur les dépenses publiques et l'activité économique. En l'occurrence, la dégradation

de l'équilibre budgétaire ne tient pas au fait que la population paie moins d'impôts, ni, par exemple, à des transferts plus élevés pour les chômeurs; elle s'explique simplement par une diminution des recettes publiques du fait de la baisse des recettes d'exportation. Les déficits budgétaires sont ainsi dépourvus de tout élément significatif de relance automatique. De même, pendant les périodes de hausse des prix des produits de base, les augmentations des recettes publiques n'ont aucun effet de restriction sur la demande intérieure, car elles n'ôtent pas des revenus aux contribuables nationaux. Autrement dit, ces pays ne peuvent pas faire appel à des stabilisateurs automatiques, et doivent donc fixer des règles et des mécanismes pour se donner la possibilité de mener des politiques anticycliques.

Les conséquences néfastes de l'instabilité des recettes publiques du fait du caractère fluctuant des prix des produits de base peuvent être atténuées au moyen de règles budgétaires, d'hypothèses budgétaires prudentes concernant les prix futurs des produits de base concernés, et de fonds de stabilisation des produits de base ou d'épargne. Ces fonds – pour pouvoir jouer un rôle anticyclique – devraient fonctionner de telle sorte que dans les périodes favorables, quand les prix sont hauts, il y serait déposé des ressources qui seraient libérées dans les périodes plus difficiles, lorsque les prix chutent. Des fonds placés à l'étranger aideraient à empêcher une appréciation du taux de change, et assureraient en outre une réserve pour les mesures de stabilisation macroéconomique ou pour les dépenses des générations futures.

Les priorités de la politique budgétaire peuvent être différentes dans les pays riches en ressources naturelles en fonction du niveau de développement. Dans les pays à revenu élevé, l'accent peut être mis plutôt sur des politiques favorisant l'équité intergénérationnelle et la stabilisation. En Norvège, par exemple, les recettes pétrolières alimentent le fonds

de pension de l'État, et le produit des placements de ce fonds, estimé à 4 %, est ainsi consacré à une dépense étalée dans le temps (NORAD, 2009). Dans des pays à revenu intermédiaire comme le Chili, la

stabilisation macroéconomique peut aussi constituer un objectif pertinent; et les fonds de stabilisation ont effectivement aidé ce pays à mener des politiques anticycliques pendant la crise qu'il a connue.

Néanmoins, dans les pays à revenu plus faible, dont les besoins en matière de réduction de la pauvreté et de dévelop-

pement sont urgents, retirer de l'économie la plus grande partie des fonds disponibles pour les investir dans des actifs financiers à l'étranger ne semble pas la meilleure chose à faire. Il peut s'avérer plus efficace d'employer une part substantielle des recettes tirées de l'exploitation des ressources naturelles à des investissements publics dans les infrastructures, à des améliorations dans l'éducation et la santé et à la fourniture de services sociaux de base. Une politique judicieuse à cet effet peut amener la diversification et le changement structurel, qui permettront ensuite d'élargir la base imposable et donc de réduire la dépendance publique à l'égard des recettes provenant des produits de base. Néanmoins, ces pays auraient toujours

besoin de prélever une partie des recettes afin de s'assurer les moyens financiers nécessaires pour appliquer des politiques anticycliques et lisser les dépenses.

La forte incidence de la crise financière et économique mondiale sur les pays tributaires des ressources naturelles a souligné la nécessité pour ces pays de mener des politiques budgétaires anticycliques. En outre,

il est apparu encore plus clairement que ces pays devaient diversifier leur production et la structure de leurs exportations afin de réduire leur dépendance à l'égard de recettes tirées seulement de quelques produits de base, dont les prix sont particulièrement instables. Dans ce contexte, il est important d'intégrer des politiques relatives aux industries extractives

Les pays riches en ressources naturelles sont vulnérables à l'instabilité des prix et doivent dégager des marges d'action permettant des politiques anticycliques.

Une partie significative des recettes provenant de l'exploitation des ressources naturelles doit servir à financer des infrastructures publiques et des services sociaux afin de favoriser la diversification et le changement structurel.

dans des stratégies de développement nationales afin de transformer les ressources naturelles de ces pays en capital physique, de créer de nouveaux débouchés pour l'emploi et de promouvoir le développement

humain. Ces pays pourront ainsi réduire leurs fragilités budgétaires et élargir leur marge de manœuvre budgétaire.

C. Aspects qualitatifs et quantitatifs de la marge de manœuvre budgétaire

On considère qu'il existe une marge de manœuvre budgétaire quand le budget du secteur public prévoit un financement suffisant pour certains objectifs sans compromettre la viabilité des comptes publics (Heller, 2005; Ostry *et al.*, 2010). Selon Heller, la création de recettes et la redéfinition des priorités en matière de dépenses et d'emprunts sur une base durable sont les principaux éléments de cette marge de manœuvre. Mais les aspects monétaires et autres de la politique budgétaire peuvent aussi y contribuer notablement, dans la mesure où ils déterminent les flux de recettes publiques et partant la viabilité du budget. Il serait donc vain de tenter de déterminer un seuil critique d'endettement au-delà duquel la solvabilité serait compromise sans prendre en compte les effets dynamiques des autres politiques macroéconomiques. La présente section met en exergue le besoin d'une définition dynamique de la marge de manœuvre budgétaire, tout en montrant que d'autres facteurs, comme la politique monétaire et l'environnement financier international, interviennent eux aussi dans cette marge de manœuvre. Elle passe également en revue les différents types de politiques budgétaires propres à amplifier la marge de manœuvre.

1. Une vue dynamique et globale de la marge de manœuvre budgétaire

Au début de la crise financière mondiale, il apparaissait assez clair que les gouvernements des pays développés et des pays en développement

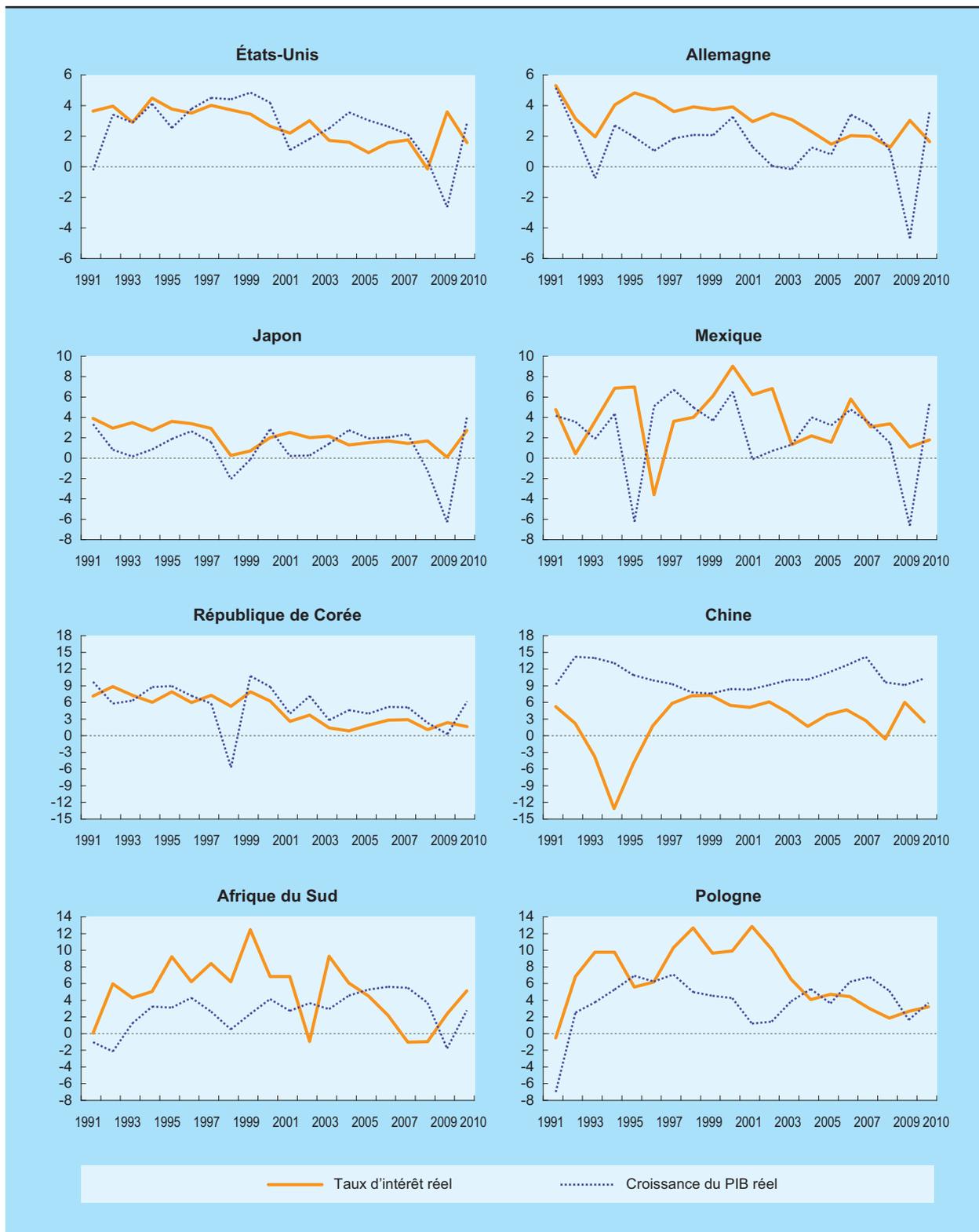
avaient une marge de manœuvre budgétaire suffisante pour faire face à la récession. Mais si initialement il y avait un large accord sur la nécessité d'une politique budgétaire expansionniste pour surmonter la crise (Spilimbergo *et al.*, 2008), l'augmentation de la dette a rapidement rendu plus attractif un rééquilibrage des finances publiques pour éviter les risques qui apparaissaient liés à un endettement public plus important, au nom du principe bien établi voulant que de même que les ménages ne peuvent pas dépenser plus qu'ils ne gagnent, les gouvernements devaient eux aussi veiller à leurs finances.

Or, si les agents économiques restreignent leurs dépenses, les flux de revenus se contracteront. Et à moins que d'autres agents économiques soient prêts à dépenser, la politique d'austérité devient contre-productive pour l'économie dans son ensemble. Par définition, il ne peut y avoir création de revenus que si quelqu'un dépense. En situation de profonde dépression, seuls les pouvoirs publics peuvent dépenser davantage dans la monnaie nationale et briser ce cercle vicieux de contraction des dépenses, de baisse des revenus et de chômage. En outre, comme une partie des dépenses se font à crédit, il y a une relation entre les dépenses et l'endettement économique dans son ensemble, constitué pour partie de dette privée (des ménages et des entreprises) et pour partie de dette publique. Si la dette privée diminue et que tout le reste demeure constant, il y aura forcément une contraction des dépenses. Il faudra dès lors augmenter la dette publique pour soutenir les dépenses, et attendre pour la réduire que la capacité d'endettement privé ait été rétablie.

Graphique 3.3

TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ET CROISSANCE DU PIB RÉEL DANS CERTAINS PAYS, 1991-2010

(En pourcentage)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après la base de données UNCTADstat; FMI, Statistiques financières internationales; et sources pour le tableau 1.1.

Si les dépenses publiques ont un effet sur l'activité économique et induisent un surcroît de croissance qui fait plus que compenser le creusement de la dette, le ratio dette/PIB aura tendance à diminuer (Barba et Pivetti, 2009). Une augmentation des dépenses budgétaires n'entraîne pas nécessairement une augmentation équivalente du déficit budgétaire primaire parce qu'elle peut créer également des recettes budgétaires. Mais il faut prendre en compte l'évolution des taux d'intérêt sur la dette publique, qui pour certains analystes dépend de l'évolution du niveau de la dette elle-même. En d'autres termes, c'est l'effet global des mesures de relance budgétaire sur le déficit budgétaire et sur la croissance qui doit être évalué. Si ces mesures ont davantage d'effet sur la croissance qu'elles n'en ont de façon immédiate sur l'équilibre budgétaire global, le gouvernement n'aura pas de problème de solvabilité, même s'il a un important déficit à court terme. La question de la viabilité de la dette publique est par conséquent au centre de toute discussion sur la politique budgétaire appropriée, et les variables qui déterminent la viabilité, les déficits budgétaires, la croissance du PIB et les taux d'intérêt sur la dette publique sont fondamentales pour comprendre la politique budgétaire.

Les taux d'intérêt sur la dette publique sont liés à la politique monétaire, puisqu'ils ont tendance à diminuer quand la banque centrale abaisse le taux d'intérêt à court terme. Ceci est logique dans la mesure où les obligations d'État, les bons du Trésor et autres actifs à faible risque continuent à payer une prime de liquidité par rapport au taux monétaire de base. Or à moins qu'il y ait une raison de penser que ces actifs posent un risque additionnel, la prime de liquidité ne devrait pas changer, et les taux des obligations et des bons du Trésor devraient plus ou moins suivre les fluctuations, à la hausse et à la baisse, du taux de base.

La banque centrale peut également intervenir directement sur les marchés obligataires et agir sur le taux d'intérêt à long terme. On a recours à des mesures d'assouplissement quantitatif quand la fixation du taux d'intérêt à court terme est insuffisante pour agir sur la dépense économique, et que la banque centrale préfère cibler directement le taux à long terme. Dans ce cas, la banque centrale achète des obligations d'État sur les marchés secondaires, donnant ainsi le signal que les taux d'intérêt resteront bas afin de stimuler la dépense (Bernanke et Reinhart, 2004).

Cet abaissement des taux d'intérêt à long terme implique surtout des niveaux inférieurs de service de la dette pour le secteur public, ce qui accroît la marge de manœuvre budgétaire puisque des ressources initialement affectées au paiement des intérêts peuvent être utilisées à d'autres fins. En ce sens, l'assouplissement quantitatif met en exergue l'étroite interdépendance entre politique monétaire et politique budgétaire. La politique budgétaire est plus efficace quand les taux d'intérêt nominaux à court terme atteignent le plancher incompressible de zéro (Chistiano, Eichenbaum et Rebelo, 2009; Woodford, 2011); mais la politique monétaire pour maintenir des taux bas sur la dette publique à long terme constitue elle aussi un moyen d'action essentiel pour améliorer l'efficacité de la politique budgétaire.

2. Taux d'intérêt et marge de manœuvre budgétaire

Comme on l'a vu dans le chapitre II, les ratios dette/PIB dépendent dans une large mesure de l'interaction entre les taux d'intérêt et la croissance de la production. En ce sens, il est possible pour des pays souffrant de déficits budgétaires persistants d'avoir un ratio dette/PIB supportable – voire en diminution – si le taux d'intérêt reste durablement inférieur au taux de croissance (Pasinetti, 1997; Roubini, 2001). C'est sur la base de ce postulat que Keynes a parlé d'«euthanasie du rentier», lorsque de faibles taux d'intérêt permettent une expansion budgétaire durable.

Durant la période d'expansion après la guerre, les taux d'intérêt bas ont permis l'expansion budgétaire nécessaire au redressement et à la création de l'État providence dans les pays européens et dans d'autres pays développés, ainsi qu'au développement des infrastructures et au vaste processus de rattrapage des pays en développement. Cette période a été souvent qualifiée d'«âge d'or du capitalisme» (Marglin, 1990). Mais cette dynamique des taux d'intérêt a connu deux importantes ruptures. La première, à la fin des années 1970 et au début des années 1980, a vu les taux d'intérêt bondir, avec un retournement de la dynamique de la dette. La seconde, au début des années 2000, s'est caractérisée par un recul des taux d'intérêt, en moyenne, dans les pays développés.

Après le premier de ces événements, les taux d'intérêt réels étaient en majorité supérieurs aux taux de croissance du PIB dans les pays développés (Allemagne, États-Unis et Japon, par exemple), ainsi qu'en Amérique latine (Mexique), en Europe orientale (Pologne) et en Afrique subsaharienne (Afrique du Sud), mais pas dans les pays d'Asie (Chine et République de Corée). Au cours de la période qui a suivi, entre les années 2001-2003 et la récession, il s'est produit un retournement (graphique 3.3), les taux d'intérêt réels devenant inférieurs aux taux de croissance dans presque tous les pays apparaissant dans le graphique. Et malgré le bref repli du PIB, cette tendance se poursuit.

On est ainsi amené à penser que si les ratios dette/PIB se sont accrus dans les pays en développement à cause des taux d'intérêt élevés jusqu'à la fin du siècle dernier, par la suite et malgré un important recul des taux d'intérêt ces ratios ont continué à augmenter à cause de la récession, d'où une croissance réduite et des déficits budgétaires accrus. En Asie par contre, les ratios dette/PIB ont été contrôlés, bien que la crise asiatique et la récession aient pesé l'une et l'autre sur les équilibres budgétaires. Autrement dit, les taux d'intérêt plus bas des pays asiatiques ont procuré à ces pays davantage de marge de manœuvre budgétaire.

En Amérique latine, en Afrique subsaharienne et en Europe orientale, l'endettement a été rendu supportable grâce à des importants ajustements budgétaires de type expansionniste (une augmentation des dépenses accompagnée d'une hausse des recettes). Ces ajustements ont été rendus possibles en dégageant et en maintenant des excédents primaires pendant des périodes prolongées, et grâce à des renégociations de la dette pour réduire le surendettement et, ces dernières années, à une croissance économique relativement rapide. En ce sens, la politique monétaire a été moins déterminante pour créer une marge de manœuvre budgétaire dans ces régions.

Le problème de la hausse des taux d'intérêt dans certains pays en développement est lié à la difficile lutte contre l'instabilité des flux de capitaux et à la nécessité de prévenir la fuite des capitaux. Dans certains pays aussi, particulièrement en Amérique latine, le maintien des taux d'intérêt à des niveaux

plus élevés est considéré comme un instrument anti-inflationniste.

La crise a créé dans beaucoup de pays développés des niveaux d'endettement public plus élevés. Mais on ne sait pas véritablement si ces niveaux sont insupportables, ni dans quelle mesure il faudrait passer à une politique budgétaire restrictive si la reprise économique et de faibles taux d'intérêt réels sont suffisants pour maintenir sur une trajectoire stable le ratio dette/PIB. Les banques centrales contrôlent dans une large mesure les taux d'intérêt, et rien ne justifie de relever ces taux alors que la reprise mondiale est encore fragile. À supposer qu'il se développe des pressions inflationnistes non directement liées à un surcroît de demande, d'autres solutions existent pour faire face au problème, par exemple une politique des revenus (*Rapport sur le commerce et le développement, 2010*). Même dans les pays où un risque de solvabilité perçu a entraîné une hausse des taux d'intérêt, des efforts devraient être faits pour maintenir les taux à des niveaux modérés, car des taux très élevés ne favoriseront pas le retour à des pratiques de prêt spontanées. Pour limiter la hausse des taux, il faudrait recourir à des mesures exceptionnelles de prêt à des taux inférieurs, comme examiné dans la section suivante.

En résumé, la politique monétaire est un instrument essentiel non seulement pour promouvoir le niveau d'activité tout en maintenant la stabilité, mais aussi pour créer la marge d'action budgétaire nécessaire. Il y a de bonnes raisons de penser que la politique monétaire devrait continuer à créer de la marge d'action en maintenant les taux d'intérêt à un bas niveau dans un scénario de reprise mondiale à deux vitesses, dans lequel des pays développés comme le Japon, certains pays européens et les États-Unis connaîtront une reprise atone, alors que les pays en développement resteront fermement engagés dans leur trajectoire de rattrapage⁷. Mais quand en particulier les taux d'intérêt sont bas, ou atteignent le plancher incompressible de zéro, et quand la demande de crédit reste faible, comme c'est normalement le cas après une crise financière (Corsetti, Meier et Müller, 2010), c'est à la politique budgétaire qu'il faut entièrement s'en remettre pour promouvoir la croissance de la production. À cet égard, la façon dont le secteur public dépense et se procure des recettes devient un facteur essentiel.

3. *Financement fonctionnel et multiplicateurs budgétaires*

La marge d'action budgétaire comporte un important aspect qualitatif: les choix du secteur public en termes de dépense et d'impôt; différents choix de politique sont possibles pour allouer des ressources à des objectifs spécifiques, avec des résultats macroéconomiques différents (voir encadré 3.2). Cette approche a parfois été qualifiée de «financement fonctionnel» parce qu'elle met l'accent sur les fonctions de dépense et d'impôt dans l'économie, plutôt que d'impliquer a priori que tous les types d'intervention budgétaire ont des effets similaires (Berglund et Vernengo, 2006).

En principe, comme indiqué par Spilimbergo *et al.* (2008), pour stimuler l'économie les dépenses devraient avoir un avantage immédiat par rapport aux réductions d'impôts, tout simplement parce qu'elles induisent directement un accroissement des achats et de la demande, tandis que les réductions d'impôts impliquent que les agents économiques dépensent les fonds économisés grâce à leurs réductions fiscales. L'argument vaut particulièrement en cas de fort endettement du secteur privé, ce dernier ayant plutôt tendance à utiliser une partie des ressources économisées grâce aux réductions d'impôts pour rembourser ses dettes plutôt que pour consommer et investir⁸. On pouvait en outre s'attendre à ce que, dans une économie relativement ouverte, les effets des dépenses publiques et des réductions d'impôts profitent également en partie au secteur étranger, auquel cas un effort mondial concerté serait certainement plus efficace. Les données de fait réunies semblent étayer cette idée (Ilzetzki, Mendoza et Vegh, 2010).

Il s'avère en outre que certains types de dépenses publiques ont des effets multiplicateurs plus importants non seulement sur la dépense (davantage de dépenses additionnelles pour chaque dollar dépensé par le secteur public), mais aussi sur l'emploi

(davantage de travailleurs embauchés pour le même montant dépensé). Pour promouvoir la reprise, il apparaît donc préférable de dépenser dans les secteurs où les effets multiplicateurs sur l'emploi sont les plus importants. Indépendamment des avantages sociaux évidents d'une augmentation de l'emploi, les dépenses de ce type, en réduisant les ressources à consacrer à des filets de sécurité pour les chômeurs, libèrent des fonds pour d'autres fins et amplifient ainsi la marge de manœuvre budgétaire.

Les dépenses sociales et les investissements publics ont des effets multiplicateurs plus importants sur le PIB et sur l'emploi que les réductions d'impôts.

En outre, les dépenses sociales dans des domaines tels que les allocations chômage, l'éducation, la santé, le logement, les retraites et autres prestations au profit des groupes à faible revenu semblent être un bon moyen de favoriser la reprise dans la mesure où elles permettent de maintenir les niveaux de consommation en période de crise. Ces dépenses contribuent également à réduire les niveaux de pauvreté et à accroître la productivité. Toutes ces mesures induisent un accroissement des dépenses, et donc de la croissance. Selon Lindert (2004), ce type de dépenses sociales avec un effet positif sur la croissance à long terme représente une sorte d'«avantage sans contrepartie». On voit donc que les questions de répartition du revenu devraient être prises en compte dans les politiques budgétaires.

Une politique budgétaire expansionniste peut avoir plus de chance de réduire le déficit et le ratio de solvabilité qu'une politique restrictive.

Le choix de l'impôt peut lui aussi constituer un instrument important pour sortir de la récession sans alourdir de façon insupportable la dette publique. Un abaissement des contributions sociales devrait en principe être plus favorable en termes de revenus que des réductions de l'impôt sur les sociétés. Selon Zandi (2008), les données recueillies pour les États-Unis confirment cette hypothèse. Des réductions de la taxe sur les ventes et de la taxe sur la valeur ajoutée, à condition d'être répercutées sur les prix, auront elles aussi un effet relativement important sur le niveau d'activité. Il faudrait de même privilégier les réductions de l'impôt sur le revenu pour les groupes à faible revenu, qui ont une plus grande propension à dépenser.

Encadré 3.2

MULTIPLICATEURS BUDGÉTAIRES

Les multiplicateurs budgétaires sont difficiles à mesurer compte tenu du caractère endogène des variables budgétaires et de la difficulté à obtenir des instruments fiables pour les dépenses exogènes et les modifications de la fiscalité. Il existe fondamentalement deux méthodes pour estimer les multiplicateurs budgétaires: le modèle macroéconomique structurel dans la tradition de la Commission Cowles, qui incorpore les grands éléments de la révolution keynésienne; et le modèle vectoriel autorégressif athéorique (modèle VAR), où l'estimation dépend exclusivement des données disponibles.

La différence essentielle est que l'ancien modèle macroéconomique effectue l'estimation sur la base d'un modèle théorique et s'attache à mesurer des coefficients, tandis que le modèle VAR n'impose guère de restrictions concernant les paramètres. Ce dernier modèle, associé au développement des théories des cycles conjoncturels réels, a été incorporé dans le nouveau modèle keynésien d'équilibre général structurel dynamique, qui postule que le cycle conjoncturel peut être considéré comme un écart par rapport à la tendance. Les cycles d'expansion et de récession sont temporaires, et les agents économiques avec des attentes raisonnables le savent bien. Il est donc largement pensé que le système économique reviendra à l'équilibre après un choc. En d'autres termes, le modèle VAR a été essentiellement conçu pour analyser les chocs exogènes pour les séries autorégressives de retour à la moyenne. Il n'est donc pas surprenant que l'ancien modèle macroéconomique structurel ait tendance à arriver à des valeurs supérieures pour les multiplicateurs concernant les politiques.

Le tableau ci-dessous présente un choix de résultats récents provenant des études de plus en plus nombreuses sur les effets de la politique budgétaire sur le niveau d'activité, avec les deux méthodes. Toutes ces études font apparaître divers multiplicateurs, compte tenu de plusieurs éléments: multiplicateurs des dépenses et multiplicateurs fiscaux, politique monétaire, régime de taux de change et existence d'une crise financière. Hall (2009), Corsetti, Meier et Müller (2010), Ilzetzki, Mendoza et Vegh (2010) et la CNUCED utilisent dans leurs estimations la méthode VAR. Ces estimations par la méthode VAR pour les États-Unis entre 1980 et 2010 font apparaître un éventail de multiplicateurs, allant de 0,71 (pour les

MULTIPLICATEURS FISCAUX ET MULTIPLICATEURS DES DÉPENSES

Étude	Méthode	Période	Couverture	Résultats approximatifs	
				Réductions d'impôts	Dépenses
Zandi (2008)	Modèle structurel	Indéterminée	États-Unis	0,3 à 1,26	1,36 à 1,73
Hall (2009)	Modèle VAR	1930 à 2008	États-Unis	-	0,5 à 1,7*
OCDE (2009)	Modèle structurel	Indéterminée	Pays de l'OCDE	0,6 à 1,0	0,9 à 1,3
Corsetti, Meier et Müller (2010)	Modèle VAR	1975 à 2008	17 pays développés	-	0 à 1,5*
Ilzetzki, Mendoza et Vegh (2010)	Modèle VAR	1960 à 2007	44 pays (20 pays développés; 24 pays en développement)	-	0 à 1,5*
Fair (2010)	Modèle structurel	1960 à 2010	États-Unis	1,0	2,0
CBO (2011)	Modèle structurel	Indéterminée	États-Unis	0,2 à 1,5	0,7 à 2,5
CNUCED**	Modèle VAR	1980 à 2010	États-Unis	0,71	1,87

* *Multiplicateurs pour la politique budgétaire globale, y compris les variations des impôts et des dépenses.*

** *Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED pour le présent rapport.*

Encadré 3.2 (fin)

réductions d'impôts) à 1,87 (pour les dépenses), qui concordent fondamentalement avec les résultats d'autres études. La seule différence importante est que les autres études utilisant le modèle VAR ne font pas la distinction entre les réductions d'impôts et les augmentations de dépenses.

L'OCDE, dans ses Perspectives économiques (OCDE, 2009), fait état de multiplicateurs budgétaires fondés sur le modèle global de l'OCDE qui varient de 0,9 (après un an) à 1,3 (après deux ans) pour les dépenses publiques, et de 0,6 à 1 pour les réductions d'impôts (après un an et après deux ans, respectivement). L'étude présente également des données tirées de plusieurs modèles nationaux qui font apparaître un multiplicateur plus élevé pour les dépenses (1,1 en moyenne, après un an) que pour les baisses d'impôts (entre 0,3 en moyenne pour les réductions de l'impôt sur les sociétés et 0,5 pour les réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers ou de l'impôt indirect). Il ressort aussi de l'analyse que l'ampleur du multiplicateur varie beaucoup d'un pays à un autre.

Selon Fair (2010), qui utilise le modèle de la Fondation Cowles, les multiplicateurs pour les États-Unis pour la période débutant en 1960 étaient d'environ 2 pour les dépenses, mais inférieurs de moitié à ce chiffre pour les réductions d'impôts. Ces chiffres sont du même ordre en gros que les estimations du Congressional Budget Office (CBO, 2011), qui font apparaître des multiplicateurs allant de 0,7 (estimation basse) à 2,5 (estimation haute) pour les achats publics de biens et de services – très supérieurs à ceux résultant des réductions d'impôts temporaires pour les ménages à revenu élevé (0,2 à 0,6) ou même des baisses de l'impôt sur le revenu pour les ménages à faible revenu ou à revenu intermédiaire (entre 0,6 et 1,5). Le CBO utilise des estimations de l'institution Macroeconomic Advisors et des modèles privés de l'institution Global Insight, ainsi que le modèle FRB-US employé par le Conseil des Gouverneurs de la Réserve fédérale américaine.

Il est à noter que presque tous les modèles laissent penser, comme attendu, qu'une politique budgétaire expansionniste a un effet positif sur le niveau d'activité économique. Il en ressort en outre que les effets multiplicateurs des dépenses ont tendance à être supérieurs à ceux des réductions d'impôts, et que les réductions d'impôts en faveur des ménages à faible revenu ont davantage d'effets que celles accordées aux ménages à revenu élevé.

^a Les instruments fiables s'entendent des variables corrélées aux variables explicatives endogènes, mais sans corrélation avec le résidu de l'équation.

^b Ces modèles couvrent l'Allemagne, la Belgique, le Canada, l'Espagne, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon, le Portugal, le Royaume-Uni et la zone euro.

Au-delà de la question consistant à savoir comment organiser la dépense et l'impôt de façon à agir sur la marge de manœuvre budgétaire, le contexte économique général dans lequel s'inscrit la politique budgétaire est important aussi pour déterminer la portée du multiplicateur. Ilzetzki, Mendoza et Vegh (2010) insistent sur l'importance d'un régime de taux de change encadrés pour éviter une trop forte augmentation de la valeur de la monnaie qui compromettrait les effets positifs de l'expansion budgétaire⁹. Ce régime limiterait aussi les déperditions de la demande intérieure au profit des marchés étrangers. Autrement dit, les banques centrales, à travers leur politique d'encadrement non seulement du taux d'intérêt mais aussi du taux de change, ont un rôle fondamental à jouer pour amplifier la marge d'action budgétaire du secteur public.

Dans ce contexte, la marge d'action est généralement réduite dans les pays particulièrement vulnérables aux flux financiers spéculatifs. Dans la mesure où ces flux financiers instables forcent ces pays (généralement des pays en développement) à maintenir chez eux des taux d'intérêt élevés, ils rendent leur politique budgétaire moins efficace que celle des pays développés qui peuvent adapter les taux d'intérêt à leur situation économique nationale. Mais, comme relevé par Ocampo (2011), les pays en développement se sont assurés des possibilités d'expansion budgétaire en prenant eux-mêmes des mesures contre cette instabilité financière, y compris – mais pas seulement – en accumulant des réserves de change et en réglementant les mouvements de capitaux. Ces mesures ont accru leur degré d'autonomie monétaire et leur ont ainsi permis d'abaisser les taux

d'intérêt pour appuyer l'expansion budgétaire. En ce sens, il est intéressant de comparer les pays qui ont réussi à éviter une importante appréciation de leur taux de change réel avant la récession et utilisé la politique monétaire pour favoriser leur expansion budgétaire (comme l'Argentine et la Chine), et ceux qui n'y sont pas parvenus (Grèce, Irlande et Portugal par exemple). En outre, dans les pays développés, où l'éclatement de la bulle financière a été au centre du déclenchement de la récession, les ressources utilisées pour le sauvetage des établissements financiers étaient beaucoup plus importantes, proportionnellement à la taille de l'économie, que dans les pays en développement (comme vu dans le précédent chapitre). On peut donc raisonnablement en déduire que les plans de sauvetage financier, même s'ils sont nécessaires pour éviter l'effondrement des marchés financiers, n'ont qu'un effet limité sur le niveau de l'activité économique, et que la situation financière non seulement affecte la marge budgétaire, mais aussi détermine comment elle est utilisée et quel est son effet en termes de reprise économique.

En résumé, la marge de manœuvre budgétaire dépend non seulement de la mise en œuvre des politiques budgétaires, mais aussi de l'application d'une politique monétaire adaptée et d'un environnement financier national et international propice. Et à cela s'ajoute encore la question de l'acceptation politique des décisions prises. Si la question de la marge

d'action budgétaire se pose pour l'élaboration de politiques macroéconomiques anticycliques, elle doit être prise en compte sans attendre que la marge ait été épuisée mais dès le début (c'est-à-dire au moment où des mesures de relance budgétaire sont décidées), parce que les effets exercés sur la demande et en termes budgétaires diffèrent beaucoup selon les décisions prises pour la dépense ou en matière d'impôt. En combinant ces décisions de façon optimale on peut attendre un effet expansionniste optimal lui aussi, puisque la ponction sera minimale, dans le cadre du processus de circulation des revenus, sur l'épargne et à l'importation, et que les dépenses privées additionnelles seront encouragées au maximum. On voit donc qu'il y a un certain paradoxe de la dette puisque les mesures de relance auront, en termes de revenus, des effets amenant à une compensation complète, voire une surcompensation, du déficit initial grâce aux ressources fiscales additionnelles. En outre, dans la mesure où il y aura une accélération de la croissance du PIB, il se peut que le ratio dette/PIB diminue. En d'autres termes, à cause des effets multiplicateurs et accélérateurs sur les revenus, qui accroissent les recettes fiscales pour des taux d'imposition constants, un déficit peut financer ou même, dans des conditions favorables, surfinancer son propre service de la dette, de sorte qu'une politique budgétaire expansionniste peut avoir plus de chance de réduire le déficit et le ratio de solvabilité qu'une politique restrictive.

D. Le problème des crises de la dette publique

Les crises de la dette publique ne sont pas un phénomène récent. La pratique des prêts souverains remonte au XIV^e siècle, et les faillites récurrentes montrent que ces prêts ont toujours été risqués (Cipolla, 1982; Kindleberger, 1996). Mais ce qui constitue une crise de la dette souveraine n'est pas clair. Les crises ont été parfois dues à des ressources budgétaires insuffisantes, mais plus souvent à des problèmes de réserves de change insuffisantes. La crise asiatique de 1997, par exemple, était due à l'incapacité de plusieurs pays d'arrêter la dévaluation

rapide de leur monnaie et de s'acquitter de leurs engagements vis-à-vis de l'étranger. Il ne s'agissait nullement d'une crise de la dette publique. En ce sens, la crise asiatique a été différente de la crise de la dette des années 1980 en Amérique latine. En Afrique, la région souffrait de problèmes chroniques de surendettement avant l'Initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE). Pendant des décennies les pays africains ont connu une stagnation économique, mais avec des crises uniquement sporadiques de leur balance des paiements.

Il y a deux importantes distinctions à faire lorsqu'on discute du problème des crises de la dette. Premièrement, il existe une différence entre emprunteurs privés et emprunteurs souverains. Ces derniers peuvent emprunter dans leur propre monnaie, qui a cours légal et dont ils ont le monopole d'émission. Deuxièmement, il y a une différence entre la dette publique libellée en monnaie nationale et celle libellée en devises. Dans le premier cas, le gouvernement peut toujours monétiser la dette publique en vendant directement des obligations publiques à la banque centrale, ou bien la banque centrale peut acheter de la dette publique sur les marchés secondaires et faciliter ainsi le financement de l'État. Les conséquences de ce genre d'endettement sont différentes de celles d'une dette libellée en devises lorsque le secteur public est incapable d'en assurer le service. Chacune de ces situations d'endettement appelle donc des mesures différentes pour éviter une crise.

Il se pose en outre la question de la législation régissant l'émission de la dette et les possibilités de renégocier celle-ci. Une émission de dette dans le cadre de la législation nationale bénéficiera d'une flexibilité que n'aura pas celle s'inscrivant dans une législation étrangère. Et dans ce dernier cas aussi, les règles seront même différentes en fonction de la législation spécifique applicable au contrat correspondant, par exemple celle de l'État de New York.

Enfin, il faut souligner qu'il n'y a pas unanimité quant aux causes des crises de la dette. Si des crises de la dette publique peuvent être causées par des dépenses budgétaires excessives par rapport à la base d'imposition, bien souvent le problème des crises financières est lié au système de financement international, qui fournit des liquidités aux agents qui en ont besoin de façon intermittente, et avec des flux de capitaux qui s'évaporent ou même s'inversent au moment précis où l'on en a le plus besoin. Beaucoup de crises sont en réalité la conséquence d'une accumulation de la dette privée et d'une détermination erronée des prix sur les marchés des charges ou autres actifs, sous l'impulsion de certains facteurs incitatifs (par exemple la recherche par des entités étrangères d'investissements rentables). Autrement dit, les crises

de la dette publique peuvent être dues à une mauvaise gestion budgétaire et/ou à une «fragilité financière», pour reprendre la formule bien connue de Minsky. Un système monétaire mondial amélioré (comme examiné dans le chapitre VI), avec des flux financiers plus stables et une réglementation plus stricte de leurs utilisations, est la solution préconisée, de préférence à des mesures de rééquilibrage budgétaire.

1. Prévenir les crises de la dette

Même si bien souvent les crises de la dette publique ne sont pas d'origine budgétaire, certaines sont effectivement causées par des politiques budgétaires intenable, et d'autres encore par des prêts irresponsables destinés à des fins qui ne renforcent pas la productivité globale mais qui équivalent à des jeux à somme nulle sur le moyen terme (voir le chapitre IV du rapport). Mais même quand une crise de la dette est d'origine budgétaire, il faut parfois pour promouvoir la croissance se lancer dans des politiques budgétaires expansionnistes risquant d'aggraver l'endettement dans le court terme, afin d'éviter des conséquences plus graves encore par la suite.

Il arrive que des acteurs privés locaux s'endettent de façon insupportable parce qu'ils croient que les périodes d'expansion et les bulles se poursuivront indéfiniment et parce qu'ils pensent, à tort, qu'ils pourront toujours obtenir du crédit à de très faibles taux d'intérêt. Pour les emprunteurs souverains qui empruntent sur les marchés internationaux, le problème se pose aussi du fait que les créanciers sont incités à continuer à prêter et que les débiteurs pensent qu'ils continueront à disposer de nouveaux apports à faible taux d'intérêt. Il convient de souligner dans ce contexte que, malgré le risque de défaillance des emprunteurs souverains sur les marchés internationaux, les créanciers et les porteurs d'obligations tirent généralement profit de leurs activités, puisqu'ils peuvent imposer aux pays emprunteurs des taux d'intérêt plus élevés. C'est la raison pour laquelle les marchés financiers

Les crédits libellés en devises et les variations soudaines des flux de capitaux et des taux de change réels sont une cause fréquente de crises financières conduisant souvent à des crises de la dette publique.

ont tendance à ne pas punir les pays qui ne peuvent pas assurer le service de leur dette. Lindert (1989) et Lindert et Morton (1989) montrent ainsi que les investisseurs qui avaient acheté des obligations des pays d'Amérique latine durant la période de 1850 à 1914 ont reçu une prime annuelle a posteriori supérieure de 0,42 % aux intérêts perçus par les porteurs d'obligations perpétuelles britanniques, en dépit des défauts de paiement survenus. Dans une étude plus récente sur la rentabilité des investissements dans la dette des pays en développement, il a été calculé qu'abstraction faite des différentes crises, entre 1970 et 2000 le rendement annuel moyen de la dette sur les marchés émergents avait été de 9 % (Klingen, Zettelmeyer et Weder, 2004).

Ces périodes d'euphorie financière sont généralement suivies par des débâcles financières et peuvent conduire à des crises bancaires généralisées (Kindleberger, 1978; Reinhart et Rogoff, 2009). Mais comme ces crises bancaires sont elles-mêmes souvent suivies par une envolée de la dette publique compte tenu des mesures prises pour venir en aide aux établissements financiers en détresse, il faut inclure dans les politiques de réduction du risque de crise de la dette des mesures pour contenir l'endettement du secteur privé, tant intérieur qu'extérieur. Il existe plusieurs instruments permettant de limiter une prise de risque excessive du secteur privé, par exemple une réglementation financière plus rigoureuse, garantissant notamment que les emprunteurs ont des flux de revenus compatibles avec la dette accumulée; des mesures de restriction de certains types de prêts à des conditions abusives, n'informant pas comme il convient les emprunteurs des conditions de remboursement; le plafonnement des taux d'intérêt pour certains types de lignes de crédit; des obligations de fonds propres accrues pour les banques; et des mesures de contrôle des capitaux.

Une dette libellée en devises qui doit être remboursée avec des recettes en monnaie nationale est une autre cause fréquente de crise financière pouvant se transformer en crise de la dette publique. La pratique des crédits en devises a pris énormément d'importance sur des marchés financiers internationaux de plus en plus déréglementés, notamment en Islande, en Hongrie et dans d'autres pays d'Europe orientale. Ces pays ont dans le même temps été la cible d'opérations spéculatives de «carry trade» conduisant à une augmentation de la valeur de la monnaie des pays avec des taux d'intérêt élevés, et

cette augmentation de la valeur de la monnaie, la poussée des importations et la charge plus lourde du service de la dette ont durablement nourri des déficits de compte courant. Les pays concernés sont devenus ainsi vulnérables aux chocs financiers dans l'économie mondiale induits, par exemple, par des fluctuations soudaines des flux financiers ou par des hausses de taux d'intérêt dans des pays finançant le «carry trade», comme le Japon et la Suisse. Dès lors que les flux de capitaux s'inversent, une dépréciation réelle est le seul moyen d'équilibrer les comptes extérieurs dans le pays débiteur (*Rapport sur le commerce et le développement, 2008*). Mais s'il existe une importante dette libellée en devises, une dépréciation réelle fera bondir le ratio dette/PIB et les paiements en monnaie nationale au titre du service de la dette. Et si, après le déclenchement d'une crise et sous la pression des prêteurs internationaux, le gouvernement réagit à la crise extérieure en s'engageant dans des politiques budgétaires restrictives afin de rétablir l'équilibre extérieur en réduisant la demande intérieure, il aggravera le problème. La viabilité de la dette en pâtira de toute façon, avec un risque d'arriver à une crise de la dette et à une situation de défaut de paiement. C'est le scénario classique d'une double crise: une crise de balance des paiements qui conduit à une crise budgétaire, soit parce que le secteur public a contracté une importante part de la dette extérieure, soit parce qu'il a assumé une bonne part des dettes privées.

La situation est encore plus compliquée pour les pays qui sont membres d'une union monétaire, qui ont un conseil de la monnaie, ou qui sont «dollarisés». Dans tous ces cas-là, une dévaluation réelle nécessite forcément des réductions de salaire (processus parfois qualifié de «dévaluation intérieure»). Mais cela comporte le risque d'une déflation qui pourrait compromettre encore plus la viabilité de la dette, puisqu'elle augmenterait la valeur réelle de toutes les créances et pas uniquement de celles libellées en devises (Eichengreen, 2010). Comme on l'a vu plus haut, ce processus pouvait conduire à son tour à une situation de déflation de désendettement ou de crise de bilan.

Contre ce problème, il faut commencer par agir au niveau mondial (comme examiné dans le chapitre VI). Au niveau national, on est forcé de reconnaître qu'en période d'expansion économique les pays et leurs prêteurs sèment les germes des crises futures¹⁰. Durant les périodes d'optimisme généralisé,

les capitaux affluent vers les pays en développement qui sont bien souvent incapables d'en restreindre le volume, même s'ils peuvent en modifier l'échéancier par le biais de mesures de contrôle des capitaux. Comme vu plus haut, cette pratique non seulement conduit à une accumulation rapide de dette extérieure, mais entraîne bien souvent aussi une hausse de la valeur du taux de change réel et induit d'importants déséquilibres extérieurs, qui peuvent provoquer une inversion des flux de capitaux, un effondrement de la monnaie et, pour finir, une crise financière et réelle.

Pour éviter une répétition de ce scénario trop bien connu, c'est en période de prospérité qu'il faut modifier les pratiques en réduisant la dette extérieure, en augmentant les réserves et en appliquant des mesures pour éviter que la monnaie se valorise de façon excessive. Des politiques pour développer les sources intérieures de financement et pour réduire les besoins en capitaux étrangers devraient donc être encouragées durant les phases d'expansion, et c'est précisément ce que font les grands pays émergents depuis la fin des années 1990. Sachant qu'en modifiant la structure de leur dette publique et en favorisant les emprunts dans le cadre national ils peuvent réduire les asymétries et mieux balancer avantages et inconvénients, comme vu plus haut, plusieurs pays en développement remboursent désormais leur dette publique extérieure et émettent à la place de la dette nationale.

2. Des réponses aux crises de la dette

Bien que les crises de la dette ne soient pas toujours d'origine budgétaire, on a ordinairement tendance à répondre à une envolée de la dette publique par des mesures de compression des dépenses publiques. Mais cette politique ne semble pas être

la plus judicieuse, car c'est la nature de la crise qui doit déterminer la réponse appropriée. Si la crise est due à l'éclatement d'une bulle d'actifs, la réponse devrait passer par une réforme financière, et même

par le contraire d'une politique de compression des dépenses publiques, c'est-à-dire par des mesures anticycliques pour absorber le désendettement du

secteur privé afin de sortir du marasme macroéconomique créé par la déflation des actifs (*Rapport sur le commerce et le développement, 2009*). Si la crise résulte d'une surexposition à des prêts en devises et d'une augmentation excessive en termes réels de la valeur

de la monnaie, la réponse appropriée au niveau national pourrait passer par une amélioration de la structure de la dette et par l'adoption de politiques visant à éviter les désalignements du taux de change réel et à réglementer les flux de capitaux.

Des mesures de compression des dépenses publiques pour faire face à une crise ne venant pas de politiques budgétaires irresponsables posent problème pour plusieurs raisons. Les mesures d'austérité budgétaire ont tendance à pénaliser les groupes sociaux les plus vulnérables, souvent avec de graves conséquences sociales. Et elles peuvent même être inopérantes pour réduire le ratio dette/PIB parce qu'elles risquent d'amplifier la récession et de peser ainsi sur le dénominateur de ce ratio. Les mesures d'austérité budgétaire peuvent donc être synonymes d'ajustements douloureux sur le court terme, et se révéler coûteuses sur le long terme. On a constaté qu'après les récessions la production parvenait à retrouver sa croissance tendancielle antérieure, mais la production perdue n'est jamais récupérée (Cerra

et Saxena, 2008). Les récessions provoquent donc une perte irréversible de production, et comme les politiques d'austérité budgétaire amplifient la durée et la profondeur d'une récession, elles aggravent aussi cette perte et amoindrissent la capacité du pays de supporter un certain niveau d'endettement.

Mais les politiques de compression des dépenses

publiques peuvent peser d'une autre façon encore sur la croissance à long terme et, ainsi, sur la viabilité de la dette. Comme les dépenses courantes peuvent se révéler difficiles à ajuster (parce que composées

La réponse à une crise devrait répondre de la nature de cette crise...

... Si une crise n'a pas été provoquée par des politiques budgétaires irresponsables, des mesures de compression des dépenses publiques ne sont pas la réponse appropriée.

essentiellement de salaires et de prestations sociales), la compression des dépenses publiques implique généralement de vastes coupes dans les investissements publics (Martner et Tromben, 2004; Easterly, Irwin et Servén, 2008). Cette réduction de dépenses publiques nécessaires pour la croissance peut entraîner une baisse de la valorisation actuelle des recettes publiques futures d'une ampleur plus importante que celle des économies budgétaires obtenues grâce à la compression des dépenses. Le résultat sera donc une amélioration dans l'immédiat de la situation de trésorerie du pays, mais avec des répercussions négatives sur la viabilité des finances publiques et de la dette dans le long terme. La politique budgétaire doit donc expressément prendre en compte les effets des mesures d'assainissement sur la croissance de la production et sur l'accumulation de capital. Elle devrait aussi reconnaître qu'un déficit pour financer un projet d'investissement et que certaines dépenses courantes, particulièrement dans des domaines comme la santé, l'éducation, la nutrition et l'assainissement, peuvent en réalité accroître (et non pas réduire) la richesse nette du pays.

Mais même les emprunteurs souverains qui s'appuient sur des indicateurs budgétaires à long terme valables peuvent se trouver privés d'accès au crédit sur les marchés internationaux et incapables de financer leurs déficits de trésorerie à un taux d'intérêt raisonnable. C'est là que la communauté internationale doit pouvoir agir et apporter le soutien financier nécessaire, considéré non pas comme un sauvetage, mais simplement comme une intervention pour remédier à un dysfonctionnement du marché. Si Bagehot (1873) faisait valoir à raison qu'en temps de crise le prêteur national en dernier ressort devait consentir, moyennant un taux de pénalisation, à prêter aux banques solvables mais à court de liquidités, son idée est difficile à appliquer aux prêteurs internationaux en dernier ressort. Cette idée d'un taux de pénalisation avancée par Bagehot visait à éviter l'aléa moral. Or il est douteux que l'aléa moral joue un quelconque rôle significatif dans la finance internationale, et il n'est certainement pas la cause principale des crises de la dette souveraine¹¹.

Un prêt consenti moyennant un taux de pénalisation ne procurera donc aucun avantage *ex ante* si l'objectif est d'imposer une discipline aux emprunteurs. Au contraire, en augmentant les intérêts à payer, on contribuerait à l'accumulation de la dette et/ou aggraverait ainsi le problème que ce prêt d'urgence

tente de solutionner. L'argumentation est encore plus pertinente pour les pays proches d'une situation d'insolvabilité. Pour eux, les taux d'intérêt élevés censés protéger les ressources du prêteur en dernier ressort risquent en réalité d'avoir l'effet inverse à celui recherché et d'aboutir à des pertes, puisque le prêteur en dernier ressort qui accorde un crédit moyennant un taux de pénalisation peut pousser encore plus le pays vers l'insolvabilité.

3. Restructuration de la dette

Quand la dette souveraine est libellée en monnaie nationale, il y a peu de risque de défaillance puisqu'elle peut être remboursée en émettant davantage de monnaie. Mais quand les dettes sont libellées en devises, il faut nécessairement s'attendre à un défaut de paiement et à une restructuration de la dette, même lorsque les meilleures politiques possibles sont suivies aux niveaux national et international. Mais ce principe n'est pas applicable à la dette privée, puisque les acteurs privés sont souvent sauvés par les autorités nationales. D'un point de vue purement juridique, toutefois, un État souverain ne peut pas être déclaré insolvable. En outre, la valeur des actifs d'un pays (son territoire, ses ressources naturelles et la richesse de ses citoyens) est généralement très importante, et en tout cas pas toujours mesurable en valeurs courantes. Il est par conséquent inconcevable que les engagements d'un pays puissent être supérieurs à ses actifs (ce qui serait pour une entreprise une situation d'insolvabilité). En outre, les créanciers ne peuvent pas assumer unilatéralement (ou avec l'aide d'un tribunal) la gestion d'un pays (c'est-à-dire se substituer à son gouvernement). En réalité, le principe de l'immunité souveraine limite la capacité d'un créancier de poursuivre une entité souveraine, et même quand celle-ci accepte de renoncer à son immunité les décisions de justice restent difficiles à faire exécuter puisque les actifs situés sur le territoire du pays défaillant ne peuvent pas être confisqués.

Bien que les États souverains ne puissent pas être forcés de rembourser leurs dettes, les cas de défaillance d'un État souverain, au-delà des problèmes de change, restent très rares. La plupart du temps, les États font des efforts considérables et s'imposent des sacrifices économiques pour assurer le service de leur dette car leurs dirigeants semblent

penser qu'il est moins cher de rembourser que de se trouver en situation de défaut. Mais s'il est facile de déterminer le coût d'un remboursement (correspondant à la valeur du prêt), il est plus difficile de calculer les coûts d'une faillite souveraine. La question est loin d'être purement théorique, car il faut bien comprendre les coûts d'une faillite pour concevoir des politiques qui permettent de réduire ces coûts et d'éviter la survenue de tels événements. Il convient de souligner aussi que les faillites souveraines ont rarement été des faillites totales; il s'agit généralement, et par nature, de faillites partielles impliquant une certaine réduction/restructuration de la dette.

En cas de défaut de paiement, les dettes doivent être restructurées.

Dans les études économiques, on s'est surtout intéressé aux coûts des faillites en termes de réputation et sur le plan commercial. Les modèles pour les coûts en termes de réputation postulent qu'en cas de faillite un pays peut moins facilement accéder aux marchés financiers internationaux (Eaton et Gersovitz, 1981). Les modèles privilégiant les coûts sur le plan commercial donnent à entendre que les pays défaillants peuvent se voir infliger des sanctions commerciales (Bulow et Rogoff, 1989). Outre le fait que ces modèles soulèvent certains problèmes théoriques (voir à ce sujet Panizza, Sturzenegger et Zettelmeyer, 2009), leur réelle faiblesse est qu'ils reposent sur des postulats qui n'ont pas été démontrés de façon empirique. Les coûts en termes de réputation semblent être limités en ampleur et en durée (Borensztein et Panizza, 2010), et rien n'atteste que des sanctions commerciales aient été appliquées (du moins récemment). Une catégorie plus récente de modèles théoriques se focalise sur les effets d'une faillite souveraine à l'intérieur du pays lui-même (Cole et Kehoe, 1998). Mais il ressort encore une fois des données empiriques que les coûts d'une faillite semblent être limités, y compris en termes d'effets sur la croissance du PIB (Levy Yeyati et Panizza, 2011). Et en tout état de cause, ces coûts ont été plus faibles dans les pays ayant restructuré leur dette de manière anticipée (De Paoli, Hoggarth et Saporta, 2006).

Une situation de défaut de paiement pure et simple compromet la stratégie générale pour conserver la confiance des marchés financiers, confiance indispensable pour attirer les capitaux étrangers et favoriser l'investissement (pratique dite d'«abus

de confiance»), et cela peut majorer le coût de cette faillite en y ajoutant des facteurs qualitatifs qui ne sont pas visibles dans un exercice quantitatif de pesée des coûts et des avantages. En effet, si le défaut de paiement d'un pays apparaît de toute façon inévitable, sa réputation en souffrira moins (Grossman et Van Huyck, 1988). C'est sans doute pour cela que certains gouvernements préfèrent supporter d'importants coûts pour retarder une faillite inéluctable, afin de signaler à toutes les parties intéressées que quand la faillite finira par se produire il ne s'agira pas d'une «faillite stratégique» (Borensztein et Panizza, 2009; Levy Yeyati et Panizza, 2011).

En cas de défaut de paiement les dettes doivent être restructurées, et ce processus complexe dépend de la structure de la dette en défaut. Jusqu'au début des années 1990, la dette étrangère des pays en développement était essentiellement détenue par des créanciers officiels (multilatéraux ou bilatéraux) ou par des banques. Quand le mécanisme de swaps du plan Brady dans les années 1990 a transformé en obligations négociables les prêts bancaires consortiaux en défaut, les décideurs craignaient qu'en raison de l'existence d'une multitude de créanciers dispersés et hétérogènes les renégociations de la dette soient longues et coûteuses. On craignait aussi qu'une dette largement dispersée incite certains créanciers individuels (par exemple des fonds prédateurs spécialisés) à rester à l'écart de ce rééchelonnement de la dette puis à engager une action en justice dans l'espoir de récupérer la valeur nominale totale de leurs créances (Panizza, Sturzenegger et Zettelmeyer, 2009).

Ces préoccupations ont débouché sur plusieurs initiatives visant à faciliter le processus de restructuration de la dette et, à la suite de la crise argentine des années 2001-2002, à une proposition du FMI en vue de la création d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine. Cette approche réglementaire de la restructuration de la dette reprenait certains éléments d'une proposition déjà faite par la CNUCED (*Rapport sur le commerce et le développement, 1981*), fondée elle-même sur le chapitre 11 du Code de commerce des États-Unis (le code des faillites pour les agents privés). Le mécanisme de restructuration de la dette souveraine a été rejeté pour finir par le Trésor des États-Unis sous la pression de

groupes financiers engagés dans des opérations sur les obligations de marchés émergents. Cet organisme a proposé, pour surmonter le problème de la réticence des créanciers, une approche contractuelle reposant sur l'introduction dans les contrats d'emprunt de clauses d'action collective et sur l'utilisation d'accords de sortie¹². Les pays qui présenteraient peu de risques d'avoir besoin dans l'avenir de restructurer leur dette obtiendraient des conditions plus flexibles que ceux où des problèmes de la dette étaient plus probables. Mais parfois les créanciers se sont opposés à l'utilisation d'«accords de sortie» lors de l'émission d'obligations, y compris des clauses d'action collective (Gelpern, 2003).

En outre, les clauses d'action collective ne règlent pas certains autres problèmes que pose l'actuel «non-système». Comme les règles actuelles ne permettent pas d'appliquer le principe de la priorité de rang (à l'exception de la priorité de fait reconnue aux institutions multilatérales), on en arrive ainsi à un excédent de prêts juste avant le déclenchement d'une crise de la dette (dilution de la dette) et à des prêts insuffisants durant le processus de restructuration (manque de financement intérimaire). Il y a dilution de la dette quand de nouvelles émissions de dette risquent de porter tort aux créanciers existants d'un pays au bord de la catastrophe financière. Il a été montré que cette dilution de la dette augmentait les coûts des emprunts et pouvait conduire à des niveaux dangereux d'accumulation de la dette (Bolton et Olivier, 2007)³⁶. Durant la période de restructuration, le pays en défaut peut avoir besoin de fonds extérieurs soit pour soutenir ses échanges commerciaux soit pour financer un déficit courant primaire, et s'il n'accède pas à ces fonds la crise risque de s'amplifier et d'amoindrir encore sa capacité de paiement. Comme ce financement intérimaire impliquerait une forme de priorité concernant le rang des créances existantes, le pays en défaut ne serait plus en mesure d'obtenir aucun crédit du secteur privé durant la période de restructuration. Et un second problème se pose: dans les modèles conventionnels de la dette souveraine il est supposé que les pays sont incités à se déclarer en défaut dans une trop grande mesure ou trop tôt, mais il apparaît aujourd'hui que

les autorités sont réticentes à déclarer une situation de défaut et qu'elles font tout ce qu'elles peuvent pour l'éviter (Rogoff et Zettelmeyer, 2002). Le report de cette déclaration de situation de défaut est délétère pour la valeur de l'encours de la dette, car une crise prolongée auparavant peut affecter autant la capacité que la volonté de payer.

On voit donc pourquoi, dix ans après l'abandon du projet initial de mécanisme de restructuration de la dette souveraine, on continue à s'interroger pour savoir si un tel mécanisme apporterait quelque chose d'utile à l'architecture financière internationale (Fernández-Arias, 2010). Les adversaires de cette approche réglementaire font valoir que le système actuel n'a rien à lui envier puisque pour les contrats non exécutoires, la volonté de payer est liée aux coûts de défaut à cause d'un processus de restructuration de la dette inefficace (Dooley, 2000; Shleifer, 2003). L'élimination de ces inefficacités réduirait donc les coûts de défaut et augmenterait les coûts des emprunts. Les partisans de l'approche réglementaire soutiennent de leur côté que la dilution de la dette, le manque de financement

Une crise prolongée avant la déclaration de défaut peut affecter autant la capacité que la volonté de rembourser la dette.

intérimaire et une accumulation dangereuse de la dette entraînent des pertes de valeur pour les débiteurs comme pour les créanciers. Le risque que des pays retardent une déclaration nécessaire de défaut pour montrer que la faillite était pour finir inévitable est un important élément à prendre en compte pour décider si des mesures internationales sont désirables afin de limiter les coûts des situations de défaut. Si un pays tente de défendre sa réputation en reportant déraisonnablement une déclaration de défaut et qu'il crée ainsi une perte sèche, il existe des mesures pour réduire les coûts d'un défaut. La création en particulier d'une entité habilitée à certifier les situations de défaut nécessaires et à protéger ainsi la réputation des pays sans les forcer à des manœuvres dilatoires pénibles et contre-productives pourrait contribuer à réduire les coûts de défaut tout en augmentant simultanément la valeur des montants récupérables sur la dette en défaut. Ce mécanisme faciliterait ainsi l'accès au crédit et réduirait les coûts globaux des emprunts. Il importe de souligner que le report d'un défaut de remboursement va généralement de pair avec

l'application de mesures d'austérité qui réduisent encore davantage la capacité de remboursement.

S'il est impossible de vérifier directement l'idée que la création d'un mécanisme de résolution de la dette augmenterait les coûts des emprunts (puisque'il n'existe pas de tel mécanisme), on peut la vérifier indirectement en examinant si les autres mécanismes qui facilitent la restructuration de la dette souveraine ont un effet sur les coûts des emprunts, en prenant par exemple les clauses d'action collective. Quand ces clauses ont été initialement introduites dans la législation de l'État de New York réglementant les titres obligataires, on craignait qu'en réduisant les coûts de défaut elles augmentent ceux des emprunts. Or il est largement établi aujourd'hui que ces clauses n'ont aucun impact sur les coûts des emprunts. Les tenants de l'idée que les coûts des emprunts augmenteraient mentionnent souvent un vague risque de coût en termes de réputation. Mais ces hypothèses sont encore une fois impossibles à vérifier de manière formelle (et on ne voit pas très bien pourquoi un mécanisme comme celui-là nuirait à la réputation). En tout état de cause, les coûts en termes de réputation dans les situations de faillite souveraine sont

soit très limités (Ozler, 1993; Benczur et Ilut, 2006) ou très provisoires (Borensztein et Panizza, 2009), ou bien à la fois limités et provisoires (Flandreau et Zumer, 2004).

En résumé, la restructuration de la dette fait partie d'une stratégie pour sortir d'une crise de la dette, dans l'intérêt non seulement du pays emprunteur mais aussi des créanciers, puisqu'elle renforce les perspectives de reprise économique ainsi que la capacité de remboursement. Si cette renégociation de la dette libère des ressources utilisables pour des activités de croissance, elle peut aider un pays à mieux financer son service de la dette réduit. Mais les défaillances souveraines ou la restructuration de la dette ne sont pas une panacée, et les risques qu'elles présentent doivent être soigneusement mis en balance avec les risques de contagion, particulièrement dangereux dans la zone monétaire européenne. Il n'est pas exclu non plus que les déposants dans un pays perdent confiance dans les autorités et fuient le pays, et ce risque est particulièrement fort dans une union monétaire où il est impossible d'empêcher les citoyens de transférer leurs dépôts à court terme ailleurs dans l'union.

E. Conclusions: sortir de la dette

La discussion ci-dessus fait apparaître que la meilleure stratégie pour réduire la dette publique consiste à promouvoir des politiques budgétaires favorisant la croissance. Il ressort en outre des informations recueillies que les mesures d'expansion budgétaire sont généralement plus efficaces si l'accent est mis davantage sur les dépenses que sur les réductions d'impôts, si les dépenses sont ciblées sur les infrastructures et les transferts sociaux, et si les réductions d'impôts sont à leur tour ciblées sur les groupes à faible revenu, qui ont généralement une propension plus grande à dépenser. Les politiques d'expansion fiscale, en accroissant le niveau d'activité et les revenus, comme vu plus haut, dynamisent

les flux de revenus et réduisent le ratio dette/PIB, en particulier si les taux d'intérêt sont relativement bas par rapport au taux de croissance du PIB. En ce sens, c'est donc bien une stratégie d'expansion budgétaire qui peut le mieux aider à surmonter les problèmes dus à l'accroissement de la dette publique, surtout lorsque cette dette n'est pas liée essentiellement à des problèmes budgétaires.

En outre, même si, pour des raisons économiques et/ou politiques, il n'existe guère de marge pour une expansion budgétaire, il reste toujours possible de réorienter la dépense et l'impôt pour appuyer des mesures plus expansionnistes. L'idée encore une

fois est que les dépenses sont préférables aux réductions d'impôts, et que les mesures prises dans l'un et l'autre domaine devraient bénéficier en particulier aux groupes à faible revenu. Une distribution plus équitable des revenus permettrait une reprise économique plus autonome et améliorerait les chances de parvenir à un rééquilibrage budgétaire. En ce sens, une hausse des salaires réels en cas de hausse de la productivité et, surtout dans les pays en développement avec un important secteur informel, des transferts publics vers les groupes sociaux à faible revenu, est importante pour appuyer l'expansion budgétaire.

Au-delà de l'idée que la croissance est la meilleure solution pour réduire les ratios dette publique/PIB, il est important de souligner que les ratios de la dette publique plus élevés, en particulier dans les pays développés après la crise, ne menacent pas en tant que tels la viabilité des finances publiques. La dette publique aujourd'hui est beaucoup plus supportable que la dette privée avant la crise. Tant que les taux d'intérêt restent bas et qu'il existe des capacités inutilisées, il n'y a pas d'effet d'éviction de l'investissement privé, et des ratios de la dette publique globalement plus élevés ne compromettent pas la reprise. Pour le monde dans son ensemble et pour les grandes économies, la seule stratégie validée est une

La meilleure stratégie pour réduire la dette publique consiste à promouvoir des politiques budgétaires qui favorisent la croissance et des taux d'intérêt bas.

stratégie de rééquilibrage budgétaire par le moyen de la croissance. Conjuguée avec de faibles taux d'intérêt, cette croissance induira, au fil du temps, une augmentation des recettes et une baisse des ratios

de la dette. Mais cela implique de maintenir par le biais de la politique monétaire des taux d'intérêt peu élevés, afin que la charge des paiements au titre des intérêts pour le secteur public reste supportable.

Si l'inflation est perçue comme une grave menace pour la stabilité économique, et

compte tenu du fait que dans la plupart des pays les pressions sur les prix sont essentiellement venues de la financiarisation des marchés de produits de base, les effets secondaires ultérieurs (une spirale prix-salaires par exemple) doivent être pris en compte en suivant une politique des revenus plutôt qu'en adoptant des mesures macroéconomiques restrictives. Il peut arriver qu'une contrainte extérieure (par exemple quand un manque de compétitivité entraîne des déficits de compte courant) rende difficile un processus d'expansion budgétaire parce que cela aggraverait le déséquilibre extérieur. Dans ces cas-là, il convient en priorité de résoudre le problème de balance des paiements plutôt que d'introduire des mesures d'austérité. Ce principe vaut particulièrement pour les pays membres d'une union monétaire. ■

Notes

- 1 C'est ainsi que le FMI, quand il a accordé des programmes d'assistance importants à l'Argentine, au Brésil, à l'Indonésie, au Mexique, à la République de Corée, à la Thaïlande et à la Turquie, a été accusé de gaspiller l'argent public. Mais tous ces pays ont remboursé et le Fonds (et donc le contribuable international) y a même légèrement gagné. Il a d'ailleurs subi lui-même une crise budgétaire quand les pays n'ont plus été en crise (ce qui n'étonnera pas, la mission du Fonds étant de gérer les crises). Et le cas de l'Argentine a montré de façon intéressante que même une tentative de sauvetage manquée pouvait s'avérer finalement profitable pour le Fonds.
- 2 La préférence donnée aux réductions de dépenses sur les hausses d'impôts est aussi justifiée par le fait que la fiscalité est déjà lourde dans les pays développés: aussi «la marge dont on dispose pour augmenter les impôts sans compromettre l'efficacité économique est-elle probablement réduite» (FMI, 2010c: 10).
Le FMI (2010b) n'apporte aucune preuve empirique de cette façon d'agir prétendument «générale» des banques centrales, pourtant fondamentale dans sa recommandation de diminuer les dépenses plutôt que d'augmenter les impôts. Il n'apporte pas non plus de preuve théorique convaincante. Il indique que des hausses d'impôts feraient augmenter les prix de telle sorte que les banques centrales seraient empêchées de réduire les taux d'intérêt. Or, il n'apparaît pas que les impôts directs (éventualité qui n'est pas mentionnée) entraînent de quelque façon les prix à la hausse, ni même que des taux plus élevés d'imposition indirecte aient une incidence autre que ponctuelle sur les prix, ce qui justifierait une orientation restrictive de la politique monétaire. Et si les hausses d'impôts provoquent effectivement de l'inflation, alors les taux d'intérêt réels diminuent et créent l'effet de relance économique sans que les banques centrales soient contraintes de réduire les taux d'intérêt nominaux. Par ailleurs, l'idée que l'austérité budgétaire provoque une réduction des taux de change réels contredit l'opinion – également soutenue par le FMI – voulant que des déficits budgétaires réduits améliorent la confiance parmi les marchés financiers et finissent par attirer des flux de capitaux, d'où une revalorisation de la monnaie.
- 3 Intervient ici le postulat implicite selon lequel une politique d'austérité budgétaire réduit non seulement le déficit budgétaire mais aussi le ratio dette publique/PIB – ce qui est loin d'être garanti: même si on parvient à améliorer l'équilibre budgétaire, cette amélioration risque d'être insuffisante pour abaisser le ratio. Un excédent budgétaire serait indispensable pour réduire la dette en termes absolus.
- 4 Par exemple, la part des recettes pétrolières dans les recettes budgétaires totales était supérieure en 2005-2008 à 80 % dans les pays suivants: Angola, Arabie saoudite, Bahreïn, Brunéi Darussalam, Congo, Guinée équatoriale, Libye, Nigéria, Oman et Timor-Leste. Elle était supérieure à 70 % en Algérie, aux Émirats arabes unis, au Koweït et au Yémen. Et un certain nombre de pays de la Communauté d'États indépendants (CEI), dont l'Azerbaïdjan, la Fédération de Russie et le Kazakhstan, et de pays d'Amérique latine comme la Bolivie, l'Équateur et la République bolivarienne du Venezuela dépendent aussi fortement pour leurs recettes de leur secteur des hydrocarbures, bien que la part relative de ces revenus dans les recettes budgétaires totales soit moindre que dans les régions susmentionnées. Il en va de même pour les pays qui dépendent des ressources minérales comme le Botswana, le Chili, la Guinée, le Libéria, la Mongolie, la Namibie et le Pérou (Villafuerte, López-Murphy et Ossowski, 2010; FMI, 2011c).
- 5 Ainsi, le Gouvernement chilien a augmenté le pourcentage des redevances que doivent acquitter les sociétés minières afin d'aider à financer la reconstruction à la suite du tremblement de terre de 2010. Dans le même ordre d'idées, le Gouvernement guinéen réexamine actuellement son code minier afin de relever son niveau de participation dans les projets miniers; en Afrique du Sud, une entreprise minière publique a été créée récemment et le Gouvernement envisage d'augmenter le taux des redevances.
- 6 À cet égard, l'appel récent à un resserrement monétaire lancé par la Banque des règlements internationaux (BRI, 2011) semble relever d'une vue exagérément pessimiste des risques d'accélération de l'inflation.
- 7 Selon Barro et Redlick (2011), les données pour les États-Unis sur les effets relatifs des dépenses publiques par rapport à ceux des baisses d'impôts ne sont pas concluantes. Il ressort néanmoins des données présentées par Zandi (2008) que les programmes de dépenses publiques seraient plus stimulants que les réductions d'impôts.

- 8 Cet argument est lié à l'idée conventionnelle voulant que l'expansion budgétaire accroisse les taux d'intérêt, favorise les apports de capitaux et induise pour finir une valorisation de la monnaie. Mais Ilzetzki et al. (2010) ne voient pas de lien entre taux d'intérêt élevés et expansion budgétaire. Il est donc permis de penser que les apports en question s'expliquent tout simplement par la croissance de l'économie, et que des mesures d'aménagement monétaire sont le principal mécanisme permettant aux régimes de taux de change encadrés d'avoir des effets multiplicateurs budgétaires plus importants. En réalité, il est amplement démontré que les flux de capitaux vers les pays en développement sont généralement procycliques.
- 9 Pour éviter ce problème et parer au risque de crise de la dette, on pourrait par exemple établir un ensemble de principes pour l'octroi de prêts et la souscription d'emprunts souverains de façon responsable, notamment diligence raisonnable, obligation fiduciaire, autorisation en bonne et due forme, transparence et devoir d'information, et prise en compte de la question de la restructuration de la dette (CNUCED, 2011b). Ces principes devraient s'appliquer au secteur privé également, car il n'est pas rare que le secteur public doive pour finir assumer les risques excessifs pris par le secteur privé en prêtant et en empruntant. Mais ces principes n'impliquent nullement que les emprunteurs doivent se soumettre à des règles de conduite qui seraient fixées par les créanciers eux-mêmes. Les effets juridiques des principes en question dépendraient essentiellement, en réalité, de l'appréciation de l'État.
- 10 S'il y avait un degré significatif d'aléa moral dans la finance internationale, les écarts de taux d'intérêt sur les prêts aux marchés émergents devraient être réduits à zéro, les créanciers étant absolument sûrs que le FMI ou un autre acteur leur garantirait qu'ils récupéreront en totalité les montants prêtés (Lane et Phillips, 2002). Pour une contestation de l'idée d'aléa moral dans la finance internationale, voir Kamin, 2002; pour un point de vue plus équilibré sur la question, voir Corsetti, Guimarães et Roubini, 2003.
- 11 Il existe trois principales clauses d'action collective: i) les clauses d'action majoritaire, qui permettent à une majorité qualifiée de détenteurs d'obligations (représentant généralement 75 % du principal des obligations en cours) de modifier l'ensemble des clauses et conditions des obligations, y compris les échéances de paiement, et d'imposer ces modifications aux autres porteurs; ii) les clauses de représentation, permettant à un seul agent ou groupe d'agents de négocier avec les débiteurs au nom des porteurs; et iii) une clause de distribution, prévoyant que tout montant reçu par l'un quelconque des créanciers doit être distribué entre l'ensemble des créanciers. L'accord de sortie est une technique par laquelle une majorité des porteurs d'obligations peut modifier les conditions non financières d'une obligation dans le but de réduire la valeur du titre sur le marché secondaire et d'encourager donc à accepter une offre d'échange.
- 12 La dilution de la dette n'est pas un problème dans l'univers des entreprises, puisque les tribunaux peuvent faire appliquer les règles de priorité de rang. Elle est problématique par contre pour la dette souveraine parce qu'après une défaillance souveraine tous les créanciers, anciens et nouveaux, subissent généralement la même décote.

Bibliographie

- Admati A., DeMarzo P., Hellwig M. et Pfleiderer P. (2010). Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is *not* expensive. Stanford GSB Research Paper No. 2063, Stanford University, Stanford, CA, États-Unis.
- Angeriz A. et Arestis P. (2009). The consensus view on interest rates and fiscal policy: Reality or innocent fraud? *Journal of Post-Keynesian Economics*, 31(4): 567 et 568.
- Arcand J. L., Berles E. et Panizza U. (2011). Too much finance? Working paper, The Graduate Institute, Genève.
- Aschauer D. (1989). Is public expenditure productive? *Journal of Monetary Economics*, 23(2): 177-200.
- Bagehot W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Voir: <http://www.gutenberg.org/cache/epub/4359/pg4359.html>.
- Barba A. et Pivetti M. (2009). Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications – a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 33(1): 113-137.
- Barro R. (1974). Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, 82 (6): 1095-1117.
- Barro R. et Redlick C. (2011). Macroeconomic effects from government purchases and taxes. *Quarterly Journal of Economics*, CXXVI(1): 51-102.
- Benczur P. et Ilut C. (2006). Determinants of spreads on sovereign bank loans: The role of credit history. MNB Working Papers 2006/1, Magyar Nemzeti Bank (Banque centrale), Budapest.
- Berglund P. et Vernengo M. (2006). Fiscal policy reconsidered (introduction). In: Berglund P. et Vernengo M., éd., *The Means to Prosperity: Fiscal Policy Reconsidered*. Londres, Routledge: 1-16.
- Bernanke B. et Reinhart V. (2004). Conducting monetary policy at very low short-term interest rates. Conférence à l'International Center for Monetary and Banking Studies, Genève. Voir: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200401033/default.htm>.
- Blanchard O., Dell'Ariccia G. et Mauro P. (2010). Rethinking macroeconomic policy. IMF Staff Position Note SPN/10/03, Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- Bolton P. et Olivier J. (2007). Structuring and restructuring sovereign debt: the role of a bankruptcy regime. IMF Working Paper 07/192, Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- Borensztein E. et Panizza U. (2009). The costs of default. IMF Staff Papers 56(4): 683-741, Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- Borensztein E. et Panizza U. (2010). Do sovereign defaults hurt exporters? *Open Economies Review*, 21(3): 393-412.
- Bornhorst F., Budina N., Callegari G., ElGanainy A., Gomez Sirera R., Lemgruber A., Schaechter A. et Beom Shin J. (2010). A status update on fiscal exit strategies. IMF Working Paper WP/10/272, Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- BRI (2011). Quatre-vingt et unième rapport annuel. Bâle, 1er avril 2010-31 mars 2011.
- Bulow J. et Rogoff K. (1989). A constant recontracting model of sovereign debt. *Journal of Political Economy*, 97(1): 155-178.
- Cerra V. et Saxena S. C. (2008). Growth dynamics: The myth of economic recovery. *American Economic Review*, 98(1):439-57.
- Christiano L., Eichenbaum M. et Rebelo S. (2009). When is the government spending multiplier large? NBER Working Paper No. 15394, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. États-Unis.

- Cipolla C. (1982). *The Monetary Policy of Fourteenth-Century Florence*. Berkeley, CA, University of California Press.
- CNUCED (2011 a). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*. New York et Genève, Nations Unies, juin.
- CNUCED (2011 b). Principes pour les financements souverains responsables. Document de travail, Genève, avril.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 1981*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.81.II.D.9, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2005. Nouvelles formes d'interdépendance mondiale*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.05.II.D.13, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2008. Prix des produits de base, flux de capitaux et financement de l'investissement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.08.II.D.21, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2009. Faire face à la crise mondiale: Atténuation des changements climatiques et développement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.09.II.D.16, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2010. Emploi, mondialisation et développement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.10.II.D.3, New York et Genève.
- Cole H. L. et Kehoe P. J. (1998). Models of sovereign debt: Partial versus general reputations. *International Economic Review*, 39(1): 55-70.
- Congressional Budget Office (2011). Estimated Impact of the American recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from January 2001 through March 2011, Washington, D. C., mai. Voir: <http://www.cbo.gov/ftpdocs/121xx/doc12185/05-25-ARRA.pdf>.
- Corsetti G., Guimaraes B. et Roubini N. (2003). International lending of last resort and moral hazard: A model of IMF's catalytic finance. NBER Working Paper No. 10125, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, États-Unis.
- Corsetti G., Meier A. et Müller G. (2010). What determines government spending multipliers? Paper prepared for the project on International Dimensions of Fiscal Policy Transmission, sponsored by the Fondation Banque de France and the Center for Economic Policy Research. Voir: <http://www.eui.eu/Personal/corsetti/research/multipliers.pdf>.
- De Paoli B., Hoggarth G. et Saporta V. (2006). Costs of sovereign default. Bank of England Financial Stability Paper 1, Londres.
- Dooley M. (2000). Can output losses following international financial crises be avoided? NBER Working Paper No. 7531, Cambridge, MA., États-Unis.
- Dymski G. (2003). The international debt crisis. In: Michie J, éd., *The Handbook of Globalization*. Cheltenham, Edward Elgar.
- Easterly W., Irwin T. et Servén L. (2008). Walking up the down escalator: Public investment and fiscal stability. *World Bank Research Observer*, 23(1): 37-56, Oxford University Press.
- Eaton B. et Gersovitz M. (1981). Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. *Review of Economic Studies*, 48(2): 289-309.
- Eichengreen B. (2010). Ireland's rescue package: Disaster for Ireland, bad omen for the Eurozone. VOX EU, 3 décembre 2010. Voir: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5887>.
- Eisner R. (1995). US national saving and budget deficits. In: Epstein GA and Gintis HM, éd., *Macroeconomic Policy after the Conservative Era: Studies in Investment, Saving and Finance*. Cambridge, New York et Melbourne, Cambridge University Press: 109-42.
- Eisner R. (2006). Budget deficits, unemployment and economic growth: a cross-section time-series analysis. In: Berglund P and Vernengo M, éd., *The Means to Prosperity: Fiscal Policy Reconsidered*. Londres et New York, Routledge: 202-220.
- Fair R. (2010). Possible macroeconomic consequences of large future federal government deficits. Cowles Foundation Discussion Paper 1727, Yale University, New Haven, CT, États-Unis.
- Fernández-Arias E. (2010). International lender of last resort and sovereign debt restructuring. In: Primo Braga CA and Vincelette GA, éd., *Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will This Time be Different?*: 331-353. Washington, D. C., Banque mondiale.
- Fisher I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica*, 1(4): 337-357.
- Flandreau M. et Zumer F. (2004). *The Making of Global Finance, 1880-1913*. Paris, Organisation de coopération et de développement économiques.

- FMI (2003). Evaluation Report: Fiscal Adjustment in IMF-Supported Programmes. Washington, D. C., Bureau indépendant d'évaluation.
- FMI (2010 a). *Fiscal Monitor*, Washington, D. C., mai.
- FMI (2010 b). *Perspectives de l'économie mondiale*. Washington, D. C., octobre.
- FMI (2010 c). From stimulus to consolidation: Revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies. Fiscal Affairs Department, Washington, D. C.
- FMI (2011 a). *Fiscal Monitor*. Washington, D. C., avril.
- FMI (2011 b). *Perspectives de l'économie mondiale*. Washington, D. C., avril.
- FMI (2011 c). Mobilisation des recettes dans les pays en développement. Washington, D. C.
- Gale W. et Orszag P. (2003). Economic effects of sustained budget deficits. *National Tax Journal*, 56(3): 462-85.
- Gelper A. (2003). How collective action is changing sovereign debt. *International Financial Law Review*, mai: 19-23.
- Grossman H. I. et Van Huyck J. B. (1988). Sovereign debt as a contingent claim: excusable default, repudiation, and reputation. *American Economic Review*, 78(5): 1088-1097.
- Hall R. (2009). By how much does GDP rise if the government buys more output? *Brookings Papers on Economic Activity*, (2):183-231. Washington, D. C., Brookings Institution Press.
- Heller S. P. (2005). Fiscal space: What it is and how to get it. *Finance and Development*: 42(2).
- Hemming R., Kell M. et Mahfouz S. (2002). The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity: A review of the literature. *IMF Working Paper 02/208*, Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- Ilzetzki E., Mendoza E. et Vegh C. (2010). How big (small?) are fiscal multipliers? NBER Working paper No. 16479, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. États-Unis.
- Institute of International Finance (2010). Interim report on the cumulative impact on the global economy of proposed changes in the banking regulatory framework. Washington, D. C.
- Kamin S. B. (2002). Identifying the role of moral hazard in international financial markets. Discussion Paper 736, Institute of International Finance. Washington, D. C.
- Kindleberger C. P. (1978). *Manias, panics and crashes. A history of financial crises*. The Macmillan Press Ltd, Londres et Basingstoke.
- Kindleberger C. P. (1996). *World Economic Supremacies, 1500-1990*. Cambridge, MIT Press.
- Klingen C., Zettelmeyer J. et Weder B. (2004). How private creditors fared in emerging debt markets, 1970-2000 IMF Working Papers, (04)13, Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- Koo R. (2010). *Learning Wrong Lessons from the Crisis in Greece*. Nomura Securities Co Ltd, Japanese Equity Research – Flash Report, Tokyo, 15 juin.
- Lane T. et Phillips S. (2002). Moral Hazard; Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders?, IMF Economic Issues No. 28, mars.
- Laubach T. (2004). New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt, Board of Governors Federal Reserve System. Voir: http://www.crei.cat/activities/crei_seminar/04-05/laubach.pdf.
- Levy Yeyati E. et Panizza U. (2011). The elusive costs of sovereign defaults. *Journal of Development Economics*, 94(1): 95-105, Elsevier.
- Lindert P. (1989). Response to debt crisis: What is different about the 1980s? In: Eichengreen B. et Lindert P., éd., *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. Chicago, University of Chicago Press.
- Lindert P. (2004). *Growing Public: Social Spending and Economic Growth Since the Eighteenth Century*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Lindert P. et Morton P. (1989). How sovereign debt has worked. In: Sachs J., éd., *Developing Country Debt and Economic Performance. Volume 1: The International Financial System*. Chicago, University of Chicago Press.
- Marglin S. (1990). Lessons of the golden age: An overview. In: Marglin S. et Schor J., éd., *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*. New York, Oxford University Press: 1-38.
- Martner R. et Tromben V (2004). Public debt indicators in Latin American countries: Snowball effect, currency mismatch and the original sin. In: Banca d'Italia, *Public Debt*. Perugia, Italie.
- Nersisyan Y. et Wray L. R. (2010). Deficit hysteria redux? Public Policy Brief 111, Levy Economics

- Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, États-Unis.
- NORAD (2009). Revenue Management: The Norwegian Fiscal Policy Framework, Norwegian Agency of Development Cooperation, Oslo.
- Ocampo J. A. (2011). Global economic perspectives and the developing world. *Global Policy*, 2(1): 10-19.
- OCDE (2009). Economic Outlook Interim Report, March, Chapter 3: The effectiveness and scope of fiscal stimulus. Voir: www.oecd.org/dataoecd/3/62/42421337.pdf.
- OCDE (2010). *African Economic Outlook*. Paris, Organisation de coopération et de développement économiques.
- OCDE (2011). *Restoring public finances. Journal on Budgeting*, 2. Paris, Organisation de coopération et de développement économiques.
- Ostry J., Ghosh A., Kim J. et Qureshi M. (2010). *Fiscal Space*. IMF Staff position Note, SPN/10/11, 1er septembre, Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- Özler S. (1993). Have commercial banks ignored history? *American Economic Review*, 83(3): 608-620.
- Panizza U., Sturzenegger F. et Zettelmeyer J. (2009). The economics and law of sovereign debt and default. *Journal of Economic Literature*, 47(3): 651-98.
- Pasinetti L. (1997). The social burden of high interest rates. In: Arestis P., Palma G., et Sawyer M., éd., *Capital Controversy, Post-Keynesian Economics and the History of Economic Thought*. Essays in Honour of Geoffrey Harcourt, vol. 1, Londres et New York, Routledge.
- Reinhart C. et Rogoff K. (2009). *This Time is Different*. Princeton, Princeton University Press.
- Reinhart C. et Rogoff K. (2010). Growth in a time of debt. *American Economic Review*, 100(2): 573-578.
- Rogoff K. et Zettelmeyer J. (2002). Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001. IMF Staff Papers: (49)3.
- Roubini N. (2001). Debt Sustainability: How to assess whether a country is insolvent. New York University, New York. Voir: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/debtsustainability.pdf>.
- Shleifer A. (2003). Will the sovereign debt market survive? *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 93(2): 85-90.
- Spilimbergo A., Symansky S., Blanchard O. et Cottarelli C. (2008). Fiscal policy for the crisis. IMF Staff Positions Note, (08)/01, Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- Torre A. D. L., Sinnott E. et Nash J. (2010). *Natural Resources in Latin America and the Caribbean: Beyond Booms and Busts?* Washington, D. C., World Bank Publications.
- Villafuerte M., López-Murphy P. et Ossowski R. (2010). Riding the roller coaster: Fiscal policies of nonrenewable resources exporters in Latin America and the Caribbean. IMF Working Paper, no 10/251, Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- Woodford M. (2011). Simple analytics of the government spending multiplier. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(1): 1-35.
- Zandi M. (2008). Assessing the macro economic impact of fiscal stimulus 2008. Moody's Economy.com. Voir: <http://www.economy.com/mark-zandi/documents/Stimulus-Impact-2008.pdf>.

RÉRÉGLÉMENTATION ET RESTRUCTURATION FINANCIÈRES

A. Introduction

Les marchés financiers sont censés mobiliser des ressources et permettre leur affectation efficace à l'investissement productif. Ils sont également censés faciliter les transactions et en abaisser les coûts ainsi que réduire les risques en fournissant une assurance contre des événements peu probables mais très onéreux. C'est pourquoi ces marchés sont souvent considérés comme indispensables pour promouvoir la croissance économique et le développement social. Or, le fait est qu'ils sont souvent un moyen de spéculation et d'accumulation financières sans contribution directe au développement économique et à l'amélioration des niveaux de vie; et que leur histoire est une longue succession de crises.

Le développement des marchés financiers remonte au XIII^e siècle, où ils ont permis l'expansion des échanges commerciaux entre territoires éloignés, l'intégration des marchés nationaux et le développement de l'activité manufacturière. Plusieurs innovations financières ont contribué à ce développement de l'économie réelle, en particulier les lettres de change, l'assurance des transactions commerciales, la dette publique, les sociétés par actions et les bourses. Cependant, les crises financières sont devenues relativement courantes, la crise de la tulipe, la bulle des mers du Sud et la bulle du Mississippi comptant parmi les premiers exemples des ravages

dont les marchés financiers pouvaient également être responsables.

Les institutions financières se sont construites dans des contextes historiques différents où elles ont acquis des caractéristiques distinctes. Deux grandes familles de systèmes financiers se détachent: les systèmes fondés sur les marchés de capitaux, associés à la tradition dite «anglo-saxonne» (par exemple, britannique et américaine), et les systèmes fondés sur le crédit, selon la tradition de l'Europe continentale (allemande, principalement) (Zysman, 1983). En effet, les pays d'Europe continentale, venus plus tardivement à l'industrialisation, se sont appuyés sur de grandes institutions bancaires pour promouvoir le développement de l'investissement et des infrastructures, à partir de la fin du XIX^e siècle (Gerschenkron, 1962).

Dans ces pays, plusieurs grands actionnaires, le plus souvent des banques, étaient généralement détenteurs de la plus grande part du capital, alors qu'au Royaume-Uni et aux États-Unis, l'actionariat était beaucoup plus dispersé. C'est pourquoi il existait, dans le modèle européen, une relation plus stable entre les banques et les entreprises que dans le modèle anglo-saxon où celles-ci s'appuyaient davantage sur les sources internes de financement et sur le

marché boursier. Ce modèle était en outre beaucoup plus prédisposé aux prises de contrôle hostiles et aux rachats de sociétés avec des capitaux d'emprunt.

Après le grand Krach de 1929 et la Grande Dépression qui a suivi, les banques commerciales ont été séparées des banques d'investissement, notamment aux États-Unis. Parallèlement, les fonctions de prêteur en dernier ressort de même que la garantie des dépôts ont été institutionnalisées en vue d'éviter les mouvements de retrait massif. Par ailleurs, pour parer aux effets déstabilisants de la spéculation sur les marchés financiers, en particulier sur les marchés des changes, le contrôle des capitaux a été introduit par l'Accord de Bretton Woods de 1944.

La création de la Banque mondiale ainsi que des banques nationales et régionales de développement a contribué à la diversification du marché financier et au renforcement des activités centrées sur la promotion de l'investissement et du bien-être social, si bien que, pendant ce qu'il est convenu d'appeler l'âge d'or du capitalisme, les marchés financiers pouvaient être considérés comme un outil de promotion de l'efficacité fonctionnelle et sociale (Tobin, 1984; *Rapport sur le commerce et le développement*, 2009). Un certain nombre de grandes institutions financières ont donc joué un rôle essentiel en faveur de la croissance économique à long terme.

Dans les années 1970, l'effondrement du système de Bretton Woods et de son régime de taux de change fixes mais ajustables, les deux chocs pétroliers et l'accélération de l'inflation qui en est résultée ont conduit à ce que l'on a appelé la «revanche des rentiers» (Pasinetti, 1997). Avec la déréglementation financière et la hausse des taux d'intérêt, conjuguées à la spéculation croissante sur les marchés des changes, le secteur financier s'est détourné du champ des activités socialement utiles et principalement liées à l'économie réelle pour s'engager dans des opérations s'apparentant de plus en plus aux jeux de casino.

Sous l'effet de la financiarisation croissante de l'économie mondiale (due surtout à la titrisation), les systèmes financiers fondés sur les marchés de capitaux ont pris le pas sur les systèmes financiers fondés sur les banques, renforçant ainsi le pouvoir politique et économique de la classe des rentiers. Dans le même temps, on a assisté à une explosion du commerce de produits financiers qui a donné naissance à une myriade d'instruments nouveaux

axés sur la rentabilité privée à court terme. Or, cette activité s'est détachée de plus en plus de l'objectif initial des marchés financiers, qui était d'allouer des ressources à l'investissement à long terme (Epstein, 2005). Par ailleurs, les innovations financières n'ont pas seulement aboli les frontières entre les différentes institutions financières, elles ont aussi créé des structures de plus en plus uniformes à travers le monde. Sur les marchés internationaux, cette hégémonie croissante du secteur financier s'est manifestée à la fois par une spéculation à grande échelle sur les devises et par l'intervention accrue des investisseurs financiers sur les marchés à terme de matières premières, qui ont créé des déséquilibres de nature à renforcer les risques de crise financière (CNUCED, 2009; voir aussi chap. V et VI du présent rapport).

La déréglementation financière est l'un des principaux facteurs à l'origine de la multiplication des crises financières aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement. Parmi les crises les plus tristement célèbres, on peut citer: pour les pays développés, la crise des caisses d'épargne et de crédit, la bulle Internet et la crise des crédits hypothécaires à haut risque; et, pour les pays en développement, la crise de la dette des années 1980 ainsi que les crises mexicaine, asiatique et argentine. Le fait que la déréglementation soit aussi l'un des principaux facteurs à l'origine de la récente crise financière et économique mondiale qui a débuté en 2007 semble faire consensus. Cette déréglementation était en partie une réponse aux pressions concurrentielles dans le secteur financier, mais elle s'inscrivait aussi dans un mouvement généralisé de réduction de l'intervention des pouvoirs publics dans l'économie. Elle allait néanmoins à l'encontre de l'idée généralement admise selon laquelle les marchés financiers sont prédisposés aux dysfonctionnements, aux comportements grégaires et aux prédictions autoréalisatrices.

La crise financière et économique mondiale a ouvert le débat sur la nécessité de reréglementer et de restructurer le secteur financier de manière à éviter que le phénomène ne se reproduise ou du moins qu'il ne prenne pas la même ampleur. Aux niveaux national et international, le débat a porté, dans une large mesure, sur le renforcement de la réglementation financière et sur l'amélioration des mécanismes visant à en surveiller l'application. Toutefois, la reréglementation ne suffira pas, à elle seule, à empêcher que les crises financières ne se répètent et à mettre

au pas un secteur financier fortement concentré et surdimensionné qui est dominé au niveau mondial par une poignée d'institutions gigantesques. En outre, même si le secteur devait être mieux réglementé et moins prédisposé aux crises, rien ne garantit qu'il serait en mesure de stimuler la croissance et l'emploi, en particulier dans les pays à revenu faible, ni de rendre le crédit plus facilement accessible aux petites et moyennes entreprises et aux particuliers.

La suite du chapitre est divisée en trois sections. La section B examine les dysfonctionnements qui ont conduit à la récession. La section C analyse les problèmes qui sont restés sans solution pendant

le déroulement de la crise ainsi que le débat en cours sur la réglementation du secteur financier. La dernière section étudie les principales propositions pour la réorganisation du secteur, et plus particulièrement deux réformes essentielles. Premièrement, les banques publiques et les banques coopératives doivent jouer un rôle plus influent au sein d'un secteur bancaire diversifié qui permettra à celui-ci de mieux répondre aux besoins de l'économie réelle à travers le monde. Deuxièmement, pour mettre un frein à la finance de casino, il convient d'instaurer une frontière claire entre les activités des banques commerciales et celles des banques d'investissement.

B. Comment en est-on arrivé là?

1. La création de risque par le secteur financier

La théorie économique dominante continue d'affirmer que des marchés financiers déréglementés peuvent résoudre automatiquement et sans heurts ce qu'elle considère comme le problème économique le plus complexe et le plus persistant, à savoir la transformation de l'épargne d'aujourd'hui en investissements de demain. Cette thèse part du postulat qu'avec des marchés financiers efficaces, les décisions des individus en matière d'épargne et d'investissement ne posent pas de problème particulier à l'économie même si les investisseurs voient baisser le rendement de leur capital, du moment que les individus épargnent davantage (*Rapport sur le commerce et le développement, 2006*, annexe 2 au chapitre I). Toutefois, les questions suivantes se posent: la transformation de l'épargne est-elle la seule activité des marchés financiers et ceux-ci fonctionnent-ils de la même manière que les marchés de biens et services? L'investissement en capital fixe par l'intermédiaire des mécanismes bancaires traditionnels et l'investissement sur des marchés purement financiers (par l'intermédiaire des «banques d'investissement»,

par exemple) sont-ils des processus similaires? Pourquoi les marchés financiers plus grands et plus «sophistiqués» sont-ils plus prédisposés aux dysfonctionnements que les marchés des biens et services où l'investissement et la «sophistication» ne posent pas de problème particulier?

De toute évidence, l'investissement en capital fixe est plus rentable pour l'investisseur individuel et plus bénéfique pour la société au sens large s'il fait augmenter l'offre de biens et de services. Une innovation qui permet de remplacer une machine ancienne par une machine neuve et plus productive ou un produit ancien par un nouveau produit de meilleure qualité ou plus perfectionné est un risque car l'investisseur ne peut pas être certain que la nouvelle machine ou le nouveau produit répondront aux besoins d'éventuels clients. S'ils y parviennent, l'entrepreneur obtiendra une rente de monopole temporaire jusqu'à ce que d'autres imitent son innovation, et même si cette imitation intervient rapidement, elle ne crée pas de problème systémique; le concepteur peut certes être privé de certaines parties de sa rente plus tôt mais, pour l'économie au sens large, la diffusion rapide d'une innovation est généralement positive puisqu'elle accroît le bien-être et

la richesse de tous. Plus le marché est efficient dans la diffusion des connaissances, plus la hausse de la productivité est élevée. Cela peut entraîner une amélioration continue du niveau de vie, à condition, naturellement, que le cadre institutionnel permette une répartition équitable du revenu, laquelle peut, à son tour, créer la demande nécessaire à l'absorption de l'offre croissante de produits.

L'accumulation des rentes d'innovation sur le marché financier est d'une toute autre nature. Les marchés s'intéressent avant tout à l'exploitation efficace des asymétries d'information, et non au progrès technologique. Le monopole temporaire de certaines informations ou les anticipations exactes concernant les résultats de telle ou telle classe d'actifs constituent une rente de monopole fondée sur un arbitrage simple. Plus les agents estimant qu'il existe une opportunité d'arbitrage sont nombreux et plus ils sont prompts à conclure la transaction, plus le gain potentiel disparaît rapidement. Dans ce cas, la société est aussi gagnante, mais d'une manière ponctuelle, statique. L'efficacité financière aura peut-être maximisé les gains issus de la combinaison des facteurs de production et des ressources, mais l'innovation financière n'aura pas fait augmenter la courbe de productivité et n'aura donc pas créé de nouvelle source de revenu.

Toutefois, la principale faille de l'innovation financière qui conduit aux crises et à l'effondrement du système se manifeste autrement. Dès qu'une meute d'acteurs des marchés financiers «découvre» qu'une évolution relativement stable des prix (due à des événements et des faits intervenant dans le secteur réel) sur des marchés différents leur permet de faire un arbitrage dynamique – en l'occurrence, parier sur la probabilité d'une poursuite de la tendance –, les difficultés commencent. En effet, dès lors qu'un grand nombre d'agents (investisseurs) disposant de fonds importants (souvent empruntés) misent sur le même résultat plausible

Dans l'économie réelle, l'innovation et l'investissement entraînent normalement une augmentation de la productivité, des gains socioéconomiques et une hausse des revenus...

... alors que dans le secteur financier, ils entraînent souvent une spéculation déstabilisatrice, des distorsions des prix et une mauvaise affectation des ressources.

– hausse du cours de l'immobilier, du pétrole, des titres ou des monnaies, par exemple – la position qu'ils acquièrent sur le marché est suffisamment forte pour qu'ils puissent faire évoluer les prix dans le sens qui leur est favorable. C'est par ce mécanisme que, sur les marchés financiarisés, les cours sont poussés au-delà du niveau supportable et, en fait, systématiquement faussés. Le moyen de parvenir à ce résultat est de publier des informations probantes, par exemple, sur la hausse de la demande chinoise et indienne de pétrole et de denrées alimentaires. Même si cette information va dans le sens de la tendance, son impact sur le marché ne peut pas être quantifié et pourtant elle est utilisée pour justifier des prix qui peuvent largement s'écarter du «juste prix». Dès lors que cette information est prise en compte dans les décisions d'un grand nombre de participants du marché et qu'elle est «confirmée» par les analystes, les chercheurs, les médias et les responsables politiques, les paris sur une hausse ininterrompue des prix sont momentanément sans risque et peuvent dégager des profits qui sont sans aucun rapport avec l'économie réelle.

Contrairement à la pensée économique dominante, ce type de spéculation ou d'«investissement» n'a pas d'effet stabilisateur sur les prix des marchés concernés, bien au contraire. Comme il est impossible de connaître le prix d'équilibre ou le prix «véritable» dans un environnement caractérisé par l'incertitude, la condition essentielle qui permet à la spéculation d'avoir un effet stabilisateur, à savoir la connaissance du prix d'équilibre, n'est pas remplie. C'est pourquoi, la plupart des participants du marché ne peuvent qu'extrapoler l'évolution du cours réel tant que sont présentés des arguments convaincants qui la justifient. En conséquence, tous adoptent des positions longues et aucun des positions courtes. Ce processus se déroule indépendamment du fait que les économies affichant des taux de croissance à un chiffre ne sont pas en mesure de répondre aux attentes des «meutes» d'investisseurs. Ce type de

comportement ne tient aucun compte, du moins temporairement, des leçons du passé (CNUCED, 2009).

L'effet d'entraînement provoqué par des anticipations uniformes, mais fausses, de l'évolution des cours à long terme est voué à l'échec étant donné que les fonds n'ont pas été placés dans des investissements productifs qui entraînent une hausse du revenu réel. Ce qu'il crée, en revanche, c'est l'illusion des rendements élevés et de l'argent facile obtenus dans un jeu à somme nulle sur une longue période. Tôt ou tard, consommateurs, producteurs ou gouvernements et banques centrales seront dans l'impossibilité de répondre aux attentes irréalistes des marchés financiers. L'envolée des prix du pétrole et des denrées alimentaires, par exemple, pénalisera fortement le budget des consommateurs, l'appréciation des monnaies étrangères provoquera des déficits courants insoutenables, ou encore le cours des actions sera sans rapport aucun avec la moindre prévision raisonnable de rendement. Quels que soient les raisons ou les chocs à l'origine du retournement, le moment viendra où les acteurs des marchés finiront par comprendre que, pour citer Herbert Stein, conseiller d'un président des États-Unis, «quelque chose qui ne peut pas durer éternellement s'arrêtera». C'est ainsi que, par grégarisme et cupidité, les marchés financiers ont eux-mêmes créé la plupart des risques d'événement extrême, souvent grave et très improbable («queues de distribution épaisses») qui ont entraîné leur chute.

C'est la raison pour laquelle toute réévaluation de la gestion des risques financiers doit commencer par la reconnaissance du fait que le système financier comporte plus d'incertitudes que de risques quantifiables.

L'incertitude est particulièrement élevée après une longue période d'investissement où les cours des actifs les plus importants ont largement dépassé leur juste valeur, sous l'effet du comportement grégaire des spéculateurs ou des investisseurs. Le secteur financier crée des risques qui sont extrêmement onéreux pour la société non seulement à cause du coût des plans de sauvetage qu'il faut mettre en place lorsque les crises éclatent, mais aussi parce qu'il provoque des distorsions de prix et une mauvaise affectation des ressources plus graves que jamais auparavant sur les marchés «normaux» (CNUCED, 2009).

En somme, les incertitudes quant à la valorisation des actifs bancaires pendant un phénomène de bulle peuvent devenir telles qu'aucune exigence de fonds propre ni aucun mécanisme contre le risque de liquidité ne peut absorber le choc qui s'ensuit. La question est alors de savoir dans quelle mesure et à quelles conditions les gouvernements devraient intervenir, et elle est d'autant plus grave lorsqu'il s'agit de grands établissements bancaires.

2. La déréglementation et le système bancaire fantôme

Au cours des dernières décennies, la déréglementation des marchés financiers a conduit à une concentration accrue des activités bancaires au sein de quelques grands établissements ainsi qu'au développement d'un «système bancaire fantôme» essentiellement non réglementé, en particulier dans les pays développés. Parallèlement, les bilans des banques commerciales ont connu une complète transformation. Le système traditionnel dans lequel la banque commerciale accordait des prêts à des emprunteurs qu'elle connaissait bien, en s'appuyant sur la sécurité de sa base de dépôts pour le financement, a cédé le pas à un système où ces institutions

se sont financées sur les marchés de capitaux, principalement à court terme, faisant ainsi appel à une source de financement beaucoup moins stable. Dans l'actif des bilans, les prêts ont été regroupés en fonds en vue d'être vendus sur le marché financier à des tiers, les banques elles-mêmes n'en conservant qu'une toute petite portion. C'est ce que l'on a appelé le

processus de «titrisation», qui a conduit au système d'«octroi et cession». En outre, et particulièrement dans les plus grands établissements bancaires, le commerce de titres est devenu presque aussi important que l'activité de crédit, les portefeuilles de négociation en venant à représenter une part considérable du montant total des actifs. En conséquence, le rôle des banques commerciales s'est rapproché de celui de courtier. C'est donc sans surprise que la crise s'est caractérisée par une «ruée des créanciers» plutôt que des déposants, ces derniers étant largement protégés par les mécanismes d'assurance des dépôts.

Le recul de la réglementation a fait naître un système bancaire fantôme étendu, non réglementé et sous-capitalisé, indissociablement lié au système traditionnel.

Parallèlement à la transformation du système «réglementé», c'est-à-dire soumis à certaines normes et supervisé par des organismes publics, un vaste système financier non réglementé est apparu, en particulier aux États-Unis. Les méthodes d'intermédiation financière suivies par ce système bancaire fantôme étaient bien différentes de celles pratiquées par les établissements bancaires classiques (McCulley, 2007). Le système bancaire fantôme est formé d'une chaîne complexe d'intermédiaires spécialisés dans diverses fonctions qui vont de l'octroi des prêts, du montage des opérations et de l'émission de titres – normalement des titres adossés à un «paquet» de créances – jusqu'au financement d'opérations sur le marché de gros. À chaque étape de la chaîne, des entités et des formes de titrisation différentes interviennent. Le système bancaire fantôme a connu une croissance exponentielle dans les années 1980, dopée par l'affaiblissement de la réglementation qui avait empêché les banques d'intervenir sur les marchés de titres et qui a été officialisé, aux États-Unis, par l'abrogation de sections entières de la loi Glass-Steagall en 1999. En conséquence, au début de 2008, le passif du système bancaire fantôme des États-Unis approchait les 20 000 milliards de dollars, tandis que celui du secteur bancaire traditionnel était inférieur à 11 000 milliards de dollars (Pozsar *et al.*, 2010).

Par son financement, le système bancaire fantôme est tributaire du marché de gros qui est extrêmement instable et qui le fragilise.

Ces modifications législatives ont tenu compte de l'apparition de sociétés financières ou de fonds monétaires qui exerçaient une forte pression concurrentielle sur les banques traditionnelles. Celles-ci ont donc cherché à absorber ces entités spécialisées ou ont créé les leurs sous l'égide de holding bancaires, et ont commencé à externaliser une partie importante de leurs fonctions d'intermédiation en matière de crédit à ces sociétés partenaires. De cette manière, elles ont multiplié le taux d'utilisation des capitaux tout en conservant leur accès aux aides publiques en matière de liquidités et de crédit et en offrant en même temps leurs services de prêteur en dernier ressort au reste du groupe. Les grandes holding bancaires présentes dans plusieurs pays ont aussi pratiqué l'arbitrage géographique, recherchant le lien le plus favorable (moindres exigences de fonds propres) pour leurs différentes activités. En général, par rapport au volume de leurs activités, ces groupes étaient sous-capitalisés.

L'intermédiation par le système fantôme est née aux États-Unis mais des banques européennes et japonaises aux activités diversifiées se sont engagées dans plusieurs de ces activités. En particulier, des banques européennes et leurs affiliées extraterritoriales ont profité de la réforme du régime de Bâle-I, en 1996, devenant de gros investisseurs en titres adossés à des actifs et en titres de dette adossés classés triple A, donc peu exigeants en fonds propres. Ce faisant, elles ont commencé à se heurter aux asymétries de taux de change: elles finançaient des opérations en dollars avec des ressources en euros et avaient accès aux facilités de financement du prêteur en dernier ressort libellées uniquement en euros. C'est la raison pour laquelle, après l'éclatement de la crise financière et économique, la Réserve fédérale des États-Unis a dû activer des lignes de swap en faveur de banques centrales européennes.

Une autre composante du système fantôme, issue des grandes holding de banques d'investissement, est le courtier-négociant «diversifié». Aux États-Unis, la transformation des banques d'investissement, auparavant des sociétés de personnes, en sociétés par actions a également joué un rôle dans la modification du paysage financier. Ces sociétés ont cet avantage sur les holding bancaires qu'elles peuvent utiliser un effet de levier bien supérieur. Comme elles ne possèdent pas de banques, les prêts qu'elles accordent proviennent essentiellement d'entités financières de groupes industriels, de filiales de caisses d'épargne fédérales. Manquant de liquidités, elles font appel aux grandes banques commerciales américaines et européennes qui possèdent une large base de dépôts. Ainsi, une fois de plus, le secteur bancaire dans sa nouvelle configuration est indissociablement mêlé au secteur fantôme. Les courtiers-négociants diversifiés ont été de très gros émetteurs de prêts immobiliers commerciaux et de prêts hypothécaires à risque. Comme les holding bancaires, ils ne peuvent solliciter l'aide financière de la Réserve fédérale et de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) que pour les prêts des entités financières des groupes industriels et des filiales de caisses d'épargne fédérales, aide qui ne peut pas être pleinement transférée au reste du groupe.

Une autre catégorie d'intermédiaires de crédits spécialisés, principalement dans les domaines du crédit automobile, du crédit d'équipement et d'autres secteurs, dépendent énormément des courtiers-négociants diversifiés et des holding bancaires pour accéder aux crédits bancaires et/ou au marché interbancaire, ce qui les rend particulièrement vulnérables. Enfin, les holding bancaires et les courtiers-négociants sont tous deux en partie tributaires des souscripteurs de risque de crédit privés, notamment des compagnies d'assurances, pour remplir les conditions nécessaires à l'obtention d'un classement triple A.

Les sources ultimes de financement du système bancaire fantôme sont principalement les fonds communs de placement en instruments du marché monétaire qui ont dépassé le secteur traditionnel en montant total de fonds sous gestion avant la crise – 7 000 milliards de dollars, contre 6 200 milliards de dollars de dépôts bancaires (Pozsar *et al.*, 2010). La qualité et la stabilité des sources de financement diffèrent d'un système à l'autre. À cet égard, les banques sont privilégiées étant donné la stabilité des dépôts bancaires – due à un solide mécanisme d'assurance – et leur accès au guichet de réescompte des banques centrales. Pour sa part, le système bancaire fantôme dépend du financement de gros qui est extrêmement instable et fragilise beaucoup le système, comme cette crise l'a montré. Cette situation est aggravée par le fait que les pourvoyeurs de lignes de crédits et les souscripteurs de risque-crédit privé sont très vulnérables en temps de crise.

Les entités de financement de gros sont en fait le maillon faible du système. Comme les déposants, elles entendent être remboursées au pair, même si elles savent que leurs débiteurs n'ont quasiment pas de fonds propres pour les protéger en cas de pertes sur actifs. La question se pose donc de savoir si la réglementation sera étendue au système bancaire fantôme et si elle lui permettra d'avoir accès aux facilités du prêteur en dernier ressort et à l'assurance des dépôts ou s'il sera tout simplement interdit. Cette dernière option ne semble pas réaliste et ce d'autant moins que chaque entité interdite sera aussitôt remplacée par une nouvelle structure fantôme. C'est pourquoi, il faut

réévaluer le rôle de ce secteur de l'activité financière et élaborer des règles fondées sur les fonctions plutôt que sur la forme institutionnelle.

3. Le rôle du prêteur en dernier ressort en jeu

Le rôle fondamental d'un système bancaire est de transformer les échéances. Les fonds mobilisés par l'intermédiaire financier sont constitués de dettes à court terme – dépôts, fonds de placement sur le marché monétaire ou billets de trésorerie. Celui-ci investit ensuite ces ressources dans des actifs à échéance plus longue, tels que des prêts ou différentes catégories de titres. Les crises sont liées à une pénurie de liquidités (Morris et Shin, 2003). Une ruée sur les liquidités peut résulter d'événements extérieurs ou

d'anticipations négatives dues aux asymétries d'information entre emprunteurs et prêteurs, les premiers connaissant mieux leur situation que les seconds, notamment leur volonté et leur capacité d'honorer effectivement leur dette. En effet, dans des systèmes financiers titrisés modernes, le pourvoyeur initial de liquidités peut être totalement ignorant des circonstances et de

la volonté de l'emprunteur final, la chaîne les reliant l'un à l'autre étant extrêmement longue et complexe.

La pénurie de liquidités se limitant rarement à une seule institution, la contagion peut être étendue. Du côté du passif, elle peut se manifester par une ruée des déposants ou des créanciers, alors que du côté de l'actif, la chute de valeur (due aux ventes forcées en échange de liquidités) nuit au bilan des institutions financières ou à la valeur de la garantie sur laquelle les actifs sont adossés (par exemple, un bien immobilier en cas de prêt hypothécaire). Le système peut alors s'effondrer, avec des conséquences extrêmement dommageables pour l'économie dans son ensemble. Dans ce contexte, l'intervention de l'État peut être le seul moyen d'endiguer le processus.

Un accord implicite s'est donc constitué au cours des cent cinquante dernières années, selon lequel les gouvernements jouent le rôle de prêteur en

Si la réglementation publique s'est affaiblie, le rôle de prêteur en dernier ressort que l'État joue auprès du système financier s'est renforcé et s'étend même au système bancaire fantôme.

dernier ressort en temps de crise. Compte tenu de leur récurrence, l'action des gouvernements et les banques centrales a consisté de plus en plus à apporter des liquidités, à assurer les dépôts et, en dernier recours, à fournir des capitaux pour éviter l'effondrement de telle ou telle institution et du système dans son ensemble. En échange, les banques et les milieux financiers ont dû accepter que leurs activités soient réglementées. Pour essayer d'éliminer – ou au moins de réduire – les dysfonctionnements du marché, des règles prudentielles applicables aux activités financières et des organes de surveillance destinés à en garantir l'application ont été mis en place, généralement à l'occasion des crises financières.

Le prêteur en dernier ressort est une importante source de liquidités pour les banques au Royaume-Uni depuis le XIXe siècle. La création d'un régime d'assurance des dépôts a été l'une des réponses apportées à la crise des années 1930, bien que cette mesure se soit, dans un premier temps, limitée aux États-Unis. Cette forme d'assurance qui est destinée à rembourser les déposants est parvenue, si ce n'est à éliminer complètement, du moins à réduire les traditionnelles ruées sur les banques. Toutefois, l'essor du système bancaire fantôme a ravivé le risque de ruée des déposants (ou des créanciers), puisqu'en principe, les entités concernées n'ont pas accès à ce type d'assurance, pas plus qu'au guichet de rées-compte de la banque centrale en tant que prêteur en dernier ressort.

L'action du prêteur en dernier ressort et l'assurance des dépôts étaient normalement soumises à des limites de montant et à des restrictions liées à la solvabilité de la banque bénéficiaire. En principe, seules les institutions solvables pouvaient obtenir des liquidités en échange de titres de bonne qualité et ce, à un taux d'intérêt «dissuasif» (Bagehot, 1873). Toutefois, ces restrictions étaient souvent levées en temps de crise. Par exemple, l'assurance des dépôts, qui en principe devait être limitée à des montants modestes, a souvent été étendue à l'ensemble des dépôts. On a donc assisté à une augmentation de l'apport de liquidités et à une extension des catégories d'actifs admis à servir de garanties. Aux États-Unis, après des hésitations, les autorités ont étendu leur soutien au système bancaire fantôme pendant la crise financière mondiale et ont accepté des garanties beaucoup plus risquées.

L'injection de capitaux par l'État dans les banques en difficulté est un phénomène moins

courant. Ce sont les États-Unis qui ont montré la voie dans les années 1930, avec la création de la Reconstruction Finance Corporation. Depuis lors, des mécanismes analogues ont été mis en place en Asie, en Amérique latine, au Japon et dans les pays scandinaves pour faire face aux crises des années 1980 et 1990 et, une nouvelle fois, dans un certain nombre de pays, pendant la crise récente.

Au cours du dernier quart de siècle, les crises financières se sont précipitées aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement. En même temps, l'aide publique au secteur bancaire est devenue de plus en plus répandue: son volume et la diversité des instruments utilisés se sont tous deux accrus. Malgré cette évolution, la tendance des trois dernières décennies a été de compter sur les marchés et, par conséquent, sur la déréglementation. Il ne fait aucun doute que la soif de profits et de bonus toujours plus élevés des banques et des autres intermédiaires y est pour beaucoup. Mais les gouvernements ont aussi leur part de responsabilité car ils ont laissé faire.

Ainsi, la réglementation et l'aide du prêteur en dernier ressort n'ont pas évolué au même rythme, rompant l'accord implicite entre pouvoirs publics et système financier. La capacité de réglementer a en effet été affaiblie par l'apparition d'un «système réglementaire fantôme». À quelques exceptions près, les règles prudentielles ont été soustraites au débat public et n'ont pas été soumises à l'approbation des autorités parlementaires. Elles ont même été rendues indépendantes du pouvoir exécutif. Les organismes de surveillance au niveau national et les comités officieux de responsables non élus de ces mêmes organismes au niveau international ont inauguré une nouvelle ère de la réglementation financière prudentielle – non prudentielle en fait. Le cadre approuvé par ces comités internationaux – qui ne représentaient ni les gouvernements ni les organes publics constitués de membres élus par les citoyens – a aussi été adopté par les pays en développement qui n'ont pas siégé dans ces comités. C'est pourquoi les gouvernements n'ont plus été capables d'endiguer la tendance à la prise de risques toujours plus grands de la part du secteur financier. Les marchés financiers ont, dans une large mesure, été autorisés à se réglementer eux-mêmes, malgré des dysfonctionnements évidents.

C. Réglementation financière: des problèmes non résolus

Les intermédiaires financiers qui ont recours à l'effet de levier sont, par nature, exposés aux risques de liquidité et de solvabilité. La réglementation prudentielle s'est donc beaucoup intéressée à ce type de risque bancaire, qui concerne chaque institution. La réglementation du système bancaire – par exemple, les exigences de fonds propres prescrites dans les différents accords de Bâle – a tenté d'éliminer ce risque, sans toujours y parvenir. Toutefois, il existe un deuxième type de risque bancaire, qui tient à la dimension systémique des activités et qui est le transfert des risques d'une institution à l'autre (autrement dit, la propagation des risques). Cette propagation intervient surtout lorsque de très grandes institutions financières sont impliquées; une réaction en chaîne («ruée», en terminologie bancaire) se produit alors, qui peut gagner l'ensemble du système, même les établissements qui avaient constitué des provisions pour s'en protéger. Le risque systémique est aussi étroitement lié à l'actualité macroéconomique, principalement aux problèmes de change et de balance des paiements, bon nombre de crises financières ayant été provoquées par des crises de change – d'où l'appellation «crises jumelles» (Bordo *et al.*, 2001).

1. Autoréglementation et risque endogène

Force est de constater qu'aucun dispositif réglementaire solide n'a accompagné l'expansion

spectaculaire des activités financières et qu'à la place, il a été permis aux institutions financières de s'autoréglementer. Celles-ci ont le plus souvent utilisé des modèles d'évaluation des risques similaires qui ne prennent pas en compte les risques systémiques.

Il est paradoxal de décider de réglementer les marchés financiers en raison de leurs dysfonctionnements, puis de les laisser se réglementer eux-mêmes.

Au cours des dernières décennies, des modèles extrêmement complexes ont été mis au point pour évaluer les risques, en partant de l'idée largement répandue qu'ils pouvaient être mesurés avec précision et que les calculs pouvaient constituer une base de réglementation prudentielle solide. Or, ces modèles d'évaluation des risques présentent de graves lacunes. Premièrement, ils ne sont pas conçus pour tenir compte des risques qui se concrétisent extrêmement rarement – appelés «risques de queue» et généralement provoqués par le comportement grégaire des marchés financiers – risques qui, lorsqu'ils se concrétisent effectivement, ont des conséquences catastrophiques (de Grauwe, 2007). Malgré leur complexité, les modèles d'évaluation des risques les plus couramment utilisés simplifient à l'excès les hypothèses de probabilité. Par exemple, les modèles classiques de calcul de la valeur en risque (VaR) sont fondés sur l'hypothèse d'une distribution normale des événements porteurs de risques qui est symétrique du côté des gains comme des pertes potentielles. C'est là une sérieuse difficulté car le modèle ne tient pas compte des queues de distribution épaisses – les événements exceptionnels importants – qui se sont avérés un grave problème pendant les crises financières. De surcroît, il ne fournit aucune estimation du montant des pertes éventuelles qui en résultent¹.

Mais plus inquiétant encore est le fait que les autorités réglementaires aient accepté l'emploi de modèles utiles uniquement pour évaluer des événements de faible ampleur qui se produisent fréquemment dans les entreprises pour apprécier aussi la probabilité d'événements graves et peu fréquents. En fait, si l'application des modèles à la première série d'événements pourrait être soumise à une vérification *ex post* sur une durée raisonnable, c'est impossible s'agissant des événements de grande ampleur, faute d'un échantillon couvrant une période de temps suffisamment longue. Si l'on prend un échantillon historique normal de quelques décennies, il ne comporte pas d'événement qui puisse véritablement être qualifié d'extrême, mais seulement des crises mineures de petite ampleur par rapport à celle qui se déroule actuellement. En temps normal, une chute des prix des actifs ou même une défaillance pourraient être considérés comme des événements indépendants sans répercussions systémiques. Toutefois, en situation de crise, des événements apparemment non corrélés deviennent fortement corrélés (Banque d'Angleterre, 2007, encadré 4).

D'un point de vue macroéconomique, les règles de Bâle ont introduit une distorsion procyclique. Elles font une large place aux modèles sensibles aux risques où l'évaluation de ceux-ci est censée s'appuyer autant que possible sur l'évolution des marchés (Persaud, 2008). Toutefois, la récurrence des crises financières est la preuve que les marchés financiers ne fonctionnent pas correctement. Les institutions financières et les agences de notation ne peuvent donc évaluer les risques que d'une manière erronée si elles utilisent des modèles qui suivent l'évolution des marchés. Dans ce contexte, il est paradoxal de décider de réglementer les marchés financiers en raison de leurs dysfonctionnements, puis de les laisser se réglementer eux-mêmes (Buitier, 2009). Autrement dit, l'utilisation de modèles d'évaluation des risques qui s'appuient sur les prix du marché et sur les règles comptables correspondantes ne sont pas des instruments fiables de réglementation financière (Persaud, 2008). En outre, comme ces modèles ont eu tendance à sous-estimer les risques, ils ont favorisé la sous-capitalisation des banques qui est inférieure aux montants jugés nécessaires selon les exigences

de fonds propres prévues dans le dispositif de Bâle, qui reposent sur des coefficients de pondération du risque (Danielsson, 2002; Danielsson *et al.*, 2001).

Il est essentiel pour toute réglementation prudentielle de reconnaître que, dans le système financier, les risques sont endogènes (c'est-à-dire créés par le marché financier lui-même) et qu'ils comportent deux dimensions: une dimension trans-

sectorielle et une dimension temporelle. La première est liée à l'interaction entre les différentes institutions financières. En temps normal, si le système est constitué d'institutions nombreuses et hétérogènes, leurs actions pourraient plus ou moins s'annuler les unes les autres. Toutefois, l'expérience a montré qu'au fil du temps, les différents

agents tendent à devenir plus homogènes et leurs portefeuilles fortement corrélés. C'est la conséquence du gréganisme et des gains qui peuvent en résulter à court et à moyen terme. La diversité s'est réduite parce que toutes les catégories de sociétés financières tendent à s'orienter vers les mêmes activités à haut rendement, si bien que les mêmes stratégies commerciales se sont reproduites à travers l'ensemble du secteur financier (CNUCED, 2009). La perte de diversité rend aussi le système plus vulnérable au second aspect du risque endogène, à savoir la dimension temporelle et la procyclicité. Compte tenu de l'uniformité du système financier, un choc macroéconomique tendra à frapper tous les agents au même moment et de la même manière. Les règles en vigueur, axées sur les prix du marché, ne freinent pas la tendance à prendre davantage de risques et à profiter de l'augmentation des prix des actifs pendant les périodes d'expansion, accentuant ainsi la procyclicité.

Lorsque l'on évalue le risque financier et sa propagation aux institutions du secteur, la dimension des acteurs est un facteur de très grande importance: la contribution des grandes institutions au risque systémique est hors de toute proportion avec leur taille (BRI, 2009). Selon l'expérience, maintes fois confirmée, 20 % des membres (les plus importants) d'un réseau sont responsables de 80 % de la contagion. Les règles devraient donc être élaborées en fonction de cette disproportion, contrairement à ce qui est prévu par Bâle I et II. Pour rendre le système plus résistant, il faut imposer des exigences de fonds propres et

L'uniformisation du système financier et du comportement de ses agents multiplie le risque de crise systémique.

d'autres règles prudentielles plus rigoureuses aux grands établissements; et c'est en effet l'orientation que semble prendre Bâle III.

2. **Établissements financiers d'importance systémique**

Une question particulière, étroitement liée au risque systémique, se pose concernant ce qu'il est désormais convenu d'appeler les établissements financiers d'importance systémique (EFIS), autrement dit «trop importants pour faire faillite»². La concentration des activités bancaires au sein de quelques grands établissements est un phénomène relativement nouveau. Ainsi, aux États-Unis, entre les années 1930 et 1980, la taille moyenne des banques commerciales par rapport au PIB est demeurée relativement constante, pour tripler dans les vingt années qui ont suivi (BRI, 2008). Au niveau mondial, en 2008, 12 banques affichaient un passif supérieur à 1 000 milliards de dollars et 30 banques, un ratio passif/PIB national supérieur à 50 % (Demirgüç-Kunt et Huizinga, 2011).

En ce qui concerne le degré de concentration du secteur, on constate que jusqu'au début des années 1990, les trois plus grandes banques des États-Unis détenaient environ 10 % du total des actifs du système bancaire commercial; entre 1990 et 2007, cette part était montée à 40 %. Au niveau mondial, la part des cinq plus grandes banques dans les actifs des 1 000 plus grandes banques est passée d'environ 8 % en 1998 à plus de 16 % en 2009. En outre, le poids du secteur bancaire dans l'économie mondiale est demeuré quasiment constant depuis le début du XX^e siècle jusque dans les années 1970. Il a commencé à augmenter dans les années 1980, par exemple au Royaume-Uni, où sa part a décuplé pour atteindre cinq fois la valeur du PIB annuel du pays (BRI, 2008).

En 2008, le degré de concentration du secteur bancaire était très élevé dans la plupart des grands pays développés; en Allemagne, en Australie, au

Canada, aux États-Unis, en France, au Royaume-Uni et en Suisse, entre deux et six établissements bancaires représentaient 65 % du total des actifs bancaires de ces pays (FMI, 2010a). Par ailleurs, «la grande majorité des flux financiers internationaux se faisaient [et se font encore] par l'intermédiaire d'une poignée d'établissements, parmi les plus grands, qui nouent entre eux des liens de plus en plus nombreux à l'intérieur des frontières et au-delà» (FMI, 2010a: 5). Pour réduire leurs coûts, les EFIS sont passés des dépôts à d'autres sources de financement, telles que les fonds communs de placement en instruments du marché monétaire, billets de trésorerie à court terme et opérations de pension. À l'actif de ces établissements, les portefeuilles de négociation ont évincé les activités de prêt comme premier groupe d'actifs, réduisant la part des produits d'intérêts nets et augmentant celle des instruments de négociation dans le total des actifs.

Les activités bancaires sont aujourd'hui concentrées au sein de quelques très grands établissements qui tendent à prendre des risques plus importants que les établissements plus petits.

Parallèlement, les moyens dont les banques disposent pour se protéger des chocs négatifs – liquidités et capitaux – se sont dramatiquement réduits. Depuis le début du XX^e siècle, les ratios de fonds propres au Royaume-Uni et aux États-Unis ont été divisés par cinq. Les ratios de liquidité ont fondu encore plus vite depuis les années 1950, pour s'approcher de zéro, alors que le ratio de rentabilité financière des banques est monté en flèche pour passer d'un taux stable de 10 % par an à un taux très volatile fluctuant entre 20 et 30 % par an (Haldane, 2010).

Dans les années qui ont précédé la crise financière mondiale, le levier financier des EFIS (c'est-à-dire le ratio actif total/total du capital ordinaire) a beaucoup augmenté. Entre 2004 et 2007, ce levier est passé d'environ 27 à 33 en Europe, et de 15 à près de 18 au Canada et aux États-Unis. En même temps, leur ratio de liquidité a baissé, tout comme la part des dépôts dans leurs ressources totales, ce qui a augmenté leur vulnérabilité. Au Canada et aux États-Unis, les liquidités des EFIS, mesurées par le ratio actifs liquides/passif hors dépôt, sont tombées de 23 % en 2004 à environ 20 % en 2007, alors qu'en Europe, elles ont chuté de 35 % à 22 % dans la même période. De la même manière, leur ratio passif hors dépôt/passif total a augmenté de 62 % à

67 % en Europe et de 50 % à 54 % au Canada et aux États-Unis (FMI, 2010a, graphique 1).

Le problème des EFIS, c'est qu'ils sont des «superpropagateurs» de crise et de pertes, comme ils l'ont montré pendant la récente crise mondiale où 18 d'entre eux ont enregistré la moitié des 1 800 milliards de dollars de pertes comptabilisées par les banques et les compagnies d'assurance dans le monde (FMI, 2010a). Par ailleurs, les 145 banques détenant 100 milliards d'actifs en 2008 ont reçu 90 % du total de l'aide publique fournie aux institutions financières pendant la crise qui a commencé en 2007 (Haldane, 2010). L'extrême concentration du système bancaire signifie donc qu'il existe un certain nombre d'institutions qui sont trop grosses pour faire faillite car elles risquent d'entraîner la totalité du système financier dans leur chute.

L'expérience a montré que le risque systémique est aggravé par les EFIS qui tendent à prendre des risques bien plus importants que n'oserait le faire tout autre établissement plus modeste. Elles agissent ainsi car elles misent sur le fait que les gouvernements ne leur permettront pas de faire faillite – pari que font aussi les agences de notation. On observe un écart important (jusqu'à quatre points de base) – dont il a été constaté qu'il augmentait pendant les crises – entre les classements accordés aux EFIS en fonction de leur solidité intrinsèque ou sur la base d'un soutien extérieur provenant éventuellement de l'État. Sur un échantillonnage de banques à travers le monde, la subvention annuelle moyenne implicite, calculée comme la différence du coût des engagements due à un meilleur classement, atteignait près de 60 milliards de dollars (FMI, 2010a: 5). La subvention annuelle pour les 18 plus grandes banques des États-Unis est estimée à plus de 34 milliards de dollars (Baker et McArthur, 2009). Lorsqu'une crise éclate, les montants impliqués peuvent faire peser une pression énorme sur les finances publiques, en particulier dans les pays où le poids du secteur bancaire – et celui des grandes banques – par rapport au PIB est très élevé.

Dans les pays en développement et les pays émergents à économie de marché, les flux de capitaux instables ont été l'un des principaux facteurs de risque systémique, du fait de leur forte incidence sur les taux de change et la stabilité macroéconomique.

C'est pourquoi les grandes banques survivent contre la logique du marché, profitant d'un avantage concurrentiel considérable sur les banques plus petites. L'aide de l'État, si souvent fournie à ces institutions en temps de crise et dans des proportions bien supérieures à celle qui serait accordée à n'importe quelle autre entreprise, soulève la question de la répartition des coûts et des avantages. C'est une question essentielle parce que l'aide que l'État apporte à ces institutions financières a des conséquences durables pour les finances publiques et pour la société dans son ensemble.

3. *Instabilité des mouvements de capitaux, et nécessité de réglementer ces flux*

Outre le phénomène de contagion, les risques systémiques sont associés à des chocs macroéconomiques qui atteignent l'ensemble des établissements financiers simultanément, en particulier les plus importants. Au cours des dernières décennies, de graves chocs de cette nature se sont produits – en particulier dans les pays en développement et les pays émergents à économie de marché – à cause de mouvements grégaires de spéculation monétaire, se traduisant par des flux considérables de capitaux instables. Ces flux ont fait diverger les taux de change par rapport aux fondamentaux depuis de nombreuses années, si bien que les marchés de devises, livrés à eux-mêmes, ont produit systématiquement des prix erronés, avec des conséquences désastreuses pour les économies concernées (*Rapport sur le commerce et le développement, 2009*).

Des variations arbitraires des taux de change peuvent alourdir fortement le bilan des agents financiers et non financiers en raison des asymétries de taux de change. À l'inverse, des régimes de change fixes qui donnent l'impression (fausse) d'éliminer tous les risques de change attirent les

flux de capitaux à court terme. Ces flux entraînent généralement ensuite une accumulation excessive de passifs libellés en devises, des bulles financières et une appréciation du taux de change réel, ce qui finit par provoquer des crises. Il est donc préférable d'adopter un régime de taux de change flottants administrés qui permet de contenir les mouvements de change excessifs et de cibler le niveau souhaité du taux de change réel (voir chap. VI).

Dans un système de taux de change flottants administrés, les autorités financières et monétaires devraient avoir les moyens d'intervenir sur les marchés de change. Faute d'un prêteur international de dernier ressort, et dans la mesure où l'aide du FMI ne peut pas toujours être obtenue en temps utile, et en tout état de cause, est assortie généralement de conditions peu souhaitables, les pays se sont efforcés de compter sur leurs propres ressources en accumulant des réserves internationales³.

Plusieurs pays ont également cherché à s'attaquer à la racine du problème en élevant des obstacles aux flux de capitaux déstabilisateurs. De fait, jusque dans les années 1980, la plupart des pays européens appliquaient des mesures de contrôle des capitaux assez strictes, et même les États-Unis avaient pris des mesures pour freiner les sorties de capitaux. De la même manière, la Suisse appliquait des taux d'intérêt plus bas sur les comptes bancaires détenus par des non-ressortissants afin de lutter contre des pressions à la hausse sur sa monnaie qui auraient pu conduire à une bulle des prix des actifs et porter préjudice à ses secteurs d'exportation, y compris le tourisme.

Pendant les années 1990, certains pays en développement qui s'intégraient dans un contexte économique mondial de plus en plus financiarisé ont pris des mesures afin de réduire l'instabilité des flux de capitaux, qui ont consisté à décourager les entrées de capitaux à court terme plutôt qu'à élever des obstacles aux sorties de capitaux. C'est ainsi que le Chili et la Colombie ont introduit des taxes et gelé une partie des entrées qui se plaçaient sur des dépôts non rémunérés. D'autres pays ont eu recours à des obstacles plus directs aux mouvements de capitaux. Par exemple, la Malaisie au cours des années 1990

et l'Argentine après la crise de 2001-2002 ont adopté des mesures visant à diminuer la rentabilité des flux à court terme et à allonger la durée des investissements étrangers.

4. Libéralisation des services et réglementation prudentielle

Pour des raisons macroéconomiques et prudentielles, il peut y avoir des cas où des mesures de contrôle de capitaux sont une composante légitime de la politique à mener face à des entrées soudaines de capitaux (Ostry *et al.*, 2010). Le FMI (2011) a proposé la mise au point de règles mondiales en matière de politique macroprudentielle, de libéralisation des mouvements de capitaux et d'adéquation des réserves. Ces règles autoriseraient les pays à adopter des mesures de contrôle des capitaux, mais seulement à certaines conditions; par exemple, si l'afflux de capitaux provoque une surévaluation du taux de

change, faussant ainsi l'activité économique, et si le pays dispose déjà de réserves de change amplement suffisantes et n'a donc pas besoin de cet apport de capitaux en sus de ses réserves. Par ailleurs, le FMI soutient que dès lors que ces mesures sont perçues comme ayant toujours des effets de distorsion, elles

ne doivent être utilisées que temporairement, et ne doivent pas se substituer à des instruments de politique macroéconomique comme l'ajustement de la politique budgétaire et du taux d'intérêt (bien que ces instruments soient devenus beaucoup plus difficiles à contrôler avec la mobilité des capitaux). En tout état de cause, seul le contrôle des entrées de capitaux est jugé acceptable, celui des sorties étant toujours mal perçu (FMI, 2011).

La possibilité d'imposer un contrôle des capitaux était en fait déjà garantie au titre de la section 3 de l'article VI des Statuts du FMI: «[I]es États membres peuvent prendre les mesures de contrôle nécessaires pour réglementer les mouvements internationaux de capitaux...». Ainsi, ce que l'on a largement interprété comme un revirement dans l'opposition coutumière du Fonds aux mesures de contrôle de capitaux se résume à une tentative

Les mesures de contrôle des capitaux sont un instrument légitime de réglementation macroprudentielle.

pour autoriser les pays membres à adopter de telles mesures à certaines conditions seulement. Or, si elles ne sont admises qu'à titre de mesures exceptionnelles, ne devant être adoptées qu'en dernier ressort quand l'économie se trouve déjà en difficulté, les mesures de contrôle des capitaux ne pourront pas servir à la réglementation macroprudentielle – ce qui est précisément leur vocation.

En outre, le recours à des mesures de contrôle des capitaux – et à d'autres réformes financières – peut être étroitement délimité, voire interdit par des accords internationaux bilatéraux ou multilatéraux auxquels les pays ont adhéré depuis quelques années ou qui sont encore en négociation. L'Accord général sur le commerce des services (AGCS) de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), et bon nombre d'accords commerciaux bilatéraux et d'accords bilatéraux d'investissement comportent des dispositions relatives aux paiements, aux transferts et aux services financiers qui peuvent fortement limiter, non seulement l'application des mesures de contrôle des capitaux, mais aussi d'autres mesures visant à reréglementer ou restructurer les systèmes financiers. En outre, une telle mesure pourrait être interprétée comme un manquement aux obligations ou à des engagements particuliers découlant de l'AGCS et donner lieu à l'imposition de sanctions commerciales. L'analyse ci-après porte plus particulièrement sur l'AGCS⁴, même si bon nombre des problèmes posés valent également pour les dispositions relatives aux paiements et aux transferts de la plupart des accords bilatéraux d'investissement.

Dans le cadre de l'AGCS, plusieurs dispositions semblent interdire, ou au moins fortement limiter l'utilisation de mesures de contrôle de capitaux par les pays qui ont signé l'accord. Parmi les obligations et disciplines générales qu'il prévoit, un article spécifique sur les paiements et transferts (art. XI) dispose que, à moins de pouvoir justifier d'une grave situation de balance des paiements, un pays ne peut appliquer de restrictions aux transferts et paiements internationaux qui touchent ses engagements spécifiques. En outre, l'article XVI (Accès aux marchés), dans la partie sur les engagements spécifiques, précise que si un engagement en matière d'accès aux marchés a été contracté pour

un type déterminé de service, les mouvements de capitaux qui constituent une «partie essentielle» du service ou sont «en relation» avec la fourniture de ce service doivent être autorisés dans le cadre de l'engagement.

En revanche, d'autres dispositions autorisent apparemment l'utilisation de ces mesures. En particulier, le paragraphe de l'annexe sur les services financiers sur la réglementation intérieure dispose qu'un membre «ne sera pas empêché de prendre des mesures pour des raisons prudentielles». Cette contradiction apparente crée la possibilité d'interprétations différentes, d'où les incertitudes concernant la façon dont ces règles seront finalement appliquées par l'OMC. Il sera donc nécessaire de clarifier certaines formules qui n'ont pas été éprouvées dans de cadre de procédures de règlement des différends. À titre d'exemple, le sens de «prudentiel» n'est pas clair. D'un certain point de vue, les restrictions sur les entrées et les sorties de capitaux ont manifestement un caractère macroprudentiel, mais bon nombre de gouvernements et d'institutions, ainsi que des universitaires connaissant bien l'AGCS, ont estimé que seules les mesures du type «Bâle» pouvaient être considérées comme prudentielles, ce qui excluait les mesures de contrôle des capitaux (Wallach et Tucker, 2010). Qui plus est, cette concession à l'autonomie nationale est suivie de l'indication selon laquelle «[d]ans les cas où de telles mesures ne seront pas conformes aux dispositions de l'Accord, elles ne seront pas utilisées par un Membre comme un moyen d'éviter ces engagements ou obligations au titre de l'Accord». Ainsi, si les pays ont déjà pris des enga-

gements pour autoriser certains types d'activités financières d'établissements financiers étrangers, ils ne peuvent imposer aucune réglementation prudentielle qui soit contraire à ces engagements, quand bien même cela serait nécessaire à la stabilité et à la viabilité du système.

La libéralisation des services au titre des engagements de l'AGCS peut être un obstacle à la reréglementation du système financier.

Différentes interprétations peuvent aussi intervenir concernant la possibilité d'appliquer les mesures de contrôle des capitaux que les Statuts du FMI autorisent expressément. L'article XI de l'AGCS dispose: «[a]ucune disposition du présent Accord n'affectera les droits et obligations résultant pour les membres du Fonds monétaire international

des Statuts du Fonds.». En principe, donc, les pays pourraient se prévaloir de la section 3 de l'article VI des Statuts du Fonds pour imposer des mesures de contrôle des capitaux. Le même article XI de l'AGCS précise néanmoins qu'«un Membre n'imposera pas de restrictions à des transactions en capital d'une manière incompatible avec les engagements spécifiques qu'il aura pris en ce qui concerne ces transactions, sauf en vertu de l'article XII [autrement dit, en raison de difficultés de balance des paiements] ou à la demande du Fonds». Ainsi, d'une part, en tant que membre du FMI, un pays est libre d'imposer des mesures de contrôle des capitaux; et d'autre part, en vertu de l'AGCS, il ne peut recourir à une telle mesure que si elle n'est pas incompatible avec des engagements contractés au titre de cet accord, ou face à une crise de balance des paiements (Siegel, 2002).

L'AGCS peut aussi être un obstacle à d'autres types de réglementation que se proposent d'adopter plusieurs pays. Par exemple, la Commission européenne s'est rendue compte qu'une taxe sur les transactions financières à laquelle bon nombre de ses États membres étaient largement favorables pouvait être considérée comme une restriction indirecte aux transferts et aux paiements si elle augmente le coût des transactions, et constituerait de ce fait un manquement à l'article XI de l'AGCS, étant donné que l'UE a contracté des engagements relatifs aux transactions financières même avec des pays tiers (Tucker, 2010). En outre, même la séparation des activités de banque commerciale et de banque d'investissement, que beaucoup jugent indispensable pour venir à bout des risques financiers systémiques, pourrait être interprétée comme un manquement à l'article XVI sur l'accès aux marchés qui, comme on l'a vu plus haut, restreint les limitations susceptibles d'être imposées concernant le caractère des établissements. Les règles de l'AGCS sur l'accès aux marchés interdisent les politiques publiques qui limitent la taille ou le nombre total des fournisseurs de services financiers dans les «secteurs visés» (c'est-à-dire ceux pour lesquels des engagements en matière de libéralisation ont été contractés). Ainsi, des pays qui se sont déjà engagés à certains types de déréglementation ne peuvent pas

facilement revenir en arrière, même pour des problèmes critiques comme la taille des banques. En vertu des mêmes règles, un pays ne peut pas interdire un service financier à haut risque dans un secteur (banque, assurance ou autres services financiers) dès lors qu'un engagement a été pris pour ce secteur au titre de l'AGCS⁵.

La situation est pire encore pour les 33 pays qui ont en outre adhéré en 1999 au «Mémorandum d'accord sur les engagements relatifs aux services financiers» de l'OMC, qui énonce que «[t]outes conditions, limitations et restrictions aux engagements indiqués ci-après seront limitées aux mesures non conformes existantes». Parmi ces pays figurent presque tous les membres de l'OCDE, ainsi que quelques pays en développement comme le Nigéria, Sri Lanka et la Turquie. Ce mémorandum d'accord a établi de nouveaux engagements liés à une déréglementation en énonçant une approche «directive» de la libéralisation financière, à savoir qu'un secteur est, par défaut, couvert intégralement par l'ensemble des obligations et des restrictions de l'AGCS sauf si un pays les limite expressément dans sa liste d'engagements. Cela revient en pratique à empêcher toute nouvelle réglementation financière que ce soit. Et il n'existe aucune possibilité de quelque interdiction que ce soit sur certains produits financiers que l'on estime trop risqués, comme certains produits dérivés, parce que chaque signataire du mémorandum d'accord s'est engagé à ce que les fournisseurs étrangers de services financiers soient autorisés à «offrir tout nouveau service financier» sur son territoire.

En bref, le cadre multilatéral de l'AGCS sur les services (y compris les services financiers) a été négocié à une époque où la plupart des pays étaient convaincus que la déréglementation financière était le meilleur moyen d'arriver au développement financier et à la stabilité financière. Cependant, en raison de la crise, bon nombre de pays souhaitent aujourd'hui reréglementer, mais il est possible que leurs engagements au titre de l'AGCS ne le leur permettent pas.

D. Réformes inachevées: les politiques recommandées

Les propositions de réforme du système financier se sont multipliées avec la crise. Au niveau international, dans le souci de renforcer les organismes qui existent dans ce domaine, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et le Conseil de stabilité financière (CSF, anciennement Forum de stabilité financière) ont ouvert leur participation à l'ensemble des pays du G-20. À la suite d'un examen ambitieux des cadres réglementaires, ils ont élaboré des propositions provisoires de modifications à apporter en 2009-2011.

En outre, certains pays, en particulier les États-Unis, ont commencé d'élaborer de nouvelles lois sur la réforme financière, et certaines modifications ont été suggérées et partiellement adoptées au Royaume-Uni et au niveau de l'UE. Mais en dépit d'intentions réformatrices initiales ambitieuses, il n'a été question pour le moment, dans les déclarations officielles, que de reréglementation visant à renforcer certaines des règles en vigueur ou à incorporer certains éléments manquants. À la différence des propositions qui ont suivi la crise des années 1930, les propositions récentes ont accordé peu d'attention à une restructuration fondamentale du système financier.

La présente section examine les limites des initiatives de reréglementation, et plaide en faveur d'une restructuration plus solide du système financier pour remédier à sa prédisposition aux crises. Dans cette optique, elle propose de diversifier le cadre institutionnel, de donner un plus grand rôle aux banques publiques, régionales et locales et de séparer les activités des banques d'investissement et des banques commerciales.

1. Reréglementation et risque endogène

Les règles financières fondées sur les cadres de Bâle I et II étaient axées sur la réglementation

microprudentielle. Elles ne mesuraient pas les risques découlant du système bancaire fantôme et de sa pratique de l'arbitrage réglementaire, et ont complètement sous-estimé les risques endogène et systémique. La crise mondiale a souligné la nécessité pour les autorités réglementaires multinationales et nationales d'examiner ces problèmes.

La crise a révélé que le volume des opérations du système bancaire fantôme dépassait celui du secteur bancaire ordinaire, et que certaines parties de ce système (notamment les fonds de placement sur le marché monétaire) jouaient le même rôle que celui des banques mais sans être assujetties à pratiquement aucune de leurs règles; pourtant, elles ont dû être soutenues par les banques centrales au plus fort de la crise. En ce qui les concerne, le «contrat» entre les intermédiaires financiers et le prêteur de dernier ressort est donc devenu unilatéral. Parmi les diverses propositions qui ont été faites pour corriger cette anomalie, l'une consisterait à ramener dans le «contrat social» divers éléments du système fantôme. Les candidats les plus souvent cités sont les fonds commun de placement en instruments du marché monétaire, mais aussi le marché des titres adossés à des actifs financés par des accords de rachat, qui est impliqué dans des activités massives et risquées de transformation des échéances. Une autre priorité est la nécessité d'isoler autant que possible le système bancaire commercial de ce qui pourrait subsister du système non réglementé. Dans cette optique, et pour améliorer la compréhension du fonctionnement du système «fantôme», la nécessité de disposer de plus d'informations sur ses activités a été soulignée (Tucker, 2010; Ricks, 2010; Adrian et Shin, 2009).

Le Conseil de stabilité financière, à la demande du Sommet du G-20 de Séoul en novembre 2010, a constitué un groupe de travail sur le système bancaire parallèle qui devait présenter des propositions à la fin du premier semestre 2011. Dans l'intervalle, le CSF a produit une note d'information contenant

des propositions initiales concernant le risque systémique et l'arbitrage réglementaire. Ces propositions se classent en quatre catégories: i) réglementation indirecte via le secteur réglementé et ses liens avec le secteur non réglementé; ii) réglementation directe des entités du système bancaire parallèle; iii) réglementation des activités, des marchés et des instruments, plutôt que réglementation des entités; iv) mesures macroprudentielles visant à réduire les risques de contagion (FSB, 2011).

Si le Comité de Bâle continue de s'occuper principalement de réglementation microprudentielle, il étudie aussi des mesures préventives liées à la dimension systémique du risque. Par exemple, il a adopté des exigences de fonds propres plus élevées pour les opérations sur produits dérivés et les titrisations complexes. En outre, certaines incitations sont offertes à l'utilisation de contrepartistes centraux pour les contrats de dérivés de gré à gré, et les nouvelles exigences de liquidités parviennent généralement à limiter le financement de gros. Dans une certaine mesure, il a donc été remédié aux risques posés par les engagements individuels dont les conséquences peuvent être systémiques (FMI 2010b; BIS, 2011). En outre, Bâle III intégrera la dimension temporelle du risque endogène – la procyclicité – en imposant des volants de fonds propres anticycliques. Il se peut néanmoins que ces volants de fonds propres soient insuffisants pour empêcher une croissance excessive du crédit, et il conviendrait de les compléter par des règles plus directes. Shin (2010) propose des limites portant sur le passif, en particulier le passif hors dépôt qui est le canal par lequel la croissance excessive du crédit se finance. Il suggère également un plafonnement de l'effet de levier, le capital jouant alors comme une limite aux prêts excessifs plutôt que comme un outil d'absorption des pertes en situation de crise.

En ce qui concerne le problème des établissements financiers d'importance systémique, les organismes internationaux se sont surtout consacrés à améliorer la réglementation et la supervision (plutôt que la restructuration), et à examiner une procédure spéciale de règlement en cas de crise dont la charge

ne serait pas supportée par les ressources publiques et qui ne perturberait pas le reste du système. Un cadre directeur concernant les établissements financiers d'importance systémique imposerait à ces derniers une plus forte capacité d'absorption des pertes, améliorerait l'infrastructure financière afin de réduire le risque de contagion, et les soumettrait à un contrôle plus strict. Le renforcement de la capacité d'absorption des pertes – ou l'imposition de limites à toute croissance supplémentaire – pourrait être obtenu au moyen d'exigences de fonds propres qui seraient plus élevées pour les établissements financiers d'importance systémique que les autres

établissements, comme cela a été proposé récemment par le Comité de Bâle. Plusieurs autres options ont été proposées par le CSF en vue d'améliorer la résilience des établissements, notamment les instruments de fonds propres conditionnels. Concernant l'amélioration de l'infrastructure, le CSF recommande que les produits dérivés soient normalisés, et soient négociés en Bourse ou sur des

plates-formes électroniques et soient compensés par des contrepartistes centraux. En outre, en ce qui concerne les établissements financiers d'importance systémique (EFIS) de dimension mondiale, une proposition a été émise en vue de la création de collèges internationaux de surveillance et de la tenue de négociations et d'une coopération internationale sur les mécanismes de règlement (CSF, 2010).

Au niveau national, la loi Dodd-Frank sur la réforme de Wall Street et la protection des consommateurs votée aux États-Unis est le signe de certains progrès dans le traitement des EFIS. D'après la loi, tous les établissements dont la valeur des actifs excède 50 milliards de dollars sont automatiquement réputés d'importance stratégique. Elles doivent s'enregistrer auprès de la Réserve fédérale dans un délai de cent quatre-vingts jours, et sont soumises à un contrôle et des normes prudentielles renforcés. La désignation en tant qu'établissement d'importance systémique peut aussi être décidée par le Conseil de contrôle du système financier (Financial System Oversight Council) mis en place par cette loi. En outre, les autorités réglementaires sont habilitées à contraindre ces établissements à vendre certaines parties de leurs activités qui sont réputées contribuer à un

Le Comité de Bâle examine actuellement des mesures préventives liées à la dimension systémique du risque, y compris les problèmes de la procyclicité et des établissements «trop gros pour faire faillite».

risque systémique excessif. En outre, les fusions ou les rachats qui aboutissent à ce qu'un établissement cumule plus de 10 % du passif total du système ne seront pas autorisés; il n'y aura pas d'empêchement cependant à ce qu'un établissement dépasse cette limite si cela résulte de sa propre croissance. Les EFIS sont aussi tenus de créer et d'actualiser en permanence leur propre régime de règlement en cas de crise, et de tenir les autorités informées à son sujet. La Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) aura la responsabilité de tout établissement financier d'importance stratégique faisant faillite. Agissant en dehors des procédures de faillite normales, la FDIC sera habilitée à prendre le contrôle de l'établissement, à vendre ses actifs et à imposer des pertes aux actionnaires et aux créanciers chirographaires. En outre, c'est l'ensemble du secteur qui devra supporter les coûts de cette procédure.

Au Royaume-Uni, contrairement à ce qui était largement anticipé, la Commission indépendante sur le secteur bancaire – Independent Commission on Banking, dite Comité Vickers – n'a pas recommandé le démantèlement des grands établissements. En lieu et place, son rapport d'étape préconise que les établissements qui prévoient des activités sur le marché bancaire de détail créent une filiale dont le niveau de fonds propres devrait être plus élevé: 10 % au lieu de la règle générale de 7 % (Commission indépendante sur le secteur bancaire, 2011). En outre, la concurrence sera imposée sur ce marché de détail. Cela implique que la Lloyds, qui contrôle 85 % de l'activité de détail, devra se séparer d'un plus grand nombre d'agences que les 600 dont elle avait déjà prévu la suppression. Dans l'ensemble, le rapport du Comité vise davantage à modifier la structure du secteur qu'à renforcer la réglementation de la structure actuelle.

Le fait est que le mode de traitement du problème des établissements «trop grands pour faire faillite» doit aller plus loin que les recommandations émises par des instances internationales sur

les exigences de fonds propres supplémentaires et le contrôle renforcé. Ainsi, les cinq principaux établissements financiers des États-Unis assujettis aux règles de Bâle qui, soit ont fait faillite, soit ont été contraints à des fusions avec l'aide des fonds publics, avaient des ratios réglementaires de fonds propres allant de 12,3 % à 16,1 % immédiatement avant leur fermeture. Ces ratios dépassaient les niveaux de référence exigés d'une marge confortable (Goldstein et Véron, 2011). L'augmentation des exigences de fonds propres et l'adoption de normes de liquidité sont une nécessité, mais il faut faire beaucoup plus.

Les limites du relèvement des exigences de fonds propres peuvent être surmontées grâce à quatre mesures. La première, qui figure dans la loi Dodd-Frank, est l'obligation imposée aux établissements financiers de présenter leur propre plan de cessation d'activité lorsqu'il ne se trouve pas de moyen raisonnable de diminuer leur activité ou de réduire leur complexité. La deuxième mesure – qui figure aussi dans la loi Dodd-Frank – consisterait à accorder un pouvoir de règlement spécial afin d'éviter les procédures de faillite qui sont trop

lentes et ne tiennent pas compte des externalités; cette procédure devrait pouvoir intervenir avant la déclaration d'insolvabilité éventuelle. La troisième mesure consisterait à appliquer strictement la discipline du marché en écartant les actionnaires et la direction, en remboursant les créanciers à une valeur estimative équitable (et non à la valeur nominale) et en interdisant

l'acquisition du reste de l'établissement par un autre grand établissement. Enfin, la quatrième mesure serait une limitation de la taille des établissements, soit en termes absolus, soit par rapport au PIB. Ce type de plafonnement est validé par des observations empiriques qui montrent qu'il n'y a plus d'économies d'échelle au-delà de 100 milliards de dollars d'actifs (Goldstein et Véron, 2011). Une proposition supplémentaire consiste à augmenter le capital par l'émission d'instruments de requalification de dette («bail-in») qui seraient automatiquement convertis en fonds propres en cas de crise.

Outre qu'il doit être mieux réglementé, le secteur financier doit être restructuré afin de réduire le risque de crise systémique et d'améliorer son utilité économique et sociale.

2. *Au-delà de la réglementation: pour une restructuration du système bancaire*

Le problème d'externalités négatives sur les marchés financiers a été manifeste lors de la dernière crise mondiale. On l'a attribué principalement aux agissements des grandes banques, qui ont provoqué des coûts considérables pour les gouvernements et l'ensemble de l'économie. La réponse adoptée face au problème a consisté presque exclusivement à renforcer les réglementations pour forcer les banques à augmenter leurs fonds propres et leurs liquidités et, éventuellement, s'agissant des EFIS, à imposer un niveau d'exigence supplémentaire. Mais au-delà des améliorations sur le plan réglementaire, il faut une nouvelle structure du secteur financier, capable non seulement de réduire les risques systémiques, mais aussi d'améliorer l'utilité économique et sociale dudit secteur.

Une proposition de réforme ferait intervenir trois aspects: modularité, solidité et incitations. La modularité autoriserait un fonctionnement indépendant de certaines parties du système par rapport au reste du système. Pour ce qui est de la solidité, la réglementation devrait être simple et adopter une stratégie qui limite le plus possible les probabilités de pire dénouement, en mettant l'accent davantage sur le système que sur les comportements au sein du système. En ce qui concerne les incitations, l'endogénéité pose un sérieux problème aux autorités réglementaires, qui pourrait être résolu en modifiant radicalement la structure des établissements financiers et en réduisant leur taille (Haldane, 2010).

Ainsi, une manière possible de restructurer le secteur bancaire serait de promouvoir un ensemble diversifié d'établissements bancaires, qui soit au service de la croissance ainsi que de l'égalité. Une grande variété d'établissements, qui préserverait le système des aléas des marchés financiers internationaux, conjuguée à des règles simples, créerait un système bancaire plus stable. Par ailleurs, un développement partagé nécessite l'intervention d'établissements divers et un rôle différent pour les banques centrales. Les banques centrales ne devraient

pas se consacrer seulement à la lutte contre l'inflation; elles devraient aussi pouvoir intervenir dans l'offre de crédit, comme elles l'ont fait dans nombre de pays européens pendant plus d'un siècle (Gerschenkron, 1962). Le système actuel des banques privées devrait être restructuré pour établir une séparation claire entre les établissements qui acceptent des dépôts et ceux qui se consacrent à la banque d'investissement, de façon à ramener bon nombre des activités

légitimes qui sont accomplies à l'heure actuelle par le système bancaire fantôme dans le champ réglementaire. Dans cette configuration, les banques publiques auraient un rôle plus important, non seulement dans l'optique du développement mais aussi comme facteur de diversité et de stabilité. En outre, un ensemble de services postaux d'épargne et de banques coopératives locales, à l'image des caisses d'épargne

locales dans certains pays d'Europe, pourraient jouer un rôle plus important dans le fonctionnement du secteur financier. Tout cela permettrait un système bancaire beaucoup plus divers, mieux à même de répondre aux besoins de la croissance et à ceux des petites collectivités, comme le préconisent Minsky *et al.* (1993).

3. *Nécessité d'un secteur bancaire plus équilibré: banques publiques et coopératives*

La crise financière et économique en cours, dont les établissements financiers privés sont à l'origine, a nettement ébranlé une bonne partie des arguments avancés à maintes reprises pendant les dernières décennies à l'encontre des banques publiques. En Europe et aux États-Unis, de grandes banques privées ont été subventionnées car jugées trop importantes pour faire faillite. De fait, quand la crise s'est abattue, des banques importantes n'ont survécu que parce qu'elles avaient reçu des fonds et des garanties des gouvernements. Si en période d'expansion, des établissements et des particuliers ont bénéficié de primes et de bénéfices importants, lors de la crise, ce sont les gouvernements – ou le «contribuable» – qui ont dû assumer les coûts.

Un système bancaire plus équilibré et diversifié incluant des banques publiques et coopératives sera plus stable et servira plus efficacement la croissance et l'égalité.

La critique selon laquelle seules les banques publiques ont l'avantage de l'accès aux ressources publiques n'est plus valable. Les États ont généralement exercé pleinement le contrôle des activités des banques publiques que ce soit pendant les phases d'expansion ou les récessions, tandis que les banques privées ont conservé leurs équipes dirigeantes et leur contrôle et ont continué de s'octroyer des primes généreuses, même après avoir bénéficié de plans de sauvetage importants des pouvoirs publics. L'accusation selon laquelle les banques publiques sont des «machines à faire des pertes» (Calomiris, 2011) convient donc bien davantage aux grandes banques privées. Pour ce qui est de l'efficacité relative des banques publiques et des banques privées, la crise a montré que même les plus grandes banques privées ne s'informaient pas sur les emprunteurs et n'évaluaient pas cette information, ni les risques de prêt – et cette dernière fonction a été reportée sur les agences de notation.

Trois aspects bénéfiques des banques publiques ont été mis en avant dernièrement. Premièrement, les banques publiques ont fait preuve de résilience dans le contexte de la crise et ont contribué à compenser l'assèchement du crédit qui en a résulté. Deuxièmement, elles soutiennent des activités qui ont une utilité sociale bien supérieure comparativement aux banques privées et qui permettent un plus large accès aux services financiers. Troisièmement, elles peuvent aussi aider à promouvoir la concurrence lorsqu'il existe des structures bancaires privées de type oligopolistique (Allen, 2011).

D'un point de vue réglementaire, les asymétries d'information pourraient être surmontées si les autorités disposaient d'un accès complet à l'information, laquelle est souvent gardée confidentielle actuellement par les banques privées. On a fait valoir également que «si les banques privées réalisent des profits sensiblement plus importants que les banques publiques, cela peut constituer un signal d'alerte [pour les autorités réglementaires] au fait que ces banques prennent trop de risques ou exploitent une situation de monopole» (Allen, 2011).

Afin de réduire le risque de contagion, il faut une séparation claire entre les banques privées qui reçoivent des dépôts et celles qui s'occupent d'investissement.

Malgré la vague de privatisations des années 1990, les banques publiques ont continué de jouer un rôle important dans le système bancaire de bon nombre de pays en développement. En 2003, cette catégorie d'établissements représentait 80 % du total des actifs en Asie du Sud, plus de 30 % dans les pays en transition, plus de 20 % en Afrique et un peu moins de 20 % en Amérique latine. Mais les écarts étaient importants au sein de chaque région. En Argentine et au Brésil par exemple, près du tiers des actifs bancaires étaient détenus par des banques publiques (Clarke, Cull et Shirley, 2004).

Dans certains cas, les banques de développement coopératives et locales peuvent aussi être une donnée importante de la restructuration du secteur bancaire. Pendant la crise financière mondiale, de petites banques d'épargne, telle la Sparkassen en Allemagne, n'ont pas eu besoin de faire appel à la banque centrale ni à aucun soutien de trésorerie. En outre, ces établissements se soucient parfois davantage des petites entreprises et d'autres agents qui n'ont pas accès normalement au crédit bancaire.

4. Établir un «pare-feu» entre les banques commerciales et les banques d'investissement

Outre le renforcement des banques publiques, une restructuration des banques privées rendrait le secteur bancaire plus équilibré. Comme on l'a vu précédemment, la perte de diversité du système bancaire a été l'un des principaux facteurs à l'origine de la dernière crise. Les organismes de réglementation sont en partie responsables de cette évolution, en particulier le Comité de Bâle avec sa tentative mal inspirée de concevoir une «égalité de traitement» valable aussi bien à l'intérieur des frontières qu'au niveau international.

Quand les barrières entre les différents établissements sont tombées, les banques de dépôt ont commencé à exercer des activités de banque d'investissement, et se sont retrouvées de ce fait

plus fragiles et plus exposées à la contagion. Étant donné le rôle essentiel de ces établissements dans le système des paiements, leur exposition accrue au risque systémique risquait d'avoir des conséquences d'autant plus néfastes pour l'ensemble de l'économie. Ce problème pourrait être traité de deux manières. En premier lieu, les systèmes de collecte des dépôts et de paiement devraient être séparés des activités de banque d'investissement, comme cela avait été fait aux États-Unis en 1933 en vertu de la loi Glass-Steagall. Autrement dit, les banques commerciales ne devraient pas être autorisées à jouer avec l'argent d'autrui. En deuxième lieu – et de façon encore plus ambitieuse – les grands établissements devraient être démantelés, afin de surmonter le problème des établissements «trop gros pour faire faillite» ou même, selon la formule de Reddy (2011: 10), «trop puissants pour être réglementés».

Il existe de nombreuses façons possibles de séparer les établissements recevant des dépôts des banques d'investissement. Certains auteurs préconisent une «délimitation étroite» (de Grauwe, 2008), selon laquelle les établissements financiers devraient choisir obligatoirement s'ils souhaitent devenir une banque commerciale ou une banque d'investissement. Les premières seraient autorisées à accepter des dépôts du public et d'autres banques commerciales, et à placer leurs fonds dans des prêts assortis d'une échéance plus longue tout en les conservant dans leur bilan. Ces banques auraient accès au guichet de l'escompte de la banque centrale, à des facilités de prêt en dernier ressort et à une assurance des dépôts.

Leurs activités feraient aussi cependant l'objet d'une réglementation et d'un contrôle stricts. De leur côté, les banques d'investissement seraient tenues d'éviter les asymétries d'échéances, et ne pourraient donc pas acquérir des actifs illiquides financés par des lignes de crédit à court terme des banques commerciales.

Une proposition récente qui offrirait plus de latitude aux banques commerciales est fondée sur la notion d'«activités acceptables», selon un principe qui instaure également une séparation entre les banques commerciales et les banques d'investissement. Ainsi, les établissements collecteurs de dépôts seraient autorisés à souscrire des titres, et à offrir des conseils sur les fusions-acquisitions ainsi qu'en matière de gestion de patrimoine. Néanmoins, ils ne seraient pas autorisés à avoir des activités de courtier-négociant, ou à faire des opérations sur les dérivés et les titres, que ce soit pour leur propre compte ou le compte de leurs clients. Ils ne pourraient pas non plus prêter à d'autres établissements financiers ou soutenir des fonds de couverture ou des fonds privés de capital-investissement (Hoenig et Morris, 2011). La séparation des deux activités pourrait être une façon supplémentaire de réduire la taille des établissements, et répondrait donc au problème du «trop grand pour faire faillite». Dans le même ordre d'idées, le Gouverneur de la Banque d'Angleterre a proposé de diviser les banques en entités de service public et entités à risque, estimant qu'il est «illusoire» de penser que des réglementations plus strictes suffiront à empêcher les crises financières futures (Sorkin, 2010).

Notes

- 1 L'incapacité de ces modèles d'évaluer le risque d'une crise financière est illustrée par le fait qu'en 2007, on a observé pendant plusieurs journées consécutives des mouvements de 25 écarts-types. Comme l'expliquent Haldane et Alessandri (2009), si l'on se base sur une distribution normale des événements, en 13 700 milliards d'années, soit environ l'âge de l'univers, on peut s'attendre à une seule occurrence de 7,26 écarts-types, soit une valeur bien inférieure à celle enregistrée en 2007.
- 2 Voir Conseil de stabilité financière, 2010 et 2011. Le FMI (2010a) utilise l'expression: grandes institutions financières complexes (GIFC).
- 3 Par ailleurs, les banques centrales de certains pays ont établi une ligne de swap avec la Réserve fédérale des États-Unis et/ou la Banque nationale suisse afin de répondre aux besoins de devises des banques du pays résultant des propres obligations de ces dernières ou de celles de leurs clients.
- 4 Néanmoins, la question de savoir si les règles de l'AGCS imposent des restrictions dans le domaine réglementaire n'est pas complètement tranchée et peut donner lieu à interprétation. L'alinéa b du paragraphe 3 de l'article premier de l'Accord exclut les «services fournis dans l'exercice du pouvoir gouvernemental» de la définition des services, et donc des obligations découlant de l'Accord, y compris les activités menées par une banque centrale ou une autorité monétaire. Mais selon Tucker (2010), toutes les mesures relevant de ces instances ne seraient pas exclues de l'AGCS, mais seulement celles qui sont directement liées à la gestion de la monnaie ou du taux de change.
- 5 La jurisprudence pertinente offre certaines indications sur la façon dont ces règles pourraient être interprétées à l'avenir. Une juridiction de l'OMC a déjà établi le précédent d'une application stricte de cette règle dans sa décision sur l'interdiction des paris en ligne aux États-Unis – qui interdisait aux sociétés de pari aussi bien américaines qu'étrangères de proposer des paris en ligne aux consommateurs américains. L'interdiction a été réputée constituer un «contingent nul», et donc un manquement aux prescriptions de l'AGCS en matière d'accès aux marchés. Cette décision a été prise bien que le Gouvernement des États-Unis ait fait valoir que les paris en ligne n'existaient pas au moment où l'engagement initial a été contracté, et n'auraient donc pas pu être exclus formellement de la liste d'engagements.

Bibliographie

- Adrian T. et Shin H.S. (2009). The shadow banking system: implications for financial regulation, Staff Reports 382. Banque fédérale de réserve de New York, juillet.
- Allen F. (2011). The AAF Virtual Debates: Franklin Allen on State-owned banks. Banque mondiale, 2 février. Disponible en ligne: <http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/the-aaf-virtual-debates-franklin-allen-on-state-owned-banks>.
- Bagehot W. (1873). *Lombard Street: A Description of Money Market*. Londres, Henry S. King and Co.
- Baker D. et McArthur T. (2009). The value of the Too Big to Fail Big Bank Subsidy, Issue Brief, Center for Economic Policy Research, Washington, septembre.
- Banque d'Angleterre (2007). *Financial Stability Report*, Issue 21, avril.
- BRI (Banque des règlements internationaux) (2008). *Rapport annuel*. Bâle, juin.
- BRI (2009). *Rapport annuel*. Bâle, juin.
- BRI (2011). *Rapport annuel*. Bâle, juin.
- Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D. et Martínez-Peria M.S. (2001). Is the crisis problem growing

- more severe? *Economic Policy*, 16(32): 51-82, avril.
- Buiter W. (2009). Regulating the New Financial Sector, 9 mars. Disponible en ligne: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3232>.
- Calomiris C. (2011). The AAF Virtual Debates: Charles Calomiris on State-owned banks. Banque mondiale, 2 février. Disponible en ligne: <http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/the-aaf-virtual-debates-charles-calomiris-on-state-owned-banks>.
- Clarke G., Cull R. et Shirley M. (2004). *Empirical Studies of Bank Privatization: An Overview*. Washington, D. C., Banque mondiale, novembre. Disponible en ligne: <http://info.worldbank.org/etools/docs/library/156393/stateowned2004/pdf/cull.doc>
- CNUCED *Rapport sur le commerce et le développement 2006. Partenariat mondial et politiques nationales de développement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.06.II.D.6, New York et Genève.
- CNUCED *Rapport sur le commerce et le développement 2009. Face à la crise mondiale – Atténuation des changements climatiques et développement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.09.II.D.16, New York et Genève.
- CNUCED (2009). *The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies*. New York et Genève, Nations Unies.
- Conseil de stabilité financière (2010). Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions; FSB recommendations and time lines, 20 octobre. Disponible en ligne: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101111a.pdf.
- Conseil de stabilité financière (2011). Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, Report of the Financial Stability Board to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 10 avril. Disponible en ligne: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110415a.pdf.
- Danielsson J. (2002). The emperor has no clothes: Limits to risk modelling. *Journal of Banking & Finance*, 26: 1273-1296, juillet.
- Danielsson J. (2008). Blame the models, *Voxeu.org*, 8 mai. Disponible en ligne: <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/1118>.
- Danielsson J. et Shin H.S. (2002). Endogenous Risk, 21 septembre. Disponible en ligne: <http://www.ucd.ie/t4cms/DANIELSSON.pdf>.
- Danielsson J., Embrechts P., Goodhart C., Keating C., Muennich F., Renault O. et Shin H.S. (2001). An academic response to Basel II. Financial Markets Group Special Paper No. 130, LSE Financial Markets Group and Economic & Social Research Council, Londres, mai.
- de Grauwe P. (2007). The hard task of pricing liquidity risk. *EconoMonitor*, 17 décembre. Disponible en ligne: <http://www.economonitor.com/blog/2007/12/the-hard-task-of-pricing-liquidity-risk/>.
- de Grauwe P. (2008). Returning to narrow banking. *Archive of European Integration*. Brussels, Centre for European Policy Studies, 14 novembre.
- Demirgüç-Kunt A. et Huizinga H. (2011). Do we need big banks? 18 mars. Disponible en ligne: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6241>.
- Epstein G. (2005). Introduction. In: Epstein G., éd., *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, Edward Elgar, Royaume-Uni.
- FMI (2010a). Impact of regulatory reforms on large and complex financial institutions. IMF Staff Position Note SPN/10/16. Washington, D. C., 3 novembre.
- FMI (2010b). IMF-FSB Early Warning Exercise. Disponible en ligne: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/090110.pdf>.
- FMI (2011). Recent experiences in managing capital inflows: Cross-cutting themes and possible policy framework. Washington, D. C., 14 février. Disponible en ligne: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>.
- Gerschenkron A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective – A Book of Essays*. Cambridge, Belknap Press of Harvard University Press.
- Goldstein M. et Véron N. (2011). Too big to fail: The transatlantic debate. Working Paper 11-2, Peterson Institute for International Economics, janvier.
- Haldane A. G. (2010). The \$100 billion question. Bank of England, mars. Disponible en ligne: <http://www.bis.org/review/r100406d.pdf>.
- Haldane A. G. et Alessandri P. G. (2009). Banking on the State. Paper presented at the Federal Reserve Bank of Chicago Twelfth Annual International Banking Conference on The International Financial Crisis: Have the Rules

- of Finance Changed? Chicago, 25 septembre. Disponible en ligne: <http://www.bis.org/review/r091111e.pdf>.
- Hoening T. et Morris C. (2011). Restructuring the banking system to improve safety and soundness. Banque fédérale de réserve du Kansas. Disponible en ligne: <http://www.kansascityfed.org/publicat/speeches/Restructuring-the-Banking-System-05-24-11.pdf>.
- ICB (Independent Commission on Banking) (2011). Interim report: Consultation on reform options, avril. Disponible en ligne: <http://media.ft.com/cms/bbf38fe0-640d-11e0-b171-00144feab49a.pdf>.
- McCulley P. (2007). Teton reflections, PIMCO Global Central Bank Focus. Disponible en ligne: http://easysite.commonwealth.com/EasySites/EasySite_Z3263Y/_uploads/Teton%20Reflections.pdf.
- Minsky H. P. (1975). *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press.
- Minsky H. P., Papadimitriou D.B., Philips R.J. et Wray L.R. (1993). Community development banking: A proposal to establish a nationwide system of community development banks. Public Policy Brief No. 3, Levy Economics Institute at Bard College, Annandale-on-Hudson, janvier.
- Morris S. et Shin H. S. (2003). Liquidity black holes. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1434, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, New Haven, septembre.
- Organisation mondiale du commerce (2010). Financial services, Background Note from the Secretariat, S/C/W/312, S/FIN/W/73. Disponible en ligne: http://www.fiw.ac.at/uploads/media/JM_-_financial_serv_-_final-REV1_01.pdf.
- Ostry J.D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M.S. et Reinhardt D.B.S. (2010). Capital inflows: The role of controls. IMF Staff Position Note SPN/10/04, Fonds monétaire international, Washington, D. C., 19 février.
- Pasinetti L. (1997). The social burden of high interest rates. In: Arestis P., Palma G. et Sawyer M., éd., *Capital Controversy, Post-Keynesian Economics and History of Economics*. Londres et New York, Routledge: 511-514.
- Persaud A. (2008). How risk sensitivity led to the greatest financial crisis of modern times, 7 octobre. Disponible en ligne: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2101>.
- Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A. et Boesky H. (2010). Shadow banking. Banque fédérale de réserve de New York, Staff Report No. 458, juillet.
- Reddy Y. V. (2011). Financial crisis and financial intermediation: Asking different questions. Paper presented at the Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis. Washington, D. C., 7 et 8 mars. Disponible en ligne: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/yvrpresentation.pdf>.
- Reinhart C. et Rogoff K. (2008). Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. *American Economic Review*, 98(2): 339-344, avril.
- Ricks M. (2010). Shadow banking and financial regulation. Columbia Law and Economics. Working Paper No. 370, 30 août.
- Shin H. S. (2010). Procyclicality and Systemic Risk: What is the Connection? Disponible en ligne: <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/ProcyclicalityandSystemRisk.pdf>.
- Siegel D. E. (2002). Legal Aspects of the IMF/WTO relationship: The Fund's Articles of Agreement and the WTO Agreements. *The American Journal of International Law*, 96(3): 561-599.
- Sorkin A. (2010). Big, in Banks, Is in the Eye of the Beholder. *The New York Times*, 18 janvier. Disponible en ligne: <http://www.nytimes.com/2010/01/19/business/19sorkin.html?ref=business>.
- Tobin J. (1984). On the efficiency of the financial system. In: Jackson PM, éd., *Policies for Prosperity: Essays in a Keynesian Mode*, 282-295. Cambridge, MIT Press.
- Tucker T. (2010). The WTO conflict with financial transactions taxes and capital management techniques, and how to fix it. Memorandum, *Public Citizen*, Washington, D. C., 9 juillet. Disponible en ligne: <http://www.citizen.org/documents/MemoonCapitalControls.pdf>.
- Wallach L. et Tucker T. (2010). Answering critical questions about conflicts between financial reregulation and WTO rules hitherto unaddressed by the WTO Secretariat and other official sources. Memorandum, *Public Citizen*, 22 juin. Disponible en ligne: <http://www.citizen.org/documents/Memo%20-%20Unanswered%20questions%20memo%20for%20Geneva.pdf>.
- Zysman J. (1983). *Governments, Markets and Growth: Finance and the Politics of Industrial Change*. Ithaca, Cornell University Press.

MARCHÉS DE PRODUITS DE BASE FINANCIARISÉS: ÉVOLUTION RÉCENTE ET QUESTIONS DE POLITIQUE GÉNÉRALE

A. Introduction

Les prix des produits primaires ont connu récemment une évolution exceptionnelle à divers titres. Leur flambée entre 2002 et le milieu de 2008 était la plus forte depuis plusieurs dizaines d'années de par son ampleur, sa durée et sa portée. La contraction des prix due à la survenue de l'actuelle crise mondiale au milieu de l'année 2008 a été elle aussi exceptionnelle par son ampleur et par le nombre des produits touchés. Depuis le milieu de l'année 2009 et surtout depuis l'été 2010, les prix mondiaux des produits de base sont repartis à la hausse. Si les prix du pétrole n'ont augmenté jusqu'en avril 2011 que modestement par rapport à leur pic de 2007-2008, les prix des denrées alimentaires ont atteint en février 2011 un niveau record sans précédent.

Ces importantes fluctuations des prix internationaux des produits primaires peuvent être lourdes de conséquence pour les pays tant importateurs qu'exportateurs et pour les entreprises. Leurs conséquences sur le plan économique et social dépendent généralement du produit concerné, mais elles sont globalement plus graves dans les pays en développement que dans les pays développés, au niveau aussi bien macroéconomique que microéconomique. Beaucoup de pays en développement tirent une importante partie de leurs recettes d'exportation des produits primaires, et d'autres sont des importateurs nets de denrées alimentaires et/ou d'énergie.

Quand les prix mondiaux augmentent, les pays importateurs nets de produits de base enregistrent en général une détérioration de leurs termes de l'échange et de leur balance des opérations courantes. Ils doivent souvent utiliser une plus forte proportion de leurs recettes en devises pour couvrir la facture accrue de leurs importations de produits de base essentiels, au détriment d'autres importations y compris celles des biens d'équipement et des biens intermédiaires dont ils ont besoin pour diversifier leur économie. Au niveau microéconomique, l'envolée des prix des denrées alimentaires et de l'énergie frappe durement les ménages les plus vulnérables. Elle peut même être désastreuse pour les pauvres dans les pays en développement qui consacrent 60 à 80 % de leur revenu total à la nourriture (FAO, 2008). Il en résulte de graves problèmes humanitaires mais aussi des répercussions à plus long terme sur le plan économique et social, dans la mesure où les gens doivent se tourner vers des aliments moins nutritifs et renoncer aussi à des dépenses d'éducation et de santé.

En outre – et l'argument vaut aussi pour les pays à revenu intermédiaire –, les fortes hausses des prix des produits primaires essentiels importés conjuguées à une très faible élasticité-prix de la demande contribuent à l'inflation et réduisent la demande de biens produits dans le pays. Si l'on veut limiter les effets préjudiciables des fluctuations des prix des produits

de base sur les producteurs et les consommateurs nationaux en recourant à des mesures budgétaires – par exemple en réduisant les taxes ou les droits d'importation frappant les produits alimentaires, ou en augmentant les subventions alimentaires – les coûts budgétaires correspondants devront être compensés par des réductions d'autres dépenses publiques, avec ce qu'elles impliquent pour le développement économique. Et si les pouvoirs publics doivent emprunter davantage pour couvrir des coûts budgétaires accrus, ils aggraveront l'endettement public, sans renforcer la base économique propre à assurer les recettes fiscales futures.

Pour les exportateurs de produits primaires, par contre, les hausses des prix de ces produits sont synonymes de recettes supplémentaires. Mais selon le produit concerné, les intérêts étrangers impliqués dans sa production et sa distribution (nature et degré d'implication) et les arrangements de partage de la rente existants, une importante partie de ces gains supplémentaires ne viendra pas nécessairement gonfler les revenus des pays exportateurs, mais profitera davantage à des sociétés transnationales. C'est bien souvent le cas dans le secteur minier et dans celui des hydrocarbures. Et les importantes augmentations des recettes en devises résultant de l'envolée des prix des exportations posent également des problèmes de gestion macroéconomique dans les pays exportateurs. Comme les dépenses d'importation n'augmenteront pas nécessairement au même rythme que les recettes d'exportation, le taux de change aura tendance à s'apprécier, au détriment de la compétitivité des entreprises nationales sur les marchés où elles sont en concurrence avec des fournisseurs étrangers – ce qu'il est souvent convenu d'appeler le «syndrome hollandais». Dans le même temps, une forte hausse de la demande intérieure peut créer une pression inflationniste accrue si l'offre intérieure ne suit pas. Nous verrons dans le chapitre suivant comment si cette pression peut être gérée, mais il faut pour cela une politique macroéconomique proactive qui peut être difficile à appliquer pour certains pays.

Si les prix des produits primaires baissent fortement, il en résulte une détérioration immédiate des

termes de l'échange, de la balance des paiements et de la croissance du revenu pour les pays fortement tributaires de l'exportation de ces produits. En outre, dans la mesure où le budget public dépend des recettes d'exportation tirées de produits de base, il peut devenir nécessaire de prendre des mesures d'assainissement budgétaire ou de recourir, pour maintenir les niveaux de dépenses, à un financement accru par l'emprunt. À titre individuel, les producteurs risquent de se trouver en situation financière difficile si les prix tombent en deçà du niveau minimum requis pour couvrir leurs coûts de production.

Les fluctuations de prix excessives créent une incertitude quant à la validité des signaux donnés par les prix émanant des marchés internationaux de produits de base, et rendent ces marchés encore moins transparents.

Les mouvements des prix au niveau mondial se transmettent au niveau national dans une plus ou moins grande mesure en fonction du degré d'intégration des marchés intérieurs dans les marchés internationaux et de l'efficacité des mesures de soutien des prix intérieurs pour atténuer les effets de ces mouvements de prix sur les prix intérieurs⁶. Lorsque les prix se sont envolés en 2007-2009 avant de repartir à la baisse, les mouvements des

prix mondiaux de plusieurs produits ont été ressentis de façon très variable, en termes de rapidité et de degré, sur différents marchés locaux et régionaux. Ces variations s'expliquent par les différentes mesures de réaction engagées et par la plus ou moins grande ouverture des marchés, ainsi que par l'effet compensatoire des mouvements des taux de change (voir par exemple Robles et Torero, 2009; et Minot, 2010). En ce qui concerne spécifiquement les produits de base, les structures de marché sont déterminantes pour la transmission des variations des prix internationaux, puisque sur des marchés monopsonistiques une hausse des prix internationaux n'est pas toujours synonyme de meilleurs prix pour les producteurs. On comprend mieux ainsi comment les producteurs locaux peuvent être perdants, si les prix des produits de base qu'ils achètent et utilisent comme intrants, comme les combustibles, augmentent davantage que les prix internationaux des produits de base qu'ils produisent eux-mêmes (voir par exemple Bargawi, 2009).

Au-delà des problèmes d'ajustement en cas de hausse ou de baisse importante des prix, l'instabilité

accrue des prix peut avoir de graves répercussions économiques. Les fluctuations de prix excessives créent une incertitude et réduisent les capacités d'anticipation des divers acteurs économiques. Cette incertitude quant à la validité des signaux donnés par les prix émanant des marchés internationaux de produits de base rend ces marchés encore moins transparents. Dans un tel environnement, il devient extrêmement difficile et risqué de prévoir le volume et la structure de la production, de choisir les intrants et de décider d'investir dans les capacités productives, surtout dans le secteur agricole où les cycles de production sont longs. Les mêmes problèmes se posent pour les producteurs qui utilisent des produits primaires comme intrants.

L'instabilité des prix des marchés a été variable selon les groupes de produits. Les denrées alimentaires ont connu des hausses de prix spectaculaires qui, en raison probablement de leurs conséquences sociales, ont souvent suscité davantage d'émotion que les fluctuations des prix d'autres produits de base. Mais l'instabilité des prix était encore plus prononcée pourtant pour les produits métalliques et énergétiques et pour les produits agricoles non alimentaires (voir le graphique 1.4 dans le chapitre I). Sur les marchés des produits primaires, les prix ont toujours été plus instables que sur ceux des articles manufacturés (*Rapport sur le commerce et le développement, 2008*, chap. II), et les chocs spécifiques aux produits de base, en particulier au niveau de l'offre de produits agricoles, ont généralement été déterminants à cet égard. Mais les fluctuations amples et fréquentes des prix qui ont été observées sur les marchés de nombreux groupes de produits de base depuis 2007, et en particulier sur les marchés des produits agricoles et pétroliers, sont sans précédent, et bien souvent sans lien évident avec des modifications au niveau de l'offre.

L'envolée des prix des produits de base entre 2002 et le milieu de 2008 et la nouvelle hausse des prix de bon nombre de ces produits depuis le milieu de 2009 ont coïncidé avec de grands bouleversements des fondamentaux sur les marchés de ces produits, avec notamment une croissance rapide de

la production et des changements structurels à la fois économiques et sociaux dans les marchés émergents, l'utilisation croissante de certaines cultures vivrières pour la production de biocarburants, et un ralentissement de la croissance de l'offre de produits agricoles. Mais ces facteurs ne suffisent pas pour expliquer les mouvements récents des prix des produits de base. Étant donné qu'au cours de la dernière décennie ces prix ont évolué de façon globalement parallèle pour toutes les grandes catégories de produits, on est amené à se demander si ce n'est pas le fonctionnement lui-même des marchés de produits de base qui a changé.

C'est dans ce contexte que la présidence française du G-20 a inscrit à titre prioritaire à l'ordre du jour du G-20 en 2011 la question de l'instabilité des prix des produits de base, considérant que les fluctuations excessives de ces prix compromettaient la croissance mondiale et menaçaient la sécurité alimentaire des populations dans le monde (G-20 et G-8, 2011). On considère que ces fluctuations sont liées au fonctionnement des marchés financiers et à la réglementation des marchés de produits dérivés adossés aux produits de base⁷.

Un nouvel élément décisif sur les marchés de ces produits depuis quelques années est en

effet la présence accrue d'investisseurs financiers qui considèrent que pour optimiser la gestion de leur portefeuille, ils peuvent tout aussi bien se tourner vers des contrats à terme de produits de base que vers des actifs financiers. Bien que ces participants aux marchés ne s'intéressent pas aux produits physiques et ne prennent pas leurs décisions en tenant compte des relations fondamentales entre l'offre et la demande, ils peuvent détenir – individuellement ou collectivement – de très importantes positions sur les marchés de produits de base et exercer ainsi une influence considérable sur le fonctionnement de ces marchés. Cette financiarisation des marchés de produits de base s'est fortement accélérée depuis les années 2002-2004, comme attesté par l'accroissement du volume des investissements financiers dans les marchés de produits dérivés adossés à des produits de base – aussi bien sur les marchés organisés que dans le cadre d'opérations de gré à gré.

La participation plus importante des investisseurs financiers a sans doute contribué à ce que les marchés de produits de base obéissent désormais moins à la logique d'un marché normal de marchandises qu'à celle des marchés financiers.

Si l'implication de plus en plus grande des investisseurs dans les marchés des produits primaires est généralement reconnue, la question de savoir si elle a pesé à la hausse sur le niveau des prix des produits de base et aggravé leur instabilité a suscité maintes controverses ces dernières années. Selon certains observateurs, la récente évolution des prix des produits de base s'expliquait uniquement par la profonde transformation des relations fondamentales entre l'offre et la demande, et la participation accrue des investisseurs financiers dans les marchés de produits de base avait en réalité contribué à modérer les fluctuations de prix (voir par exemple Sanders et Irwin, 2010). D'autres soutiennent que la financiarisation des marchés de produits de base a tendance à déconnecter les prix de ces produits des niveaux que justifieraient les fondamentaux du marché, avec des répercussions négatives aussi bien pour les producteurs que pour les consommateurs (voir par exemple Gilbert, 2010a; Tang et Xiong, 2010).

La CNUCED s'était penchée sur le problème de la financiarisation des marchés de produits de base dans son *Rapport sur le commerce et le développement, 2008 (Rapport sur le commerce et le développement, 2008: 24-25)*, et l'analyse a été poussée plus avant dans le rapport de son groupe d'étude (CNUCED, 2009) et dans le *Rapport sur le commerce et le développement, 2009*. Les travaux sont partis de la constatation que les prix internationaux des produits de base, les cours des actions et les taux de change des monnaies victimes d'opérations de «carry trade» avaient progressé en parallèle pendant une bonne partie de la période 2005-2008 qui avait vu les prix des produits de base s'envoler, pendant la période de forte correction qui avait suivi au second semestre de 2008, et à nouveau au moment du rebond, au deuxième trimestre de 2009. Le *Rapport sur le commerce et le développement, 2009* concluait qu'il était difficile d'entreprendre une analyse empirique détaillée du lien entre la spéculation et l'évolution des prix des produits de base compte tenu de la transparence limitée des données et de l'absence de données suffisamment détaillées. Ce rapport faisait néanmoins ressortir que les activités des investisseurs financiers avaient nettement amplifié les mouvements des prix des produits de base et qu'il y avait notamment une forte corrélation entre les prix de ces produits et les prix sur d'autres marchés comme ceux des actions et des changes, où l'activité spéculative jouait un grand rôle⁸. Dans ces conditions, se couvrir contre

les risques des fluctuations de prix des produits de base était devenu plus complexe et plus coûteux voire inabordable pour les utilisateurs commerciaux dans les pays en développement. De plus, les signaux émis par les bourses de produits de base étaient devenus des indicateurs moins fiables pour les producteurs et les consommateurs lorsqu'il s'agissait de prendre des décisions d'investissement et de gérer l'offre et la demande. Dans le même temps, il était difficile de voir si les investisseurs financiers allaient continuer à considérer les produits de base comme une classe attractive d'actifs, dans la mesure où il était apparu que certaines conditions spécifiques devaient être réunies pour que la stratégie d'action des investisseurs sur indices soit rentable. Mais on pouvait s'attendre à ce que les investisseurs financiers s'écartent de l'investissement passif sur indices pour s'orienter vers un comportement plus actif, et donc à ce qu'ils continuent à amplifier les mouvements de prix (*Rapport sur le commerce et le développement, 2009:83*). Selon le rapport cité, il fallait donc élargir et renforcer les pouvoirs de surveillance et de réglementation des organismes chargés de réglementer les marchés de produits de base, ce qui supposait à son tour de mettre à disposition des données plus complètes sur les opérations.

Entre-temps, le débat a évolué. Dans le présent chapitre qui rend compte des événements intervenus récemment en ce qui concerne le fonctionnement des marchés de produits de base, une attention toute particulière est prêtée au rôle crucial des flux d'informations dans les décisions des investisseurs financiers intervenant sur ces marchés qui suivent une stratégie plus active, en comparaison avec les pratiques relativement passives des investisseurs traditionnels sur indices qu'évoquait le *Rapport sur le commerce et le développement, 2009*. Il est aussi présenté de nouveaux éléments de preuve empiriques concernant les conséquences du comportement des investisseurs financiers sur la formation des prix des produits de base au niveau international, qui complètent les informations fournies par exemple dans le document CNUCED (2011).

Il est d'abord montré que les décisions des acteurs intervenant sur les marchés sont déterminées non seulement par les informations concernant les fondamentaux de tel ou tel marché de produit, mais aussi par des exigences d'optimisation de la gestion du portefeuille et par les opportunités de profit offertes en suivant simplement une tendance

– c'est-à-dire par des facteurs sans aucune relation avec les fondamentaux des marchés de produits de base. On voit donc combien il est difficile dans ces circonstances pour les acteurs intervenant sur les marchés à terme et sur les marchés de gré à gré pour les produits de base, mais aussi pour les producteurs et pour les consommateurs du produit physique sous-jacent, de déterminer dans quelle mesure les mouvements de prix reflètent effectivement les informations sur les fondamentaux, informations qui en tout état de cause ne sont pas toujours faciles à obtenir ni fiables. Les acteurs intervenant sur les marchés prennent donc leurs décisions dans un contexte de très grande incertitude, dans lequel un «comportement moutonnier» peut apparaître parfaitement rationnel.

On voit donc que du fait de la plus importante implication des investisseurs financiers, les marchés des produits de base obéissent désormais davantage à la logique des marchés financiers qu'à celle d'un marché normal de marchandises, où les prix sont déterminés à partir d'informations provenant d'une multitude d'acteurs indépendants agissant selon leur sentiment individuel. Et où les opportunités de profit naissent d'initiatives individuelles novatrices fondées sur les informations et les indices que se procurent les acteurs du marché eux-mêmes.

Sur les marchés financiers en revanche, et particulièrement sur ceux des actifs qui relèvent de la même grande catégorie de risque (par exemple actions, monnaies de pays émergents et, plus récemment, produits de base), la détermination des prix repose sur des informations liées à un petit nombre d'événements communément observables, voire sur des modèles mathématiques qui utilisent essentiellement les données passées – plutôt qu'exclusivement actuelles – pour faire des anticipations de prix. Sur ces marchés, il est souvent plus profitable de suivre la tendance pendant un certain temps puis de se désengager juste avant que tous les autres le fassent. Cette façon de rompre avec le consensus majoritaire, même si elle est justifiée par des informations valables sur les fondamentaux, peut conduire à d'importantes pertes. Or, l'étroite corrélation existant entre les

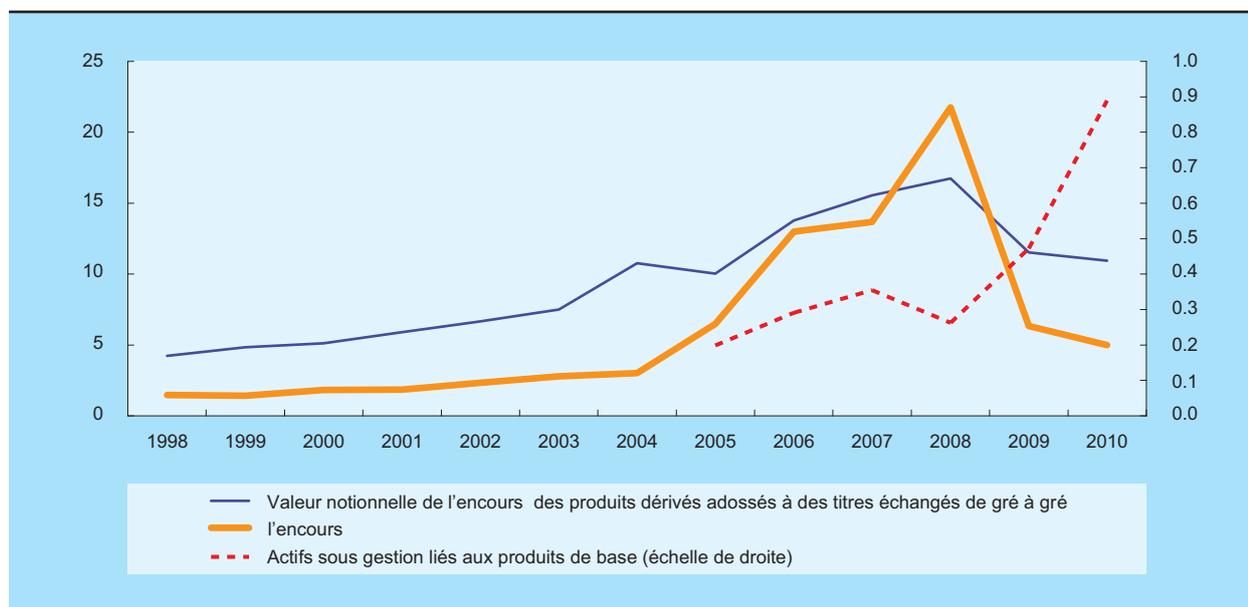
retours sur investissement dans le secteur des produits de base et ceux sur les investissements dans les autres classes d'actifs fait apparaître que ces comportements se sont généralisés sur les marchés de produits de base, et accroissent le risque de formation de bulles de prix. Mais surtout, le fait que certains pays réagissent par des politiques monétaires plus restrictives à la pression des prix résultant des hausses des cours des produits de base – qui ne sont peut-être que des bulles spéculatives – met en évidence un aspect préoccupant de la financiarisation jusqu'à présent sous-estimé: sa capacité de porter préjudice à l'économie réelle en envoyant pour la gestion macroéconomique les mauvais signaux.

Dans la section B du chapitre, l'évolution récente du processus de financiarisation des marchés de produits de base est examinée. La section C passe en revue les comportements de différents types d'acteurs intervenant sur les marchés de ces produits, et montre comment les positions qu'ils prennent peuvent amener les prix des actifs à diverger par rapport aux fondamentaux. Elle fait valoir que les comportements moutonniers minimisent le rôle des informations dans la formation des prix, et accroissent le risque de bulles spéculatives et de forte instabilité des prix dans le secteur des produits de base. La section D examine de façon plus détaillée l'impact global de ces marchés financiarisés sur l'évolution des prix des produits de base, et constate que les investisseurs financiers sur les marchés de ces produits sont de plus en plus motivés par la recherche de profit. On peut donc s'attendre à ce qu'ils continuent à considérer les produits de base comme une classe d'actifs qui leur permet d'optimiser la gestion de leur portefeuille bien qu'une diversification de leurs investissements vers ces produits ne leur procure plus les profits qui les avaient incités initialement à s'engager sur ces marchés. La section E passe en revue les mesures qui pourraient être recommandées en matière de réglementation et de politique générale pour contenir l'impact de la financiarisation des marchés de produits de base et ses répercussions préjudiciables sur le plan économique et social.

Graphique 5.1

INVESTISSEMENTS FINANCIERS DANS LES PRODUITS DE BASE ET LES ACTIONS, EN POURCENTAGE DU PIB MONDIAL, 1998-2010

(En pourcentage)



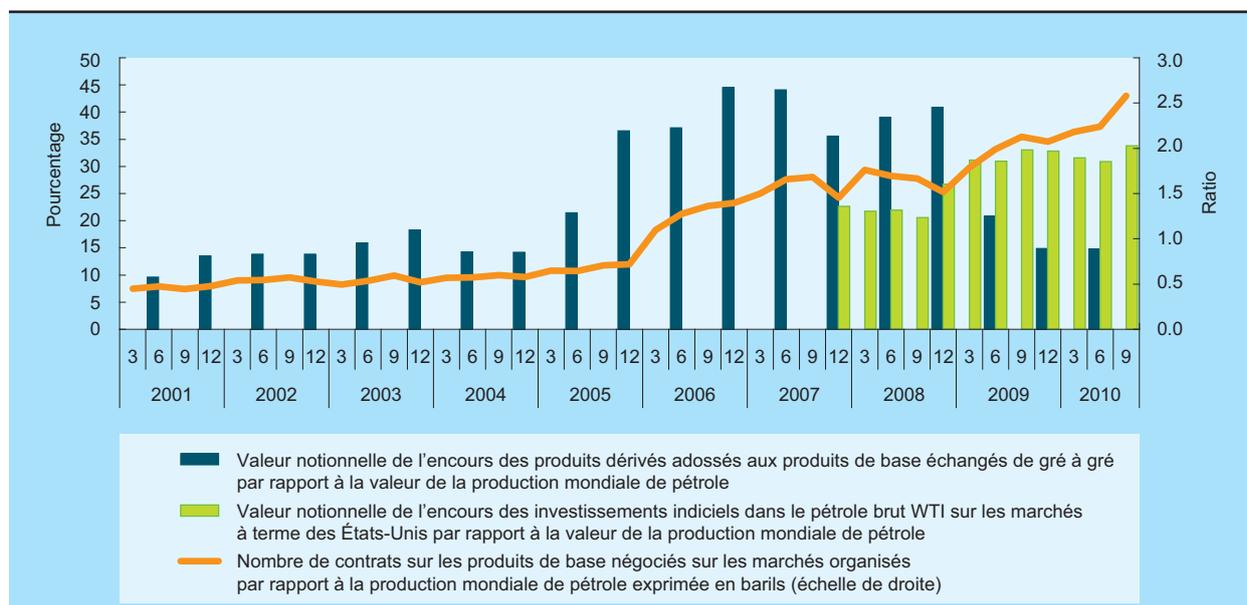
Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Banque des règlements internationaux (BRI), *Derivatives Statistics*; Barclays Capital, *The Commodity Investor*, et UNCTADstat.

B. Tendances et faits nouveaux sur les marchés de produits de base financiarisés

On entend par «financiarisation des marchés de produits de base» l'importance croissante dans les opérations sur ces marchés des objectifs financiers, des marchés financiers et des acteurs financiers. Il y a longtemps que les investisseurs financiers interviennent sur les marchés de produits de base⁹, mais la financiarisation de ces marchés s'est intensifiée après l'éclatement en 2000 de la bulle des marchés d'actions. En effet, à partir de constatations empiriques tirées de données pour la période 1959-2004, on en est arrivé à considérer les produits de base comme une classe d'actifs qui permettait de se couvrir quasi naturellement contre les positions prises sur les marchés d'autres actifs. Les contrats à terme sur les produits de base offraient la même rentabilité

moyenne que les investissements en actions, alors que sur le cycle économique leur rentabilité présentait une corrélation négative avec celle des actions (Gorton et Rouwenhorst, 2006). L'innovation financière a joué aussi un rôle de facilitation. Les indices de produits de base comme le Standard and Poor's Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI) sont un phénomène relativement nouveau, et la déréglementation des marchés de produits de base, par exemple dans le cadre de la loi de modernisation des marchés à terme des produits de base (*Commodity Futures Modernization Act*, ou CFMA) aux États-Unis en 2000, a été un autre facteur de facilitation comme souligné dans le *Rapport sur le commerce et le développement, 2009*¹⁰.

Graphique 5.2

INVESTISSEMENTS FINANCIERS DANS LES PRODUITS DE BASE PAR RAPPORT À LA PRODUCTION MONDIALE DE PÉTROLE, 2001-2010


Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après BRI, Derivatives Statistics; Commodity Futures Trading Commission, *Index Investment Data*; Energy Information Administration, *International petroleum Monthly*; et UNCTADstat.

Il est difficile d'évaluer le degré de financiarisation des marchés de produits de base faute de données complètes. Mais on peut en avoir une idée lorsqu'on constate par exemple la forte augmentation, à partir de 2002-2004, du nombre des contrats à terme et des contrats d'options en cours sur les bourses de produits, ainsi que de l'encours des opérations de gré à gré sur les produits dérivés adossés à des produits de base. Le nombre des contrats en cours sur les bourses de produits a continué à augmenter après l'effondrement des prix de ces produits au milieu de 2008; il est aujourd'hui supérieur de 50 % environ à son niveau du premier semestre de 2008, quand les prix des produits de base atteignaient leur pic. Par contre, la valeur notionnelle de l'encours des contrats de gré à gré sur les produits dérivés¹¹ a chuté d'un tiers environ, pour ne plus représenter que la moitié de son chiffre de 2005-2006, niveau qui reste néanmoins cinq fois supérieur à celui enregistré en 1999¹².

La valeur relative des actifs sous gestion liés aux produits de base par rapport au PIB mondial a plus que quadruplé durant la période 2008-2010.

Il existe plusieurs raisons qui peuvent expliquer la forte contraction, récemment, de la valeur notionnelle de l'encours des opérations de gré à gré sur les produits dérivés adossés aux produits de base. L'effondrement des prix de ces produits entre le milieu de 2008 et le début de 2009, jusqu'à la moitié environ de leur niveau antérieur, explique clairement une partie de ce repli. Une deuxième raison pourrait être que la crise financière a mieux mis en évidence le risque de contrepartie et que les investisseurs financiers sont donc moins tentés de s'engager dans des transactions bilatérales de gré à gré. Troisièmement, le repli récent de l'activité enregistré dans les opérations de gré à gré révèle probablement une certaine désaffection des investisseurs financiers pour d'importants investissements indiciaires passifs dans le secteur des produits de base, y compris l'utilisation de swaps sur les marchés de gré à gré, mais un intérêt accru pour des stratégies d'action plus sophistiquées privilégiant les contrats à terme négociés sur les marchés organisés.

Les informations dont on dispose sur la valeur des actifs liés aux produits de base gérés par les investisseurs financiers (Barclays Capital, divers numéros) font apparaître deux constatations essentielles. Premièrement, ces investisseurs ont amplifié leurs engagements dans ce secteur plus rapidement encore depuis le milieu de 2010 qu'avant la crise financière, où leurs activités se développaient déjà rapidement. D'après les données disponibles actuellement, les actifs liés aux produits de base que gèrent ces investisseurs ont enregistré un pic historique en mars 2011, à quelque 410 milliards de dollars – le double de leur niveau d'avant crise en 2007. Deuxièmement, si les investissements indiciaires représentaient de 65 à 85 % du total entre 2005 et 2007, leur proportion est tombée à 45 % seulement depuis 2008, et ce malgré une hausse de 50 % environ de la valeur des investissements indiciaires entre 2009 et la fin de 2010 (CNUCED, 2011: 16).

Pour mettre en perspective l'ampleur des investissements financiers dans les produits de base, il convient d'examiner comment ceux-ci ont évolué par rapport aux investissements dans les marchés des actions, et par rapport à l'évolution de l'économie réelle. Entre 2002 et le déclenchement de la crise financière, la valeur notionnelle de l'encours des produits dérivés adossés aux produits de base échangés de gré à gré a augmenté beaucoup plus vite que les investissements comparables dans les contrats sur les titres. Mais en 2008-2009, la valeur des investissements dans les produits de base a diminué beaucoup plus vite aussi que celle des investissements dans les titres (graphique 5.1). Et surtout, la valeur notionnelle relative de l'encours des produits dérivés adossés aux produits de base échangés de gré à gré par rapport au produit intérieur brut (PIB) mondial est passée de 2-3 % au début des années 2000 à plus de 20 % en 2008, et malgré son repli rapide ensuite elle n'est pas redescendue en dessous de 5-6 % (c'est-à-dire le double à peu près de ce qu'elle représentait il y a dix

ans). Le graphique 5.1 montre bien aussi l'évolution différente des investissements dans les produits de base sur les marchés organisés et sur les marchés de gré à gré, déjà évoquée. Il en ressort que la valeur relative des actifs sous gestion liés aux produits de base par rapport au PIB mondial s'est multipliée par plus de quatre au cours de la période 2008-2010.

Lorsqu'on compare l'évolution de la production des produits de base physiques et celle des investissements financiers dans ces produits, on voit mieux à quel point les marchés de ces produits sont financiarisés. Si l'on prend par exemple le pétrole, qui représente la plus grosse part de la production totale de produits de base, on constate que le ratio de la valeur notionnelle de l'encours total des produits dérivés adossés aux produits de base échangés de gré à gré (c'est-à-dire pas seulement pour le pétrole, pour lequel on ne dispose pas de données spécifiques) par rapport à la valeur de la production pétrolière mondiale a été multiplié par quatre entre le début des années 2000 et 2007-2008, où ce ratio se situait entre 40 et 45 % (graphique 5.2). Quand on fait le même calcul pour les investissements financiers sur les marchés à terme de produits de base, on constate que le ratio de la valeur notionnelle de l'encours des investissements indiciaires dans le pétrole brut West Texas Intermediate (WTI) sur les marchés à terme des États-Unis par rapport à la valeur de la production pétrolière mondiale en 2010 était supérieur de quelque 50 % à son niveau de 2007-2008 (graphique 5.2). Comme le WTI semble avoir cédé une partie de sa fonction de produit de référence pour les cours mondiaux du pétrole brut au profit du Brent, il n'est pas exclu que cette augmentation représente même une sous-estimation. En réalité, la hausse constante du ratio du nombre des contrats sur les produits de base négociés sur les marchés organisés par rapport à la production pétrolière mondiale (graphique 5.2) montre clairement que la financiarisation des marchés de produits de base n'a pas cessé de s'accroître.

C. Formation des prix des produits de base: les rôles de l'information et des comportements moutonniers

1. Information et incertitude sur les marchés des produits de base

Il y a longtemps que le rôle crucial de l'information dans la formation des prix des produits de base est reconnu. Mais on s'est rarement intéressé aux types d'informations qui déterminent le comportement des acteurs les plus influents des marchés. S'agit-il d'informations sur le rapport fondamental entre l'offre et la demande pour un produit de base donné? Ou s'agit-il plutôt d'informations de nature plus générale, y compris des informations sur l'évolution de l'économie mondiale et sur les marchés mondiaux des actions et des changes, ou encore sur les tendances économiques à long terme qui n'auraient pas d'impact direct immédiat sur l'actuel rapport entre l'offre et la demande sur les marchés des produits de base?

L'importance de l'information est étroitement liée au degré élevé d'incertitude sur les marchés des produits de base. L'incertitude pour la prise des décisions a même toujours été une caractéristique spécifique de ces marchés, parce que: i) la situation de l'offre et de la demande de produits de base à moyen et à plus long terme dépend de facteurs inconnus, comme les taux indéterminés d'épuisement des ressources non renouvelables et les effets inconnus des changements climatiques sur la production agricole; ii) les données d'inventaire, qui fournissent de précieux signaux pour les attentes de prix à court terme, sont entachées d'importantes

erreurs de mesure (Gorton, Hayashi et Rouwenhorst, 2007; Khan, 2009); et iii) les données sur la situation actuelle concernant l'offre et la demande mondiales de produits de base sont publiées avec d'importants retards et sont souvent révisées. On voit donc que même les opérateurs bien informés doivent se faire une idée des attentes en matière de prix sur la base de données partielles et incertaines.

Et comme si cela ne suffisait pas, l'incertitude sur les marchés de produits de base s'est semblé-t-il accentuée. Au cours de ces dernières années, l'industrialisation rapide, l'urbanisation et les modifications des habitudes alimentaires dans les pays émergents, surtout en Asie, ont dopé la demande de produits de base. Il n'est pas exclu que toutes les informations abondamment communiquées à ce sujet aient transmis aux acteurs des marchés le signal qu'un nouveau «super cycle» des produits de base était sur le point de s'engager. Il reste néanmoins difficile d'évaluer les effets de ces signaux sur l'évolution à court terme des rapports entre l'offre et la demande, à cause non seulement des incertitudes quant à la poursuite d'une

croissance économique rapide dans les pays émergents, mais aussi et surtout des disparités souvent importantes constatées entre les données disponibles sur la situation de l'offre, de la demande et des stocks de produits de base dans ces pays.

L'importance de l'information est étroitement liée au degré élevé d'incertitude sur les marchés des produits de base.

À ces signaux au niveau de la demande viennent s'ajouter des doutes de plus en plus grands sur les possibilités de percées technologiques prochaines et sur les capacités de surmonter rapidement certains obstacles technologiques qui

Encadré 5.1**LE POINT DE VUE DES ACTEURS INTERVENANT SUR LES MARCHÉS DE PRODUITS DE BASE:
RÉSULTATS D'UNE ENQUÊTE DE LA CNUCED**

Il est intéressant d'interroger les acteurs intervenant sur les marchés de produits de base pour connaître leur point de vue sur l'évolution de ces marchés, le processus de formation des prix et les stratégies d'action, et aussi pour arriver à définir comment la présence des investisseurs financiers influence les activités de négoce. En outre, en discutant des questions de réglementation avec les acteurs du marché, on a une meilleure idée des problèmes possibles pour faire respecter les règles et des effets négatifs imprévus de la réglementation sur les pratiques des opérateurs.

Entre décembre 2010 et février 2011, le secrétariat de la CNUCED a interrogé des opérateurs intervenant sur les marchés de produits de base et des représentants des institutions financières et d'autres entités intervenant activement sur les marchés des céréales, du cacao, du sucre et du pétrole. Il s'agissait pour la plupart d'acteurs intervenant dans le négoce physique et d'investisseurs financiers (gestionnaires de banque et d'actifs), établis essentiellement à Genève.

Entretiens avec des acteurs intervenant dans le négoce physique

Les acteurs intervenant dans le négoce physique disaient qu'ils devaient respecter les paramètres de risque stricts fixés par la direction de leur entreprise. Ils n'étaient donc pas ou guère exposés en général au risque-prix en tant que tel, et avaient tendance à prendre surtout en compte les écarts de prix. Les acteurs intervenant dans le négoce physique des céréales opéraient essentiellement sur les marchés à terme et n'utilisaient qu'occasionnellement les marchés de gré à gré. Sur ces derniers, il n'était autorisé que des types bien précis d'opérations de couverture, et pour les contrats à terme les spécifications standard à respecter n'étaient pas toujours forcément compatibles avec des activités de négoce optimales en termes de délais et de qualité des produits. En revanche, les marchés à terme, comme ils étaient plus liquides, facilitaient la recherche d'une contrepartie.

Il ressortait des entretiens que la structure des activités de négoce pour le pétrole brut était tout à fait différente de celle pour les céréales et pour les produits de base autres que les métaux. Les places de marché n'offrent pour le pétrole brut qu'un éventail limité de contrats à terme, et leurs spécifications ne répondent pas aux besoins de couverture usuels. Les négociants en pétrole, en particulier ceux qui font le négoce non seulement du Brent et du WTI mais aussi d'autres qualités de pétrole brut, combinent donc souvent des contrats sur les marchés (par exemple, pour le WTI ou pour le Brent) et des contrats de gré à gré plus spécifiques pour se couvrir contre les risques. Les contrats de gré à gré qu'ils utilisent sont généralement des swaps (par exemple, WTI contre Dubaï) dont le prix est déterminé sur la base des cotations d'une agence d'information sur les prix comme Platts ou Argus, par exemple, qui recueille des informations chaque jour sur les prix du marché de différentes qualités de pétrole brut dans différents endroits.

Les acteurs intervenant dans le négoce physique utilisaient une multitude d'informations de différentes sources, y compris: i) statistiques officielles rendues publiques (comme celles du Département de l'agriculture des États-Unis) et rapports rendus publics (aussi bien sur les «fondamentaux» que sur les marchés financiers); ii) informations privées venant de sources internes au sein des entreprises; et iii) communication avec les autres acteurs intervenant sur le marché.

Selon tous les acteurs intervenant dans le négoce physique interrogés, les tendances des prix à moyen et à long terme dépendaient des fondamentaux du marché, ce qui les amenait donc à cibler leurs analyses du marché sur les rapports fondamentaux entre l'offre et la demande. Mais ils ont mentionné aussi l'effet de l'implication de plus en plus grande des acteurs financiers dans le négoce des produits de base, comme en attestait le volume croissant des investissements financiers dans ce secteur. En outre, les investisseurs financiers s'engageaient de plus en plus sur les marchés physiques en ouvrant leurs propres bureaux de négoce ou en créant des fonds indiciels cotés ou des titres de créance cotés adossés à des produits physiques. Certaines banques s'étaient même engagées dans la production proprement dite de produits de base.

On s'accordait à penser que les acteurs financiers ne pouvaient pas agir sur les prix dans le long terme, mais qu'ils pouvaient être des sources d'instabilité et de distorsions des prix importantes dans le court terme, en raison des énormes volumes qu'ils brassaient ainsi que du moment où ils décidaient d'investir ou de se désengager. En outre, la plupart de ces acteurs ne connaissaient pas les spécificités des différents marchés

Encadré 5.1 (suite)

de produits de base, mais fondaient leurs décisions d'agir sur d'autres considérations, sur des algorithmes (y compris pour des transactions instantanées) et/ou sur leur structure de portefeuille désirée. Selon les personnes interrogées, cette instabilité rendait la détermination des prix plus difficile sur tous les marchés des produits de base et elle rendait aussi les opérations de couverture plus difficiles et plus coûteuses, puisque d'importants mouvements des prix pouvaient déclencher des appels de marge. Néanmoins, il en ressortait une évaluation globalement nuancée de la présence des acteurs financiers sur les marchés de produits de base. La plupart des répondants y voyaient aussi des avantages, puisque les spéculateurs ou les investisseurs financiers apportaient la liquidité indispensable pour les opérations de couverture.

La majorité des personnes interrogées reconnaissaient qu'il fallait davantage de réglementation, surtout en Europe, pour améliorer la transparence. L'adoption de normes européennes en matière de présentation d'informations, comme celles de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) aux États-Unis serait un grand pas en avant. Il était toutefois considéré que les obligations à cet égard imposées par la CFTC étaient insuffisantes, et que la classification des opérateurs présentait certains défauts. Si la plupart des personnes interrogées considéraient que des limites de position étaient nécessaires, ils les jugeaient peu efficaces puisqu'elles pouvaient être facilement contournées. Par exemple, il était possible de répartir les positions entre différentes places de négoce ou entre différentes filiales au sein d'un même groupe, les transactions pouvaient être effectuées sur le marché de gré à gré, et les entités financières pouvaient acheter des sociétés de négoce physique et être ainsi exemptées de certaines obligations. La plupart des répondants saluaient la loi Dodd-Frank, tout en regrettant que des réformes de la réglementation similaires ne s'appliquent pas au moins aux autres pays du G-20.

Entretiens avec des acteurs financiers

Les acteurs financiers interrogés étaient un groupe moins homogène que celui des acteurs sur les marchés physiques. Mais si leur expérience et leurs avis étaient très disparates, la majorité d'entre eux indiquaient qu'ils utilisaient tous les instruments financiers disponibles et qu'ils intervenaient à la fois sur les bourses et dans le cadre d'opérations de gré à gré, selon les besoins de leurs clients. Ils disaient utiliser surtout les statistiques officielles sur les fondamentaux, essentiellement pour le pétrole brut. Mais un banquier d'une importante institution financière active sur le marché pétrolier a admis qu'il prêtait beaucoup plus attention aux marchés financiers qu'aux fondamentaux. Pour lui, les informations les plus pertinentes étaient le taux de change du dollar des États-Unis, «l'état d'esprit sur les marchés des actions et des produits de base», et les données de la CFTC. Il se préoccupait d'abord et surtout de l'avis du marché. À plus long terme, la croissance du PIB, l'indice des directeurs d'achats, les chiffres du chômage et d'autres indicateurs économiques étaient des sources d'information complémentaires. Ce répondant a souligné que les investisseurs financiers avaient tendance à tenir compte des données financières, même s'ils fondaient généralement leur jugement sur les fondamentaux.

La liquidité abondante due aux politiques monétaires expansionnistes adoptées par de nombreux pays ces deux dernières années et la rentabilité relativement peu élevée des autres actifs étaient principalement citées pour expliquer les investissements effectués récemment dans le secteur des produits de base. Les répondants estimaient que les effets des activités des investisseurs financiers sur les prix ne se faisaient sentir qu'à court terme. Selon un gestionnaire d'actifs, les spéculateurs pouvaient accaparer le marché dans le court terme à cause de leur importante puissance financière, mais tous les acteurs financiers interrogés considéraient que les investisseurs financiers ne pouvaient pas peser durablement à la hausse sur les prix des produits de base.

En ce qui concerne la réglementation, les acteurs financiers interrogés reconnaissaient qu'une transparence accrue était un facteur clef sur les marchés de produits de base, et que les limites de position pouvaient facilement être contournées.

Entretiens avec des courtiers et des consultants

Les courtiers et les consultants interrogés étaient proches du marché, même si leurs activités ne les amenaient pas en général à prendre des positions. Selon eux, les investisseurs financiers jouaient un rôle de plus en plus important dans les marchés des produits de base, et avec l'apparition récente de fonds indiciels cotés ces produits étaient négociés de la même façon que les actions. Ils considéraient que la présence des investisseurs financiers sur les marchés de produits de base avait accru l'instabilité et les

Encadré 5.1 (fin)

divergences entre les marchés au comptant et les marchés à terme, et aussi renforcé la corrélation à court terme entre les marchés de produits de base et les autres marchés financiers.

Il se dégageait globalement un consensus sur les points suivants parmi les intervenants sur les marchés de produits de base: i) en raison de leur puissance financière, les investisseurs financiers pouvaient faire bouger les prix dans le court terme, d'où une instabilité accrue qui pouvait être préjudiciable pour les marchés et détourner des marchés de produits dérivés adossés aux produits de base les arbitragistes en couverture qui s'intéressaient aux produits physiques; ii) à moyen et à long terme, les prix des produits de base étaient déterminés par les rapports fondamentaux entre l'offre et la demande, même s'il ressortait du type d'informations utilisé par les intervenants sur les marchés que les informations sur les marchés financiers étaient beaucoup plus importantes qu'on ne l'admettait généralement pour la prise des décisions; iii) la transparence des marchés devait être accrue, surtout en Europe, où il existait d'importantes disparités, mais aussi sur le marché de gré à gré aux États-Unis, et iv) il fallait envisager avec prudence la mise en place d'interdictions générales (par exemple, des transactions instantanées) et de limites de position, puisqu'il était difficile de faire respecter les règles.

^a Pour des informations détaillées sur la méthode suivie, le choix des participants et les questionnaires utilisés, voir CNUCED, 2011.

pourraient peser sur l'offre de produits de base, comme bien souvent dans le passé. Pour le pétrole, par exemple, il y a eu tout un débat autour de la question de savoir si le «pic du pétrole» interviendrait ou non à brève échéance. En ce qui concerne les produits agricoles, l'annonce d'un ralentissement de la productivité agricole est venue s'ajouter à d'autres préoccupations de plus en plus suscitées par l'utilisation des sols, les risques de pénurie d'eau et, plus généralement, le lien entre la production agricole et les changements climatiques. Il apparaît en outre que dans la mesure où les biocarburants de première génération sont tirés de cultures vivrières, il devient encore plus important d'avoir des informations sur l'énergie pour le négoce des produits agricoles, et réciproquement.

Les contraintes pesant sur l'offre de produits de base s'expliquent essentiellement par des investissements insuffisants dans la production, les infrastructures et la recherche sur les moyens d'améliorer l'offre ces dernières décennies, au moment où les prix de ces produits étaient bas. Comme il y a d'une part une incertitude au sujet de la demande, et que d'autre part et selon de multiples informations il devient de plus en plus difficile d'investir avec profit en comptant sur une croissance stable et robuste de l'offre de produits de base, les acteurs des marchés en ont conclu qu'il n'y avait guère de probabilité que les prix de ces produits chutent. Il est ainsi venu s'ajouter aux informations sur les fondamentaux de l'offre et de la demande sur les marchés de produits de base

aujourd'hui l'idée que les prix risquaient d'augmenter à tout moment, et pour longtemps.

Dans cette situation d'incertitude accrue au sujet des prix, les rôles traditionnels des marchés à terme de produits de base dans la détermination des prix et le transfert des risques se sont trouvés renforcés. Les bourses de produits peuvent effectivement remplir ces rôles si les acteurs des marchés utilisent pour intervenir non seulement les informations rendues publiques mais aussi des informations indépendantes et individuelles, grâce à une connaissance intime de la situation spécifique sur les marchés de ces produits et en fonction de leurs propres intentions en termes d'offre ou de demande de produits de base.

Mais la financiarisation du négoce des produits de base tend à remettre en cause cette fonction des bourses de produits. Les investisseurs financiers intervenant sur les marchés de ces produits prennent leurs positions en fonction de considérations de risque et de profit dans lesquelles les informations sur les autres marchés d'actifs et sur l'économie en général jouent un rôle décisif, tout comme les motivations d'ordre financier en général (voir aussi encadré 5.1). En se comportant ainsi, les opérateurs non seulement s'appuient sur des types d'informations similaires, mais aussi anticipent de façon similaire les effets de ces informations sur les prix. Au bout du compte, la financiarisation du négoce des produits de base fait peser des risques de comportements moutonniers et de prophéties autoréalisatrices, compte tenu de la puissance financière de ces acteurs du marché.

Mais il est un autre aspect encore plus préoccupant: les comportements dits moutonniers ou grégaires modifient fondamentalement le comportement des marchés et le rôle des informations dans la détermination des vrais prix. Comme on le verra dans le détail dans la section qui suit, les comportements moutonniers soulèvent la question de savoir s'il est réellement procédé à la détermination des prix en réunissant une multitude d'informations indépendantes et individuelles sur les rapports spécifiques entre l'offre et la demande pour le marché en question. On peut aussi se demander si les acteurs du marché qui ont des comportements moutonniers apportent réellement de la liquidité au marché. Un marché liquide est un marché où beaucoup d'acteurs différents avec des informations et des préférences différentes peuvent trouver des contreparties qui sont prêtes à accepter une offre de vente ou d'achat parce qu'elles ont un avis différent sur l'évolution du marché. Selon les manuels d'économie, telles seraient idéalement les conditions sur un marché de produit très morcelé. En revanche, sur un marché où le comportement grégaire joue un rôle important, c'est-à-dire où les individus ont plus tendance à mimer les agissements d'un plus vaste groupe qu'à agir de façon indépendante et sur la base de leurs propres informations, cette pluralité de vues et d'état d'esprit n'existera pas.

Les comportements moutonniers peuvent être d'ordre irrationnel, ou bien au contraire tout à fait rationnel.

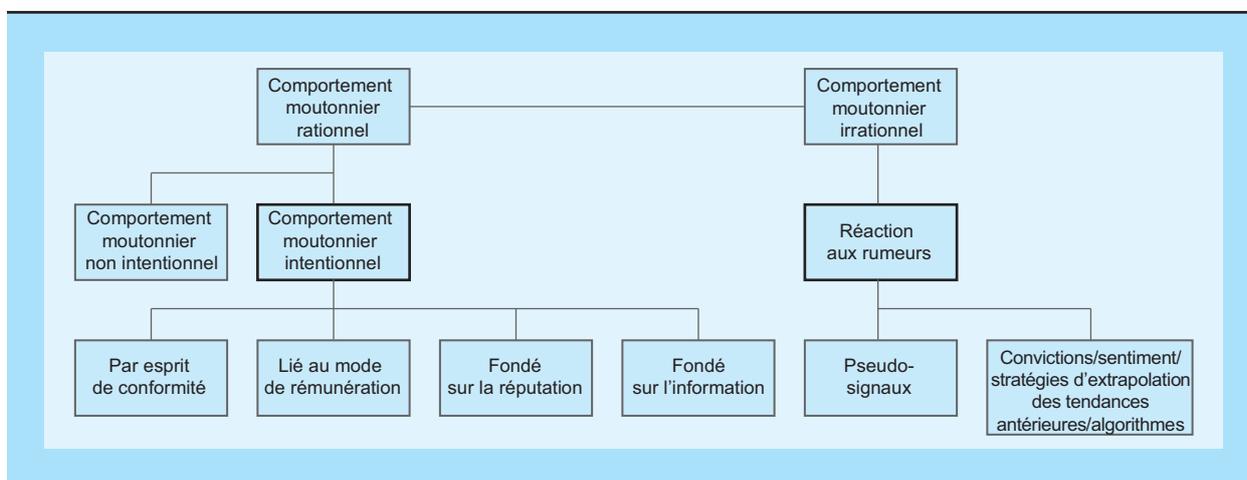
2. Comportements moutonniers

Les comportements moutonniers peuvent prendre différentes formes (graphique 5.3) et être d'ordre irrationnel, ou bien au contraire tout à fait rationnel. Les premiers modèles de comportements moutonniers reposaient sur les divergences de comportement présumées par rapport à une rationalité parfaite, notamment en réaction aux rumeurs («noise trading») (Shleifer et Summers, 1990). Les activités des opérateurs réagissant aux rumeurs¹³ reposent sur des pseudo-signaux qui ne donnent aucune information sur la rentabilité future de tel ou tel marché d'actifs, ou sur des changements de conviction et de sentiment des intervenants qui ne sont pas justifiés par des informations sur les fondamentaux. À titre d'exemple de ces pseudo-signaux qui déterminent les prises de position sur les marchés de produits de base, on peut citer les informations concernant d'autres marchés d'actifs qui déclenchent des décisions de rééquilibrage des portefeuilles et modifient donc ainsi l'exposition des investisseurs aux produits de base.

Quand les investisseurs changent de conviction et d'état d'esprit, c'est parfois parce qu'ils surréagissent à des nouvelles ou font preuve d'un excès d'optimisme, ce qui altère leur jugement¹⁴.

Graphique 5.3

DIFFÉRENTS TYPES DE COMPORTEMENTS MOUTONNIERS



Source: Secrétariat de la CNUCED, d'après Bikhchandani et Sharma, 2001, et Shleifer et Summers, 1990.

Mais c'est parfois aussi parce qu'ils appliquent des stratégies d'action non flexibles, par exemple des stratégies d'investissement fondées sur la poursuite de la tendance ou sur une extrapolation des tendances antérieures. Ces stratégies, reposant sur l'idée que l'évolution des prix dans le passé donne des informations sur l'évolution des prix dans l'avenir, conduisent par exemple à suivre la tendance, c'est-à-dire à acheter après une hausse des prix et à vendre après une baisse des prix, indépendamment de toute évolution des fondamentaux. Les stratégies d'extrapolation des tendances antérieures de type simple passent par une analyse technique des prix et des positions prises dans le passé pour établir des schémas d'évolution permettant de faire des prédictions. Les techniques plus complexes utilisent des algorithmes informatiques respectant strictement un ensemble de critères prédéterminés. Ces algorithmes analysent l'activité des marchés et produisent des signaux pour les stratégies d'intervention, reposant soit sur l'évolution de l'activité et des prix dans le passé, soit sur une anticipation des réactions des autres opérateurs utilisant des algorithmes à l'actuelle évolution des marchés¹⁵. Dans la mesure où plusieurs opérateurs qui extrapolent les tendances antérieures et utilisent des algorithmes appliquent des critères similaires, ils risquent de provoquer collectivement des mouvements de marché qu'ils discernent et suivent ensuite individuellement. En outre, comme les algorithmes suivent des stratégies statistiques et surveillent l'évolution des marchés de différents actifs, l'application des critères en question transmet les signaux en matière de prix pour les marchés des actions ou des échanges, par exemple, aux marchés des produits de base même si sur ces derniers les fondamentaux n'ont pas changé.

Mais le comportement moutonnier peut aussi être tout à fait rationnel. Dans ce contexte, il faut distinguer le comportement moutonnier «non intentionnel» du comportement moutonnier «intentionnel» (Bikhchandani et Sharma, 2001). Il y a comportement moutonnier non intentionnel quand devant des informations et des options similaires les agents prennent des décisions similaires. Comme ce type de comportement reflète la réaction commune des agents à des informations publiques, il est parfaitement compatible avec la théorie de l'efficacité des marchés, à condition que les informations se réfèrent aux fondamentaux du marché concerné¹⁶. Ce comportement moutonnier non intentionnel reposant sur les fondamentaux peut s'observer dans les investissements

sur les marchés de produits de base par exemple en cas de privation soudaine d'une importante partie de l'offre internationale, comme cela a été le cas pour le pétrole durant la guerre du Golfe en 1990-1991 et pour le riz après l'imposition en 2008 par plusieurs grands pays exportateurs d'interdictions d'exporter.

Les comportements moutonniers intentionnels peuvent répondre à quatre motivations différentes (Devenow et Welch, 1996; Bikhchandani et Sharma, 2001). Premièrement, le comportement moutonnier par esprit de conformité reflète une préférence intrinsèque présumée des individus pour la conformité. Deuxièmement, le comportement moutonnier fondé sur la réputation s'entend d'un effet d'imitation, lorsque les opérateurs et leurs employeurs ne sont pas certains des capacités des opérateurs (Scharfstein et Stein, 1990). Les opérateurs qui doutent de leurs propres capacités ne prendront pas de positions contraires à celles qu'ont prises avant eux les autres opérateurs, même si leurs propres informations les inciteraient à agir autrement. En imitant les autres, ces opérateurs qui doutent d'eux-mêmes veulent éviter d'être jugés incompetents en prenant des positions contraires à celles des autres et qui s'avèreraient perdantes. Si la décision collective s'avère perdante, elle sera attribuée à un changement du sentiment général sur le marché, et non à une erreur de jugement ou à une médiocre performance individuelle¹⁷. Troisièmement, il existe un comportement moutonnier lié au mode de rémunération, très voisin de celui fondé sur la réputation. Ce comportement est celui des agents qui investissent pour le compte de tiers et dont les systèmes de rémunération et les conditions d'emploi prévoient des incitations récompensant les comportements d'imitation. Ainsi, les investisseurs ayant une aversion pour le risque aligneront leurs positions sur les portefeuilles de référence si leur rémunération augmente quand ils font mieux que le portefeuille de référence et qu'elle diminue dans le cas contraire. Les systèmes de rémunération fondés sur ces mesures relatives de la performance favorisent non seulement les comportements moutonniers mais aussi une prise de risque excessive par les investisseurs attirés par le risque.

Quatrièmement, le comportement moutonnier fondé sur l'information est probablement prépondérant parmi les comportements moutonniers intentionnels. Dans ce type de comportement, il y a un phénomène d'imitation car les opérateurs pensent qu'ils peuvent obtenir des informations en observant

le comportement d'autres agents. En d'autres termes, les investisseurs ont des comportements convergents parce qu'ils ne tiennent pas compte de leurs propres signaux d'information (Hirshleifer et Teoh, 2003). Comme l'a expliqué Banerjee (1992), qui qualifie cet effet de «comportement moutonnier externalisé», les comportements moutonniers fondés sur l'information exercent une influence externe sur les processus de décision et conduisent les agents à prendre des positions qui ne sont pas en phase avec leurs propres informations. En prenant des positions uniquement en fonction des décisions antérieures prises par d'autres, ils font évoluer les prix sans qu'aucune information nouvelle n'ait été apportée au marché. Lorsque ces décisions s'enchaînent, elles déclenchent un phénomène d'«informations en cascade» (Bikhchandani, Hirshleifer et Welch, 1992), c'est-à-dire un effet «boule de neige» qui conduit pour finir à la formation de bulles auto-entretenues des prix des actifs.

Ce phénomène d'informations en cascade risque surtout de se déclencher quand les acteurs du marché ne sont pas tous informés de la même façon et ignorent dans quelle mesure les informations des autres sont valables. Les acteurs du marché qui estiment que leurs propres informations sont incomplètes et approximatives auront tendance à reporter leurs décisions et à attendre pour agir de voir ce que font les autres personnes censées être mieux informées et plus compétentes. On voit donc que les positions prises par les investisseurs qui se décident plus vite détermineront en quel sens les «suiveurs» décideront d'agir, et qu'elles exercent ainsi un effet disproportionné sur les mouvements des prix. Et peu importe que les évaluations des premiers à agir soient incorrectes parce que faites avec un excès de confiance ou pour des raisons qui leur sont propres (par exemple pour remanier la composition d'un portefeuille après des modifications des prix sur d'autres marchés d'actifs). Cette pratique signifie aussi qu'un accroissement du nombre des intervenants sur le marché et du volume des opérations n'indique pas nécessairement que les transactions sont fondées sur davantage d'informations.

Dans les comportements moutonniers fondés sur l'information, il y a un phénomène d'imitation car les opérateurs pensent qu'ils peuvent obtenir des informations en observant le comportement d'autres agents.

Ce phénomène d'informations en cascade ne se limite pas à un seul marché, et peut se propager à différents marchés d'actifs si les prix sur ces marchés sont corrélés. Ces comportements moutonniers sur plusieurs marchés peuvent conduire à un excès de corrélation (c'est-à-dire à un niveau de corrélation entre les prix des actifs supérieur à celui de la corrélation entre leurs fondamentaux) (Cipriani et

Guarino, 2008). En outre, les phénomènes d'informations en cascade et de comportements moutonniers fondés sur l'information peuvent être modifiés ou même inversés en cas de choc observable par tous, ou bien si des informations sont rendues publiques (Hirshleifer et Teoh, 2003). Dans les deux cas, de nouvelles informations sont apportées au marché. Elles permettent aussi aux suiveurs d'évaluer la validité des informations à partir desquelles ils

supposaient que les précurseurs avaient agi, de sorte qu'ils savent si les nouvelles informations rendues publiques ont davantage de validité que les conclusions qu'ils avaient eux-mêmes tirées des décisions prises par les premiers à agir. Ces informations publiques nouvelles peuvent être des événements faciles à observer (par exemple des phénomènes météorologiques extrêmes qui touchent les récoltes), ou des constatations dûment validées venant d'organismes spécialisés¹⁸. Mais il peut aussi s'agir de recommandations données dans les bulletins d'information publiés par les banques d'investissement ou par d'autres analystes, qui fondent leurs recommandations sur des modèles dont ils ont l'exclusivité¹⁹. Cela signifie que les méthodes utilisées pour aboutir à ces prédictions sont impossibles à vérifier et que par conséquent leur objectivité n'est pas attestée, d'où un certain scepticisme possible quant à l'objectivité des recommandations elles-mêmes. Tant que les départements de recherche et de négoce des banques d'investissement ne seront pas complètement indépendants l'un de l'autre, on pourra penser que ces prédictions ont en réalité peut-être pour objet de déclencher un nouveau phénomène d'informations en cascade qui viendra renforcer les positions prises antérieurement par les analystes, avec pour résultat des profits accrus puisque les autres suivront par effet d'imitation.

Si les comportements moutonniers ont un effet sur les mouvements de prix, les premiers à agir en bénéficieront le plus. Et plus les suiveurs attendent pour les imiter moins ils en tireront profit, et avec la probabilité de plus en plus grande que de nouvelles informations publiques viennent modifier la cascade d'informations. C'est le degré d'incertitude qui détermine à quelle vitesse se réduisent les perspectives de forte rentabilité et les incitations à un comportement moutonnier, et dans quelle mesure celui-ci affecte les prix. Quand il est difficile de faire la différence entre les opérateurs non informés, qui suivent un comportement moutonnier, et les opérateurs informés, les acteurs du marché peuvent croire à tort que la plupart des opérateurs possèdent des informations valables. Dans la confusion qui s'ensuit, les comportements moutonniers non fondés sur l'information peuvent avoir des effets catastrophiques sur les prix, et favoriser une instabilité excessive ou la formation de bulles (Avery et Zemsky, 1998). C'est ce qui se passe quand on sous-estime le rôle des opérateurs réagissant aux rumeurs, soit parce qu'on manque de données sur l'importance relative des différentes catégories d'opérateurs, soit parce qu'on pense à tort que les interventions des arbitragistes rationnels composeront instantanément tout effet sur les prix des interventions sans rapport avec les fondamentaux, comme examiné ci-après.

Les comportements moutonniers entraînent des divergences des prix par rapport aux fondamentaux plus ou moins persistantes selon la rapidité et l'efficacité de l'arbitrage. Une opportunité d'arbitrage offre la possibilité de dégager un profit sans risques, par exemple si les prix divergent par rapport aux fondamentaux ou entre différents marchés sur lesquels des actifs identiques sont négociés. Selon la théorie de l'efficacité des marchés, un arbitragiste décèlera cette opportunité immédiatement, agira en conséquence et fera donc disparaître les divergences de prix. Comme toutes ces interventions sont censées se faire instantanément, la

C'est le degré d'incertitude qui détermine à quelle vitesse se réduisent les perspectives de forte rentabilité et les incitations à un comportement moutonnier, et dans quelle mesure celui-ci affecte les prix.

Comme il y a des limites à l'arbitrage, les divergences des prix par rapport aux fondamentaux risquent de persister.

notion d'arbitrage illimité implique paradoxalement l'absence d'opportunités d'arbitrage. Elle implique aussi que les prises de position irrationnelles qui écartent les prix des fondamentaux ne généreront pas de gains et seront par conséquent éliminées du marché. On voit ainsi que selon cette théorie, la spéculation aura un effet de stabilisation (Friedman, 1953).

Mais il est généralement admis qu'il y a des limites à l'arbitrage (pour une étude récente, voir Gromb et Vayanos, 2010). Par exemple, les arbitragistes rationnels ne peuvent pas forcément corriger les niveaux de prix erronés soit pour cause d'aversion pour le risque (de Long *et al.*, 1990a) soit en raison de contraintes financières. Shleifer et Vishny (1997) font valoir que les arbitragistes peuvent avoir besoin de se financer auprès de tierces personnes, et dans ce cas si le marché se retourne dans un premier temps contre eux ils devront inscrire des pertes intermédiaires. Les investisseurs qui sont leurs clients retireront alors une partie de leur mise et forceront les arbitragistes à liquider leurs positions à perte. Comme les arbitragistes sont bien conscients de cette possibilité, ils n'exploiteront que partiellement les possibilités d'arbitrage.

Qui plus est, les arbitragistes rationnels n'ont pas forcément intérêt à contrer les prises de position des investisseurs irrationnels qui suivent des stratégies d'extrapolation des tendances antérieures. En effet, il peut être plus intéressant pour eux d'acheter et de faire monter le prix après la publication de certaines bonnes nouvelles initiales, afin d'inciter les opérateurs qui s'appuient sur une extrapolation des tendances antérieures à s'engager dans des comportements d'achat agressifs de l'actif. Leur réaction permettra aux arbitragistes rationnels de dénouer avec profit leurs positions. Mais ces opérations d'arbitrage profitables peuvent aussi contribuer à faire diverger les prix par rapport aux fondamentaux et à alimenter des bulles de prix à court terme (de Long *et al.*, 1990b).

Ces bulles peuvent même durer un certain temps, par exemple si elles n'éclatent que lorsqu'une masse suffisante d'arbitragistes s'est désengagée et que les arbitragistes rationnels savent qu'il restera toujours certains agents qui pécheront par excès de confiance ou qui appliqueront des stratégies fondées sur la poursuite de la tendance. Les arbitragistes rationnels qui savent parfaitement bien que la bulle finira par éclater doivent donc mettre en balance d'une part le risque de surestimer le nombre restant d'opérateurs irrationnels, ce qui impliquerait de perdre toutes les plus-values réalisées s'ils se désengagent trop tard, et d'autre part l'intérêt d'optimiser les gains en profitant de la bulle tant qu'elle continue à gonfler et en sortant du marché juste avant qu'elle éclate. Des informations publiques nouvelles sur les fondamentaux du marché permettraient aux arbitragistes rationnels de synchroniser leurs stratégies de sortie, ce qui ferait éclater la bulle plus vite (Abreu et Brunnermeier, 2003). Le même raisonnement vaut sans doute s'agissant de la publication de données indiquant le nombre réel d'«opérateurs irrationnels» restants²⁰.

Tout ce qui a été examiné ci-dessus montre que les investisseurs financiers obéissent à des motifs divers, rationnels ou irrationnels, qui les incitent à s'engager dans des opérations en suivant la tendance et en se fondant sur la poursuite de la tendance, et aussi dans des opérations d'arbitrage mais dans une mesure restreinte seulement. Il en résulte que les prix des actifs peuvent diverger par rapport aux fondamentaux, pendant un certain temps du moins. Il ressort aussi de la discussion que les comportements moutonniers peuvent avoir de graves conséquences, parce qu'ils réduisent le rôle des informations dans la formation des prix et parce que comme les niveaux des prix existants sont peu fondés sur l'information, ils deviennent très sensibles à des chocs d'ampleur apparemment restreinte. Ainsi, les prix des produits

de base peuvent devenir l'objet de bulles spéculatives, diverger par rapport aux fondamentaux et se révéler très instables.

Les arbitragistes rationnels n'ont pas forcément intérêt à contrer les prises de position des investisseurs irrationnels qui suivent des stratégies d'extrapolation des tendances antérieures.

observation des transactions et des prix sur les marchés ne permet pas de définir les facteurs qui déterminent au bout du compte les décisions des intervenants, car les opérations ne révèlent pas la nature des informations ou des signaux privés que les agents reçoivent et qui motivent leurs prises de position. Et le problème est encore plus complexe pour les marchés de produits de base, parce que les données sur les transactions ne sont disponibles

que sous forme agrégée et à intervalles relativement longs et parce qu'il est souvent difficile de discerner les fondamentaux et de déterminer comment ils devraient être mesurés et quantifiés. C'est en particulier le cas lorsque plusieurs événements d'importance peuvent modifier les fondamentaux de façon graduelle mais permanente, comme les événements liés aux changements climatiques, les problèmes de «pic du pétrole» ou la hausse de la demande dans les pays émergents.

Malgré ces difficultés, on s'est efforcé dans quelques études de mieux cerner les comportements moutonniers sur les marchés de produits de base. En principe, les comportements qui suivent la tendance et se fondent sur la poursuite de la tendance sur ces marchés peuvent être examinés en calculant la régression des prises de position spéculatives par rapport aux mouvements des prix au cours des jours précédents. Mais outre qu'il n'a pas encore été établi quelles catégories d'opérateurs

Les comportements moutonniers peuvent avoir de graves conséquences, parce qu'ils réduisent le rôle des informations dans la formation des prix et parce que comme les niveaux des prix existants sont peu fondés sur l'information, ils deviennent très sensibles à des chocs d'ampleur apparemment restreinte.

Malgré ces difficultés, on s'est efforcé dans quelques études de mieux cerner les comportements moutonniers sur les marchés de produits de base. En principe, les comportements qui suivent la tendance et se fondent sur la poursuite de la tendance sur ces marchés peuvent être examinés en calculant la régression des prises de position spéculatives par rapport aux mouvements des prix au cours des jours précédents. Mais outre qu'il n'a pas encore été établi quelles catégories d'opérateurs

doivent être considérées comme des «spéculateurs», il faut aussi tenir compte du fait qu'il n'est pas publié de données quotidiennes sur les prises de position spéculatives. C'est donc sur la base de données confidentielles concernant ces positions venant de la CFTC, d'Irwin et Yoshimaru (1999) – à partir de données pour 1988-1989 – et d'Irwin et Holt (2005) – sur la base de données pour 1994 – qu'il a pu être établi qu'il existait effectivement des stratégies d'action fondées sur la tendance ou sur la poursuite de la tendance, mais qui avaient relativement peu d'effets sur les prix. Toutefois, comme les données utilisées dans ces études sont anciennes, elles ne peuvent pas révéler les effets des comportements moutonniers ces dernières années.

Une étude récente de Gilbert (2010a) se fonde sur les données pour sept produits de base (aluminium, blé, cuivre, soja, maïs, nickel et pétrole brut) pour chercher à déterminer s'il y a des signes de comportements consistant à suivre la tendance dans le processus de formation des prix lui-même. À partir des données mensuelles pour la période 2000-2009, l'étude conclut à l'existence d'une bulle durant huit mois pour le cuivre (février à octobre 2006) ainsi que d'une bulle pendant un mois pour l'aluminium (mai 2006) et pour le nickel (avril 2007). Sur la base des données quotidiennes pour la période 2006-2008 pour le pétrole brut et pour les trois céréales, ainsi que pour la période 2000-2008 pour les métaux non ferreux, l'étude établit qu'il y a eu des bulles de prix évidentes pour le cuivre (2004, 2006 et 2008), mais moins évidentes pour le pétrole brut (premier semestre de 2008), pour le nickel (janvier-mars 2007) et pour le soja (début 2008), et conclut clairement à l'absence de toute bulle pour l'aluminium, le blé et le maïs.

Poussant le raisonnement plus loin, Gilbert (2010a) estime les effets sur les prix des investissements indiciels en comparant l'évolution effective des prix et celle qui aurait été observée sans investissements indiciels. Il apparaît que pour le pétrole brut, les investissements indiciels avaient représenté entre 3 et 10 % des hausses de prix en 2006-2007, mais jusqu'à 20 à 25 % durant la première moitié de 2008. Leurs effets sur les prix des céréales seraient selon les estimations inférieures de moitié à ceux observés pour le pétrole. Gilbert (2010a: 26, 28) conclut que durant la première moitié de 2008 «les investissements indiciels ont provoqué la formation

d'une bulle des prix à terme des produits de base» et que si globalement «on ne peut pas affirmer que les prix élevés du pétrole, des métaux et des céréales ont été tirés par les investissements indiciels, ces derniers semblent bien avoir amplifié les mouvements des prix induits par les fondamentaux». Mais Gilbert souligne que ces résultats doivent être pris avec prudence car la détermination de l'existence de bulles peut dépendre des données initiales retenues pour l'échantillon²¹, et aussi parce que des mouvements de prix explosifs peuvent refléter davantage des fondamentaux dynamiques (c'est-à-dire des comportements moutonniers non intentionnels) que des bulles spéculatives.

Phillips et Yu (2010), examinant la migration des bulles de prix entre les marchés des actions, des obligations, des changes et des produits de base (pour le cacao, le café, le coton, le fioul domestique, le pétrole brut, le platine et le sucre) depuis le milieu des années 1990, concluent à l'existence d'une succession de bulles de prix, chacune suivie d'un krach financier. Ils montrent qu'avec l'éclatement de la crise des subprimes en août 2007, les investisseurs financiers ont délaissé les marchés de l'immobilier et des hypothèques aux États-Unis au profit de certains marchés de produits de base et de change. Lorsque les conséquences de la crise financière sur l'activité économique réelle ont commencé à apparaître dans toute leur ampleur, aux États-Unis comme dans le reste du monde, il y a eu un effondrement général des prix des actifs au milieu de 2008. Les résultats observés en ce qui concerne les prix des produits de base font apparaître une bulle des prix du pétrole brut entre mars et juillet 2008, du fioul domestique entre mars et août 2008, et du platine entre janvier et juillet 2008, mais pas de bulles des prix pour le cacao, le café, le coton et le sucre. Ces observations rejoignent celles de Gilbert (2010a), dont l'échantillon de produits ne recoupe celui de Phillips et Yu (2010) que pour le pétrole brut, pour lequel il établissait l'existence d'une bulle de prix durant la première moitié de 2008. Phillips et Yu (2010: 26) expliquent que les phases initiales des bulles spéculatives se caractérisent par de faibles divergences des prix par rapport aux fondamentaux et qu'elles sont par conséquent indétectables statistiquement. C'est sans doute pourquoi la date estimative du début de la formation de la bulle des prix du pétrole est un peu plus tardive que celle du début de la hausse rapide des prix.

D. Marchés financiarisés: impact global sur l'évolution des prix des produits de base

1. Positions des opérateurs et prix des produits de base

Il existe plusieurs catégories d'opérateurs sur les marchés de produits de base. Ces catégories sont généralement celles qu'utilise la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), institution chargée de réglementer et de surveiller les marchés à terme de produits aux États-Unis, dans les rapports sur les positions des opérateurs qu'elle publie de façon anonyme et résumée.

La CFTC distingue en effet trois grandes catégories d'opérateurs²². L'une d'elles est composée des opérateurs qui ont un intérêt commercial dans les produits de base et comprend les producteurs, les négociants, les transformateurs et les utilisateurs. Les deux autres catégories sont constituées d'investisseurs financiers, dont les opérateurs sur swap que l'on peut, plus ou moins, rapprocher des opérateurs sur indices²³, et les gérants de fonds. La catégorie des gérants de fonds réunit tout un éventail d'investisseurs, tels que les fonds spéculatifs et les investisseurs institutionnels qui opèrent selon des stratégies différentes, par exemple en privilégiant les fondamentaux macroéconomiques, l'analyse approfondie des marchés de produits, le trading algorithmique, les stratégies de tendance, ou des considérations générales de diversification de leurs portefeuilles financiers. Ils sont ainsi en mesure d'ajuster leur exposition sur les marchés de produits de base en fonction des variations de prix des actifs afin d'équilibrer la structure de leurs portefeuilles.

L'idée de l'existence d'un lien entre investissements financiers et évolution des cours des produits de base est souvent accueillie avec scepticisme. Les aspects théoriques de cette question sont examinés dans l'encadré 5.2. Pour ce qui concerne les faits, la comparaison de l'évolution des prix et des positions financières nettes des différentes catégories d'opérateurs permet néanmoins d'ores et déjà de faire un certain nombre de constatations (voir graphique 5.4 A-C pour le maïs, le pétrole brut et le cuivre)²⁴. Premièrement, les opérateurs qui ont un intérêt pour les produits physiques (producteurs, négociants, transformateurs et utilisateurs) prennent presque toujours des positions courtes nettes (ils sont vendeurs nets de contrats à terme et d'options). Deuxièmement, les investisseurs financiers prennent presque toujours des positions longues nettes (ils sont acheteurs nets de contrats à terme et d'options). Troisièmement, la comparaison ne permet pas d'établir, à proprement parler, l'existence d'une corrélation *durable* entre, d'une part, les variations de prix et, de l'autre, les positions indicelles sur le

On a observé une étroite corrélation entre les variations des prix du pétrole et les positions des gérants de fonds depuis le second semestre de 2009 environ.

coton et le maïs ou les positions des opérateurs sur swap pour le cuivre et le pétrole brut. S'il y a manifestement des périodes et des produits où les positions et les prix ont évolué de pair, en particulier lors de l'effondrement des cours en 2008 et, de temps à autre, pendant la période de hausse des prix qui a précédé, il existe d'autres périodes où les positions n'ont pas changé alors que les prix s'appréciaient rapidement. Ainsi, sur le marché du blé, ni les gérants de fonds ni les opérateurs sur indices n'ont renforcé leurs positions pendant l'envolée des cours à laquelle on a assisté entre le second semestre de 2007 et la fin

Encadré 5.2**L'INTERACTION ENTRE MARCHÉS PHYSIQUES ET MARCHÉS FINANCIERS**

Les tentatives faites pour établir un lien entre l'investissement financier et l'évolution des prix des produits de base sont souvent accueillies avec scepticisme. Certains critiques voient en effet un défaut de logique dans l'argument selon lequel l'investissement financier peut influencer les prix sur les marchés physiques puisque cette catégorie d'investisseurs s'intéresse uniquement aux marchés à terme et non aux marchés au comptant.

Irwin, Sanders et Merrin (2009) et Sanders et Irwin (2010) ont fait une synthèse des idées défendues par un certain nombre de critiques, dont l'argument principal est que les investisseurs financiers n'interviennent que sur les marchés à terme. Ils estiment donc que tout lien de causalité entre les positions prises par ces investisseurs et les prix sur les marchés physiques serait complexe et ambigu. En particulier, ils font valoir que les investisseurs financiers ne conservent ni stocks ni contrats à terme jusqu'à l'échéance et qu'ils ne participent donc pas à la livraison physique qui est, selon eux, le moment de détermination du prix. Or, comme le dit Gilbert (2010b: 409), sur de nombreux marchés, le processus de détermination du prix à la livraison est souvent le mécanisme de dernier recours, le prix de la plupart des transactions étant en fait indexé sur le prix des contrats à échéance rapprochée. Pour le maïs, le soja et le blé, les constatations empiriques faites par Hernandez et Torero (2010) confirment ce qui précède, montrant que les variations des prix à terme induisent le plus souvent des variations des prix au comptant. S'agissant du pétrole brut, l'Agence internationale de l'énergie (AIE, 2009: 107) décrit comment les pratiques commerciales courantes amènent le marché à terme à déterminer le prix auquel la livraison physique a lieu. En outre, même si les investisseurs financiers peuvent ne pas posséder de stocks eux-mêmes, leurs investissements font monter les cours des contrats à terme, incitant d'autres acteurs à constituer des stocks.

L'absence de constitution de stocks observée pendant la période de hausse des prix des produits de base de 2006 à 2008 amène au deuxième argument, présenté par Krugman (2008), concernant les prix du pétrole. Pour lui, l'activité spéculative qui pousse les prix au-dessus de leur niveau d'équilibre basé sur les fondamentaux provoquera des déséquilibres sur le marché et une surabondance de l'offre qui finira obligatoirement par entraîner l'accumulation de stocks. Autrement dit, les stocks de pétrole connus n'ayant pas augmenté, la spéculation ne peut pas avoir contribué à la flambée des cours enregistrée en 2008. Mais comme le fait valoir Khan (2009: 5), les données concernant les stocks de pétrole sont réputées très peu fiables. En effet, la plupart des pays non membres de l'OCDE – près de la moitié de la demande mondiale de pétrole brut –, dont de très gros consommateurs, comme la Chine, ne les communiquent pas, pas plus que ne sont publiées les quantités de pétrole transportées à bord des pétroliers, d'où une sous-estimation, également, des stocks détenus par les pays de l'OCDE. Aucune conclusion sérieuse ne peut donc être tirée de ces chiffres. Mais pour revenir au fond, il faudra sans doute du temps avant que l'argument de Krugman ne se vérifie. Comme Gilbert (2010b: 408) l'affirme également, l'accroissement de la demande sur les marchés à terme tend à entraîner une hausse des prix des contrats à échéance éloignée, qui incitera à son tour à la constitution de stocks. Mais compte tenu de la très faible élasticité prix à court terme de l'offre de produits de base, la courbe de l'offre en stock disponible à court terme est proche de la verticale. La seule réponse à l'accroissement de la demande est donc l'augmentation des prix au comptant. Au fil du temps, production et consommation réagiront à la hausse des cours, les stocks s'accumuleront progressivement et les prix baisseront. Entre-temps, on pourrait bien voir se former une bulle spéculative sur les prix des produits de base.

Troisièmement, Irwin, Sanders et Merrin (2009) et Sanders et Irwin (2010) font valoir que même si les investisseurs financiers influençaient les prix et creusaient l'écart entre les cours du marché et les prix basés sur les fondamentaux, l'opportunité d'arbitrage qui en résulterait pousserait les opérateurs rationnels à «parier» contre les investisseurs financiers mal informés et ramènerait les cours du marché vers des valeurs conformes aux fondamentaux. Cela dit, comme on l'a vu plus haut, nombreux sont ceux qui considèrent que l'arbitrage a des limites.

Encadré 5.2 (fin)

La possibilité pour des opérateurs, même rationnels, d'alimenter des bulles spéculatives à court terme jette aussi le doute sur la validité du quatrième argument, avancé par Irwin, Sanders et Merrin (2009) et Sanders et Irwin (2010) qui estiment qu'il n'y a aucun signe de spéculation excessive. Estimant, sur la base des positions prises par les différentes catégories d'opérateurs, que le rapport entre les positions spéculatives et les opérations de couverture était approprié, ils font valoir que la spéculation sur les marchés à terme de produits de base se situait dans la limite des moyennes historiques pendant la période 2006-2008. Toutefois, en ne jugeant des positions spéculatives que sur la base du nombre de positions prises, plutôt que par le type d'information et les anticipations qui les ont justifiées, ils font abstraction de la possibilité que les fondamentaux ne soient pas toujours le seul élément déterminant, même pour les spéculateurs rationnels. D'ailleurs, s'appuyant sur des comparaisons numériques du même type, Büyüksahin et Robe (2010: 15) concluent que «la part de la spéculation excessive a considérablement augmenté, passant d'environ 11 % en 2000 à un taux situé entre 40 et 50 % en 2008».

Cinquièmement, au sujet de l'investissement sur indices, Irwin, Sanders et Merrin (2009) et Sanders et Irwin (2010) font valoir que si les investisseurs sur indices étaient à l'origine de la hausse des cours des produits de base, les prix des produits qui ne font pas partie des indices (minerai de fer, oignons et riz, par exemple) n'auraient pas dû augmenter. Toutefois, Tang et Xiong (2010) estiment que différents mécanismes interviennent dans les augmentations de prix de ces deux groupes de produits et que les cours des produits compris dans les indices ont été bel et bien influencés par les investisseurs financiers.

Enfin, Irwin, Sanders et Merrin (2009) et Sanders et Irwin (2010) considèrent que si l'investissement sur indices influe sur les prix, il devrait avoir des effets semblables sur tous les marchés pour les positions d'ampleur relative identique, or, disent-ils, ce n'est pas le cas. Pourtant, l'effet de masse de l'investissement sur indices se fait ressentir en même temps que surviennent des chocs de l'offre et de la demande sur un marché particulier de produit. Ces chocs idiosyncratiques peuvent neutraliser ou renforcer l'effet de l'investissement, selon les conditions particulières du produit, et ce à des degrés divers. En outre, l'ampleur des positions des opérateurs sur indices sur un marché donné ne dépend pas de la taille ou de la liquidité de ce marché, mais plutôt de la composition de l'indice suivi par l'opérateur.

^a Texte extrait de Mayer, 2011.

du premier trimestre de 2008. Par contre, dans cette même période, il semble qu'il y ait eu une corrélation positive entre les positions prises sur le maïs et son cours (graphique 5.4 A). Sur le marché du pétrole, où les prix n'ont quasiment pas cessé de grimper depuis le début de 2007 jusqu'au deuxième trimestre de 2008, les positions des gérants de fonds ont accusé une forte instabilité (graphique 5.4 B). Cela dit, tous les diagrammes du graphique 5.4 font apparaître une certaine corrélation à *court terme* entre les positions sur indice ou les positions de swap et les variations de prix, les pics et les changements d'orientation observés semblant à peu près concomitants.

Quatrièmement, on observe une corrélation relativement étroite entre les positions des gérants de fonds et les cours des trois produits présentés dans le graphique 5.4. L'occurrence des pics et des creux dans les positions nettes prises par les gérants

correspondent aux variations des prix – en particulier pour le cuivre et le pétrole brut, mais aussi pour le maïs – même considérées sur des périodes plus longues.

Cinquièmement, et c'est peut-être le plus important, on a observé une corrélation particulièrement étroite entre les variations des prix du pétrole et les positions des gérants de fonds depuis le second semestre de 2009 environ (graphique 5.5), lorsque les prix des produits de base semblent avoir cessé de surrager à la baisse et commencé de se stabiliser, avant de repartir à la hausse au deuxième trimestre de 2010. Le coefficient de corrélation était en effet élevé pour le pétrole brut puisqu'il s'est monté à 0,82 dans la période de juillet 2009 à juin 2011 (atteignant même 0,87 pour la période allant de décembre 2010 à juin 2011). Dans la dernière semaine de février 2011, le ratio positions longues/positions courtes²⁵

des gérants de fonds a plus que doublé, puis on a assisté à un raffermissement du prix du pétrole qui est passé de 99 dollars le baril à 106 dollars le baril environ dans la première semaine de mars 2011. De la même manière, dans la première quinzaine de mai 2011, ce ratio est retombé de moitié, cependant que les prix du pétrole chutaient de 112 dollars le baril à 97 dollars le baril environ²⁶. Si la séquence des événements et l'étroite corrélation entre les variations des positions et des prix sont une indication de l'effet sur les prix des positions prises par les gérants de fonds, il n'est pas possible de procéder à un test en bonne et due forme de la direction dans laquelle opère le lien de causalité en raison de la trop brève période sur laquelle ces événements se sont produits et du fait que les données sur les positions ne sont disponibles qu'à intervalle hebdomadaire.

En ce qui concerne le cuivre, la corrélation persistante observée entre les positions nettes des gérants de fonds et les prix pendant une grande partie de la période écoulée depuis le deuxième semestre de 2009 semble s'être interrompue à la fin de 2010 et au début de 2011, lorsque les prix se sont envolés, puis stabilisés à un niveau élevé, tandis que les positions nettes des gérants de fonds restaient relativement stables avant de se contracter fortement en mai 2011 (graphique 5.4C). Toutefois, selon certaines informations, cette rupture dans la corrélation serait due à une nouvelle forme d'investissement dans les produits de base qui est pratiquée par les gérants de portefeuille et qui consiste à détenir des stocks de cuivre non comptabilisés dans les statistiques officielles²⁷. Certains de ces stocks se trouvaient en effet dans des entrepôts situés en Europe sans pour autant figurer dans l'inventaire de la Bourse des métaux de Londres. Un grand nombre de ces entrepôts appartiennent aujourd'hui à des banques et des sociétés de négoce. Comme ces stocks ne sont que partiellement ou pas du tout répertoriés dans les stocks officiels, les banques propriétaires des entrepôts en question bénéficient d'une asymétrie d'information par rapport aux autres acteurs du marché concernant leur volume «réel». En tant que propriétaires des entrepôts, les banques peuvent aussi se réserver les sites de stockage adaptés, de sorte qu'en cas de pénurie de lieux de stockage, il est plus difficile et plus coûteux pour les détenteurs de contrats à terme de prendre livraison de la marchandise. Ils peuvent donc juger préférable de renouveler les contrats qu'ils ont pu conclure avec la banque responsable de cette pénurie de sites de stockage.

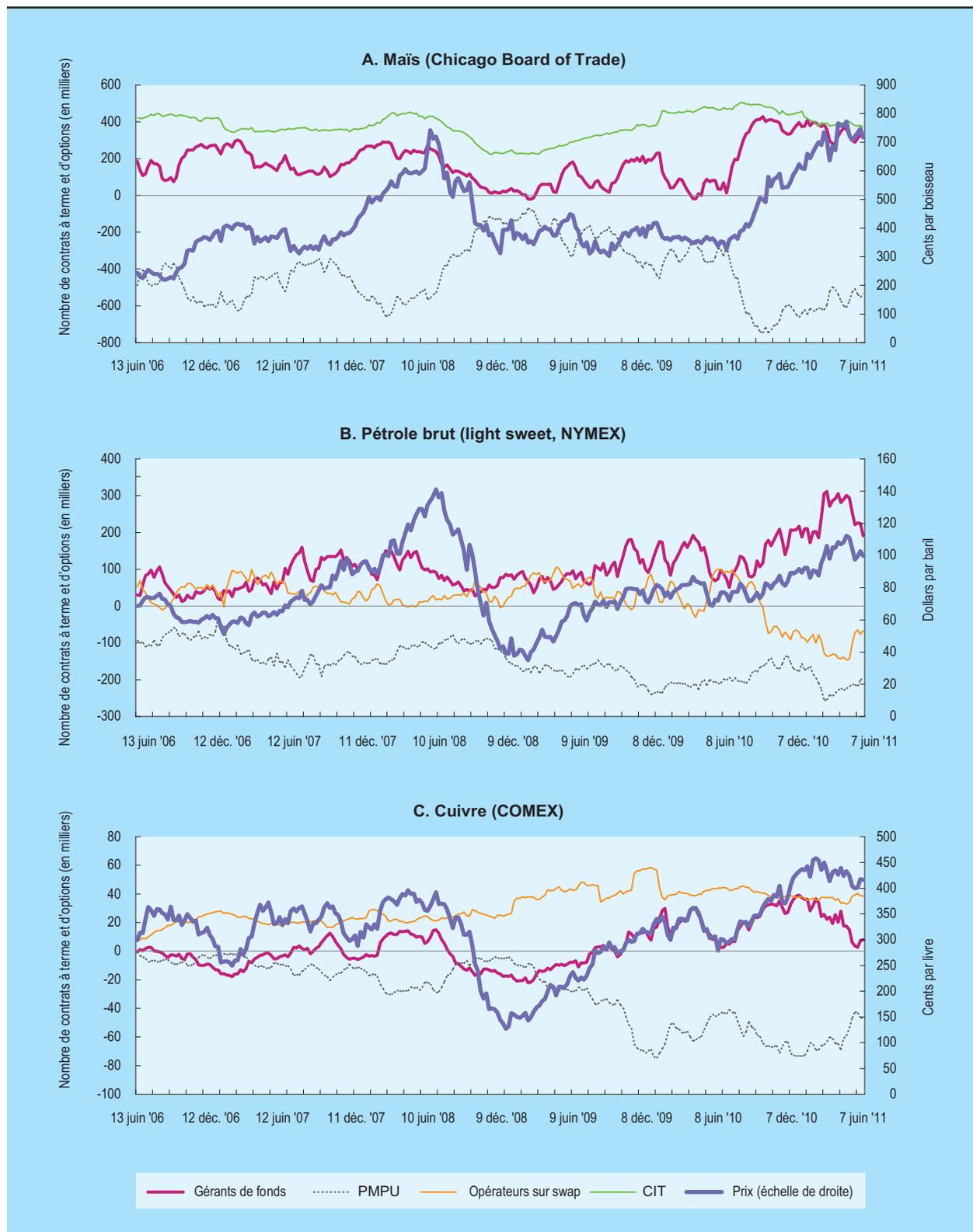
Selon d'autres informations allant dans le même sens, certaines institutions financières auraient importé du cuivre en Chine pour l'y entreposer sans passer par le système d'enregistrement des stocks. Ce cuivre aurait ensuite été utilisé comme garantie pour spéculer sur d'autres marchés, ou réexporté vers des pays abritant des entrepôts agréés de la Bourse des métaux de Londres, ou encore, dans le cas de certaines entreprises chinoises, utilisé pour financer leur développement. Selon ces sources, les emprunts bancaires garantis par les stocks de cuivre étaient moins chers que les emprunts classiques car les mesures de resserrement monétaire prises par la Banque de Chine ne concernaient que les prêts non garantis²⁸. Le nantissement de stocks de cuivre dans le cadre d'arrangements de financement sur stocks envoie des signaux de tension du marché qui favorisent la hausse des cours, en particulier lorsque les stocks ne sont pas enregistrés dans les statistiques officielles. Si ces informations sont exactes, elles pourraient aussi expliquer pourquoi les importations chinoises de cuivre sont demeurées élevées même dans la période précédant le pic des prix de février 2011. Par ailleurs, elles montreraient comment les stratagèmes mis en place par les investisseurs financiers peuvent fausser des chiffres qui, en principe, ne sont censés refléter que les fondamentaux du marché et comment, ce faisant, elles rendraient encore plus difficile de distinguer les effets sur les prix des variations des fondamentaux du marché et de celles des investissements financiers.

2. Effets sur les prix des investisseurs financiers intervenant sur différents marchés d'actifs

On a déjà vu que les investisseurs financiers avaient cherché à diversifier leur portefeuille en investissant dans des produits de base, dans le cadre d'une stratégie plus globale pour réduire leur concentration sur les actions, les obligations et les monnaies. L'histoire montre en effet qu'une plus grande diversification du portefeuille améliore la performance risque-rendement, d'où cette réorientation stratégique. En se fondant sur les données pour la période 1959-2004, Gorton et Rouwenhorst (2006: 1) font valoir que «la prime de risque sur les contrats à terme de produits de base est essentiellement la même que pour les actions, [tandis que] les

Graphique 5.4

PRIX ET POSITIONS FINANCIÈRES LONGUES NETTES, PAR CATÉGORIE D'OPÉRATEURS ET POUR CERTAINS PRODUITS, JUIN 2006-JUIN 2011

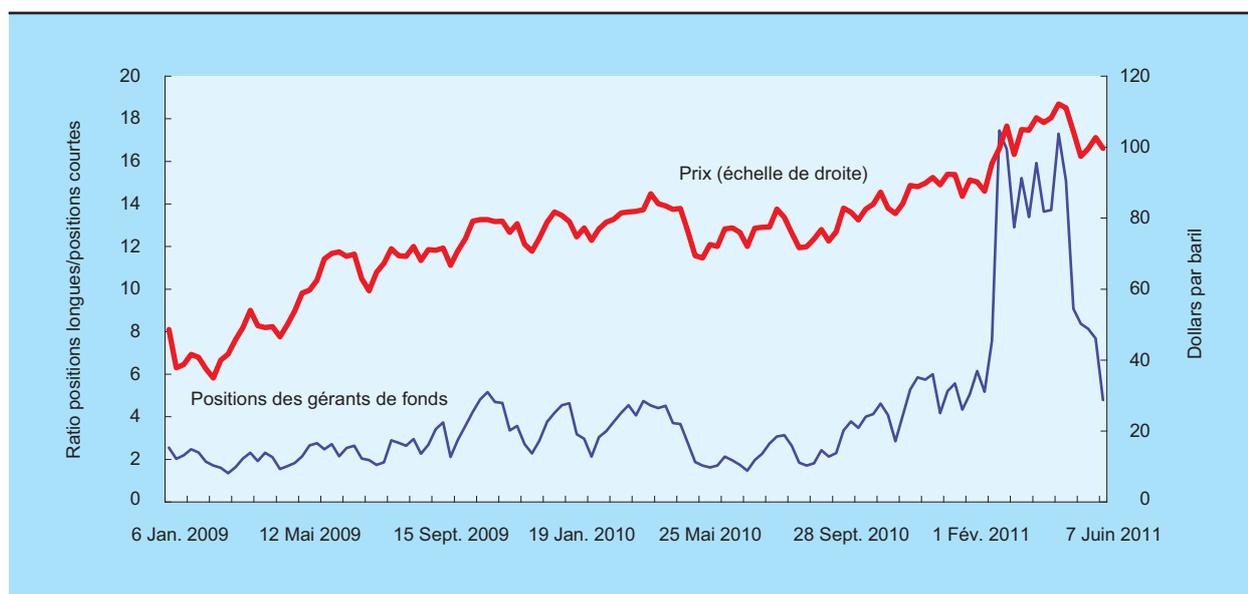


Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après CFTC, Commitment of Traders; et Bloomberg.

Note: CIT = opérateurs sur indices de produits de base; PMPU = producteurs, négociants, transformateurs, utilisateurs.

Graphique 5.5

POSITIONS DES GÉRANTS DE FONDS ET PRIX DU PÉTROLE BRUT, JANVIER 2009-JUIN 2011



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après CFTC, Commitment of Traders; et Bloomberg.

rendements de ces contrats sont inversement corrélés avec ceux des actions et des obligations. La corrélation négative entre les contrats à terme de produits de base et les autres classes d'actifs est due en grande partie à un comportement différent au cours du cycle économique»²⁹.

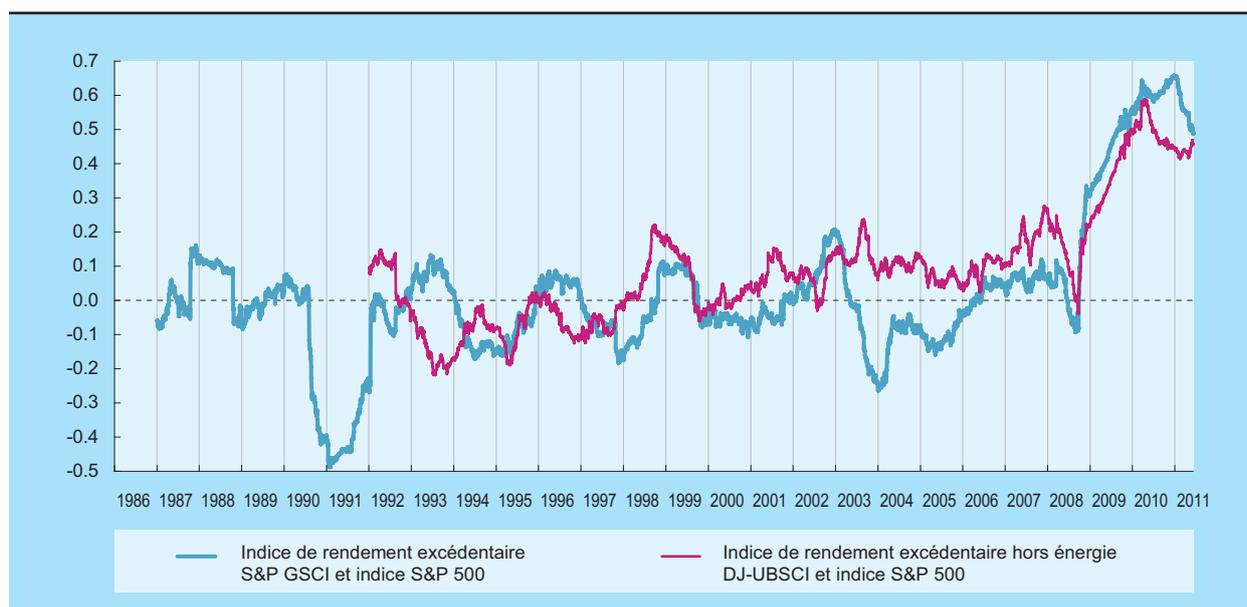
a) *Évolution des prix sur les marchés de produits de base et les marchés d'actions*

Mais il est apparu récemment que les investisseurs ne pouvaient plus se prémunir contre le risque des marchés d'actions en diversifiant simplement leur portefeuille vers des contrats à terme de produits de base. Le processus d'«effet de levier inverse» qui s'est engagé au début de la crise actuelle, au milieu de l'année 2008, et qui a affecté tous les marchés d'actifs a abouti en effet à l'apparition d'une corrélation fortement positive entre les rendements des contrats à terme de produits de base et ceux des investissements en actions (graphique 5.6).

Un resserrement des conditions monétaires ne devrait pas éliminer la financiarisation des marchés de produits de base.

D'après les informations recueillies sur les investissements étendus dans le secteur des produits de base, reflétées dans le graphique 5.6, il apparaîtrait que cette corrélation positive ne s'est manifestée qu'avant le déclenchement de l'actuelle crise financière et qu'elle ne s'est accentuée qu'à sa suite. Or on sait bien que pour optimiser des investissements dans les contrats à terme de produits de base, il faut investir non seulement dans différentes catégories de produits mais même dans différents produits (Erb et Harvey, 2006; Basu et Gavin, 2011). Comme l'indice S&P GSCI (graphique 5.6) fait une importante place à l'énergie, il n'est pas exclu que les événements intervenus sur les marchés de l'énergie, et en particulier la guerre d'Iraq en 2003, aient fortement pesé sur l'évolution de cette corrélation au début des années 2000, et notamment l'aient fait chuter dans des chiffres nettement négatifs en 2003. Il est donc intéressant d'examiner la corrélation entre les rendements des contrats à terme de produits de base hors énergie et ceux des investissements en actions. Cette corrélation a commencé à s'accroître dès le début des années 2000, donc bien avant le déclenchement de la crise actuelle,

CORRÉLATION ENTRE LES INDICES DES PRODUITS DE BASE ET DES ACTIONS, 1986-2011



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Bloomberg.

Note: Les données reflètent les corrélations du glissement annuel des rendements des indices respectifs sur une base quotidienne.

comme montré dans le graphique 5.6³⁰. Cela vient confirmer les constatations de Tang et Xiong (2010) selon lesquelles «l'introduction des opérations sur indices a renforcé la corrélation entre les différents produits de base inclus dans les indices, ce qui a eu pour effet de réduire voire d'éliminer les gains procurés par une diversification dans le cadre des fonds indiciels individuels» (Basu et Gavin, 2011: 46). Mais ces données montrent aussi que le processus d'«effet de levier inverse» lié à la crise a induit un autre changement de tendance, avec une corrélation fortement positive entre les rendements des investissements dans les contrats à terme de produits de base et ceux dans les actions.

La corrélation positive existant entre les rendements des investissements dans les contrats à terme de produits de base et ceux dans les actions a atteint un pic à la fin de 2010 et au début de 2011. Elle est attribuée en grande partie à la deuxième série de mesures d'assouplissement monétaire prises par la Réserve fédérale des États-Unis au troisième trimestre de 2010³¹. À partir de là, beaucoup pensent qu'un resserrement de la politique monétaire des États-Unis permettrait d'accroître considérablement le coût du financement dont dépendent les

investisseurs financiers et qui a conduit à une inflation des prix des actifs sur l'ensemble des marchés financiers. Mais étant donné qu'il y a eu deux changements de tendance, et pas seulement un, dans la corrélation entre les rendements des investissements dans les produits de base et des investissements dans les actions (comme montré dans le graphique 5.6), on peut penser aussi que ces mesures d'assouplissement monétaire n'ont peut-être fait qu'accentuer des corrélations existant déjà entre les différents marchés. Et selon le même raisonnement, un resserrement des conditions monétaires aurait éliminé simplement la source du second changement de tendance de la corrélation entre les marchés, mais selon toute probabilité sans arrêter la financiarisation des marchés de produits de base, ni ramener les corrélations entre les marchés au point où elles se situaient à la fin des années 1990.

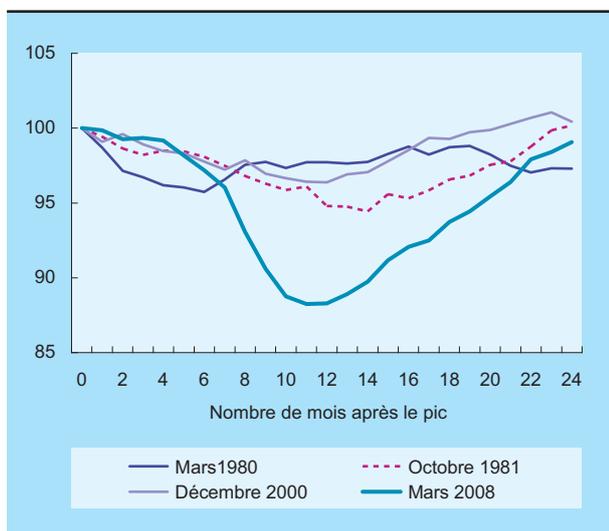
b) *Marchés des produits de base et cycles économiques mondiaux*

On sait que le récent repli de la production industrielle mondiale est d'une ampleur qui dépasse de loin celle de tous les cycles baissiers des

Graphique 5.7

DYNAMIQUE DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE MONDIALE APRÈS LES PICS DE QUATRE CYCLES ÉCONOMIQUES

(Indices, pic = 100)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après des données du Bureau néerlandais d'analyse des politiques économiques (CPB); et OCDE.

Note: Les dates indiquées dans la légende sont celles du pic de chaque cycle économique.

trente-cinq dernières années. Ce fort repli de 12 % par rapport au pic auparavant atteint fait apparaître les autres récessions comme de légers ralentissements par comparaison (graphique 5.7). Mais malgré la très faible utilisation des capacités industrielles mondiales au début de 2009, la pression à la hausse sur les prix des produits de base était beaucoup plus forte comparée aux positions similaires des cycles économiques précédents – une situation à laquelle bien souvent les observateurs ne prêtent pas assez attention. Les attentes de reprise des marchés financiers ont joué semble-t-il un rôle exagérément important dans l'actuel épisode d'inflation des prix de ces produits.

L'effet important des investisseurs financiers sur les prix, qu'on peut considérer comme «la nouvelle normalité de la détermination des prix des produits de base», affecte profondément le cycle économique mondial. L'inflation des prix des produits de base empêche une reprise sans heurts dans la mesure où elle provoque un resserrement prématuré des politiques monétaires. Elle a d'ailleurs joué un important rôle dans le resserrement des politiques monétaires de la Chine et de l'Inde depuis le début de 2010, et

dans le premier relèvement des taux d'intérêt depuis le début de la crise auquel la Banque centrale européenne (BCE) a procédé en avril 2011.

Pour illustrer cette «nouvelle normalité», il est intéressant de comparer quatre cycles économiques mondiaux observés depuis le milieu des années 1970³². Sur la base de l'activité économique mondiale telle que reflétée dans les séries chronologiques mensuelles pour la production industrielle mondiale publiées par le Bureau néerlandais d'analyse des politiques économiques (CPB)³³, les périodes de creux récessionnistes peuvent être déterminées en appliquant la méthode proposée par Bry et Boschan (1971) dans le logiciel BUSY de la Commission européenne. Elle fait apparaître quatre récessions au cours de la période 1975-2010, avec des pics en mars 1980, octobre 1981, décembre 2000 et mars 2008, et les creux correspondants en septembre 1980, décembre 1982, décembre 2001 et février 2009. Pour illustrer la réaction cyclique des marchés financiers, les séries pour la production industrielle ont été normalisées autour des creux respectifs.

Une comparaison des cycles économiques montre que les prix des produits de base et ceux des actions ont évolué en sens contraire durant les précédents cycles économiques qui ont été définis (graphique 5.8). Par contre, il y a eu une synchronisation remarquable des mouvements des prix des actions et des prix des produits de base durant le cycle le plus récent.

Ces constatations viennent étayer les résultats de l'analyse similaire effectuée pour les pays développés par le Fonds monétaire international (FMI, 2010: 32-34). Mais dans son interprétation des résultats, le FMI fait valoir que la synchronisation accrue des prix des produits de base et des prix des actions ne doit pas être considérée comme un signe de la financiarisation des marchés de produits de base, et que «ces mouvements plus synchrones tiennent probablement au fait que les deux marchés sont plus sensibles à l'évolution économique générale» (FMI, 2010: 34). Mais cette interprétation ne tient pas compte du faible niveau d'utilisation des capacités après la «récession» de 2008 et 2009, impliquant en principe une faible utilisation industrielle des produits de base et donc une faible demande de ces produits par leurs principaux utilisateurs. Dans ces conditions, la hausse régulière des prix des produits de base, avant même le rebond des indices boursiers, semble davantage liée à une

anticipation d'une reprise future de la demande qu'à une progression effective de celle-ci. L'explication la plus plausible de ce comportement des prix est donc bien le phénomène de financiarisation qui a fini par conduire en 2008 à un surajustement dans les deux sens des prix des produits de base par rapport à leurs niveaux fondamentaux.

La réaction par des mesures de politique monétaire à la pression sur les prix résultant de la hausse des cours des produits de base, plutôt qu'aux goulets d'étranglement de la production industrielle, met en évidence une conséquence préoccupante et jusqu'à présent sous-estimée de la financiarisation: sa capacité de porter préjudice à l'économie réelle en envoyant les mauvais signaux pour la gestion macroéconomique³⁴. C'est une importante considération qui met en lumière la nécessité d'une réglementation plus efficace des marchés de produits de base afin de rétablir un environnement avec des signaux de prix valables et une allocation efficiente des ressources dans les pays à économie de marché d'aujourd'hui.

c) *Évolution des prix sur les marchés des produits de base et des changes*

La corrélation positive plus grande entre les rendements des contrats à terme sur les produits de base et ceux des investissements dans d'autres classes d'actifs ne se limite pas aux marchés des actions; elle se manifeste aussi apparemment, et peut-être encore plus nettement, pour les marchés des changes.

On sait bien que les prix des produits de base libellés en dollars évoluent souvent en sens inverse du taux de change du dollar. En effet, lorsque le dollar se déprécie les produits de base deviennent moins chers dans les régions de consommation où le dollar n'est pas utilisé et cela accroît les incitations à consommer, mais dans le même temps les recettes des

producteurs dans les régions n'utilisant pas le dollar diminuent et cela les incite moins par conséquent à produire (*Rapport sur le commerce et le développement, 2008*). Ce mécanisme pourrait bien expliquer

en partie la corrélation négative plus grande entre les rendements sur la base de l'indice de rendement excédentaire S&P GSCI et l'indice du taux de change du dollar, qui est apparue au début des années 2000 (graphique 5.9). Mais si cette évolution s'explique effectivement compte tenu de la demande croissante de produits de base venant des pays émergents en période de dépréciation du dollar, comme noté par Tang et Xiong (2010: 11), la soudaineté et l'ampleur de ce mouvement,

le fait qu'il soit survenu en 2002-2003 et l'apparition d'un autre mouvement similaire dans la suite de la crise actuelle laissent penser que d'autres facteurs ont contribué au processus.

L'un de ces autres facteurs est très probablement l'émergence du dollar comme monnaie de financement des opérations spéculatives de «carry trade»³⁵. En 2002-2004 (quand a débuté le processus de financiarisation des marchés de produits de base), il y a eu une modification substantielle de la corrélation entre les rendements des contrats à terme sur les produits de base et les parités des paires de devises les plus recherchées par les spéculateurs effectuant ce type d'opérations (comme montré dans le graphique 5.9 pour certaines paires de devises).

Cette corrélation positive s'est clairement accentuée juste avant que les prix des produits de base atteignent leur pic de 2008, est devenue relativement forte après le déclenchement de la crise actuelle dans le cadre du processus de désendettement général dans les différentes classes d'actifs, et s'est accentuée encore après l'adoption

par la Réserve fédérale des États-Unis au second semestre de 2010 de la deuxième série de mesures d'assouplissement monétaire. Mais depuis mai 2011, quand la Réserve fédérale a annoncé qu'elle ne prolongerait pas cette deuxième série de mesures au-delà

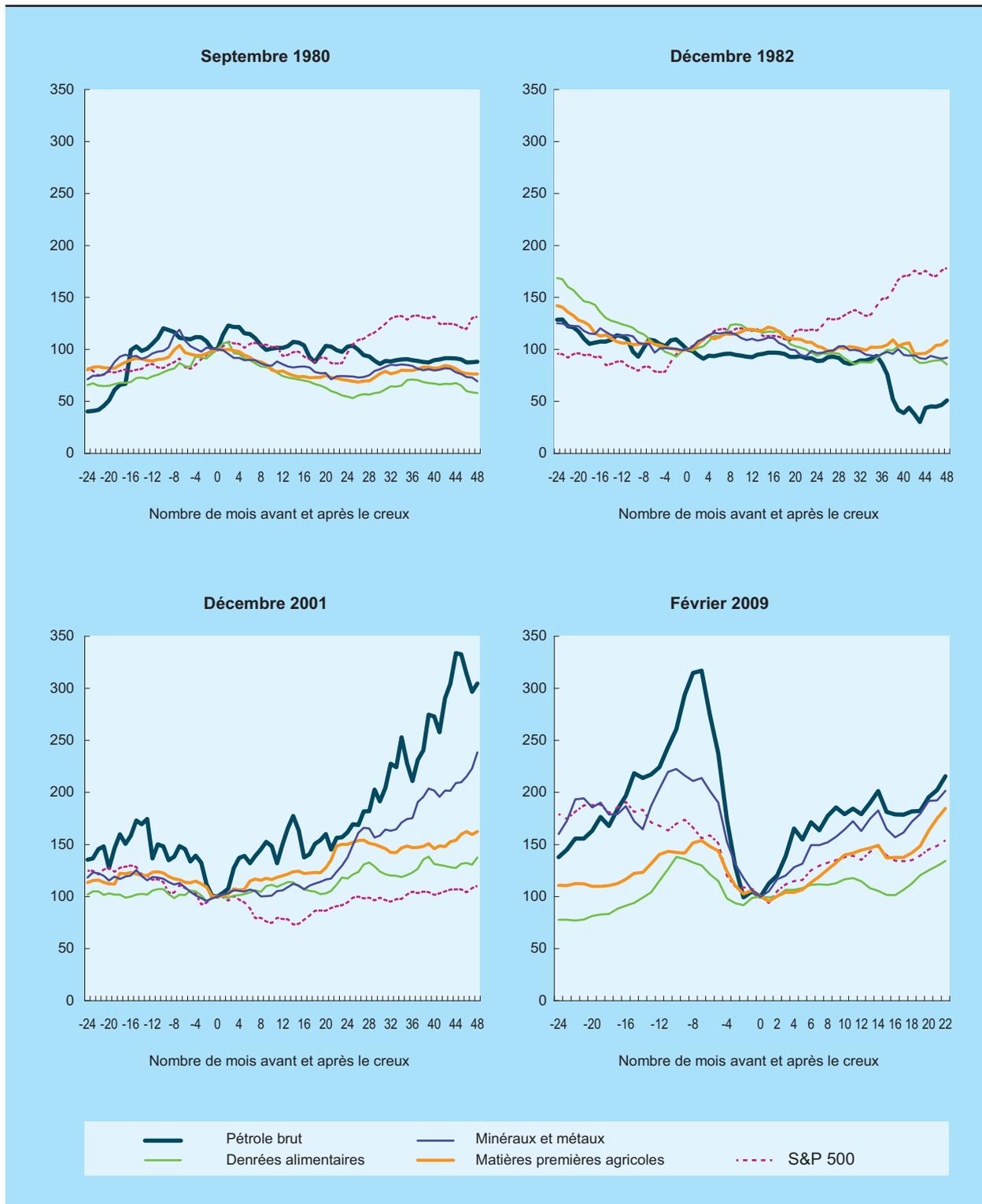
La réaction par des mesures de politique monétaire à la pression sur les prix résultant de la hausse des cours des produits de base met en évidence une conséquence préoccupante et jusqu'à présent sous-estimée de la financiarisation...

... sa capacité de porter préjudice à l'économie réelle en envoyant les mauvais signaux pour la gestion macroéconomique.

Graphique 5.8

ÉVOLUTION DES PRIX DES PRODUITS DE BASE ET DES PRIX DES ACTIONS AVANT ET APRÈS LES CREUX DE CERTAINS CYCLES ÉCONOMIQUES

(Indices, pic du cycle économique = 100)

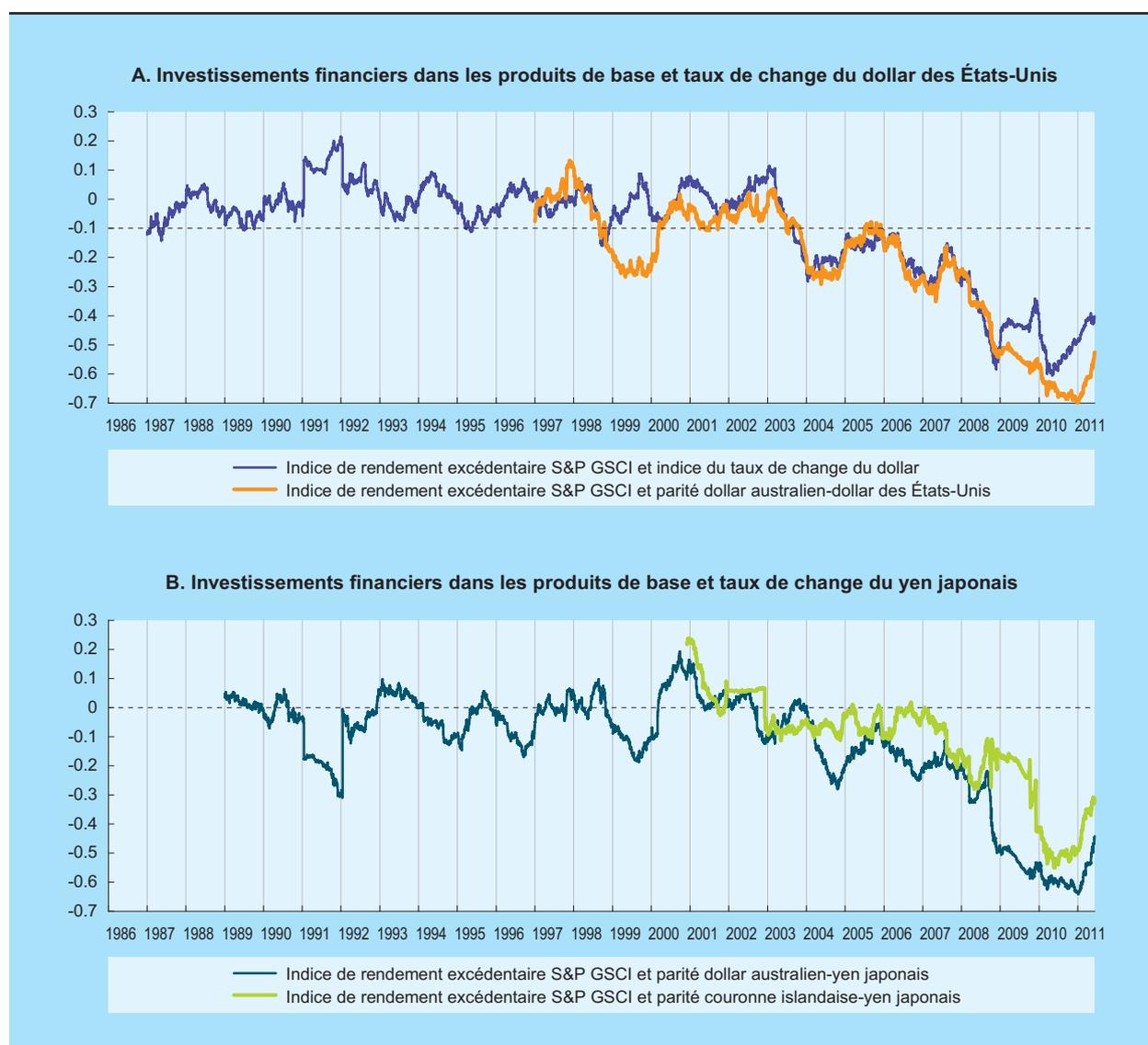


Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Bloomberg; et UNCTADstat.

Note: Les dates indiquées sont celles des creux correspondant du cycle économique.

Graphique 5.9

CORRÉLATION ENTRE LES INVESTISSEMENTS FINANCIERS DANS LES PRODUITS DE BASE ET CERTAINS TAUX DE CHANGE, JANVIER 1986-JUIN 2011



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Bloomberg.

Note: Les données reflètent les corrélations du glissement annuel des rendements sur une base quotidienne.

du mois de juin, ces corrélations se sont affaiblies et sont revenues aux niveaux d'avant les mesures d'assouplissement monétaire. Ces données viennent renforcer l'idée exposée plus haut, à savoir qu'en ce qui concerne les corrélations des rendements des investissements financiers sur les différents marchés, l'élimination progressive des mesures d'assouplissement monétaire aux États-Unis a simplement ramené à la situation qui prévalait avant le début de la crise financière, mais sans éliminer, selon toute probabilité, les effets sur les prix de la financiarisation des marchés des produits de base.

Il ressort de l'ensemble de ces données pour les deux dernières décennies que vu l'importance, dans une perspective historique, de diversifier de façon stratégique les portefeuilles, la recherche de plus forts rendements est aujourd'hui devenue encore plus prioritaire pour les investisseurs financiers intervenant sur les marchés de produits de base. Mais même si les investissements financiers dans ce secteur se caractérisent historiquement par un souci de diversification et de couverture contre le risque, il se pourrait bien que la recherche de plus forts rendements grâce à ce type d'investissements repose sur l'idée illusoire

qu'ils permettraient d'optimiser les profits sans risques. Si l'on admet que l'avantage offert par les investissements dans le secteur des produits de base en termes de diversification est sans doute surestimé, le volume des investissements indiciels étendus dans ce secteur pourrait bien se réduire. Mais dans le même temps cela pourrait rendre plus attractifs des investissements plus ciblés, par exemple sur la base

d'indices limités à certaines catégories de produits voire à certains produits. Le regain de popularité récent des produits cotés et souvent liés à des indices reflétant le rendement de certains produits de base est peut-être le signe que les investisseurs financiers ne sont pas encore prêts à se détourner de la classe d'actifs que représentent ces produits.

E. Considérations de politique générale et recommandations

Depuis une dizaine d'années, les mouvements des prix des produits de base ont été associés à d'importantes modifications des rapports entre l'offre et la demande. Pour beaucoup de ces produits, la demande a crû plus vite que l'offre et les stocks ont par conséquent diminué, surtout ceux des denrées alimentaires. Dans une telle situation, toute augmentation soudaine de la demande ou toute forte contraction de l'offre – ou l'une et l'autre – conduit rapidement à d'importantes hausses des prix. Le phénomène est particulièrement important pour les denrées alimentaires compte tenu des conséquences économiques et sociales immédiates des augmentations des prix de ces denrées pour les populations les plus vulnérables. D'où la nécessité de constituer ou de reconstituer des réserves alimentaires d'urgence qui soient d'un niveau suffisant pour absorber l'effet des pénuries temporaires, et qui puissent être disponibles rapidement lorsqu'il s'agit de fournir une aide alimentaire d'urgence aux plus vulnérables en cas de crise alimentaire.

Pour parvenir à rééquilibrer durablement les rapports entre l'offre et la demande de produits de base, des investissements publics et privés accrus sont indispensables pour développer la production et améliorer la productivité. Cela implique davantage d'aide publique au développement pour promouvoir l'agriculture dans les pays en développement. En même temps, il faudrait fournir des incitations pour accroître la production et la productivité, surtout pour les denrées alimentaires, dans ces pays par exemple en réduisant les obstacles commerciaux et les mesures de soutien interne dans les pays développés.

En plus des mesures d'urgence pour aider les plus vulnérables et des mesures à long terme pour contenir l'instabilité excessive des prix des produits de base au niveau de l'offre, il faut aussi trouver les moyens d'éviter sur les marchés de ces produits les comportements de surréaction de plus en plus souvent induits par leur financiarisation. Pour cela, il faut examiner comment le fonctionnement des marchés à terme et des marchés de gré à gré pour les produits de base pourrait être amélioré, afin de permettre à ces mécanismes de mieux remplir leur rôle en envoyant des signaux de prix valables aux producteurs et aux consommateurs de produits de base, ou au moins de les empêcher d'envoyer les mauvais signaux. On examinera donc dans la suite de la présente section: i) comment l'information et la transparence sur les marchés physiques de produits pourraient être améliorées; ii) comment la transparence sur les marchés à terme et les marchés de gré à gré pour les produits de base pourrait être améliorée; iii) la nécessité de mieux réglementer l'activité des investisseurs financiers; et iv) la nécessité de mesures de politique au sens plus large, y compris des mécanismes permettant d'éviter les bulles spéculatives ou de les dégonfler.

1. Améliorer la transparence sur les marchés physiques de produits

Une plus grande transparence des marchés physiques permettrait de fournir des informations plus fiables et plus actuelles sur les produits de base, par exemple concernant les capacités disponibles et les

stocks détenus au niveau mondial pour le pétrole, et concernant les superficies plantées, les récoltes attendues, les stocks et les prévisions de demande à court terme pour les produits agricoles. On permettrait ainsi aux acteurs commerciaux intervenant sur les marchés de mieux apprécier les rapports fondamentaux entre l'offre et la demande. Comme ces informations ne sont pas suffisamment disponibles actuellement, il est difficile en effet pour les acteurs commerciaux de déterminer si un signal de prix spécifique reflète une évolution des fondamentaux ou bien des événements sur les marchés financiers. Cette lacune facilite aussi l'introduction délibérée de fausses informations, comme les prévisions de prix «fondées sur des recherches» fournies par de grandes banques qui ont pris des positions financières sur les marchés de produits de base et qui pourraient donc espérer engranger des profits si ces prévisions se révélaient exactes. S'il était communiqué en temps voulu des données consolidées de qualité sur les rapports fondamentaux entre l'offre et la demande sur les marchés physiques, cela réduirait l'incertitude globale et par conséquent le risque de voir les acteurs du marché s'engager dans des comportements moutonniers.

Pour arriver à une plus grande transparence des marchés physiques, il faudrait améliorer le dialogue entre producteurs et consommateurs ainsi que la collecte, l'analyse et la diffusion des données. Les acteurs du marché pétrolier bénéficierait par exemple de la base de données mondiale JODI sur le pétrole, qui couvre la production, la demande, l'approvisionnement et la production des raffineries, les importations, les exportations, les stocks en fin d'exercice et les modifications des stocks (voir aussi encadré 5.3). Si cette initiative a beaucoup amélioré la transparence sur le marché pétrolier, il demeure quelques failles. Ainsi, comme les données sont publiées chaque mois, elles ne contiennent pas des informations suffisantes sur les événements de court terme qui orientent les stratégies d'action des investisseurs financiers. Surtout, la base de données

En plus des mesures d'urgence pour aider les plus vulnérables et des mesures à long terme pour accroître l'investissement...

... il faudrait aussi améliorer la transparence des marchés, mieux réglementer l'activité des investisseurs financiers et envisager des mécanismes permettant d'éviter les bulles spéculatives ou de les dégonfler.

ne contient pas d'informations sur les capacités disponibles. Comme souligné par Kaufmann (2011), c'était cette absence d'informations sur les capacités disponibles dans les pays producteurs de pétrole non membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) qui était à l'origine du ralentissement brutal de la croissance de l'offre de pétrole brut hors OPEP après 2004, phénomène qui avait pris les acteurs du marché par surprise et poussé soudainement à la hausse les cours du pétrole. Cette base de données ne comprend pas non plus d'informations sur le pétrole de soute des cargos souvent en mains privées, de sorte que les informations à ce sujet sont commercialement sensibles et ne sont pas divulguées. La collecte et la publication de ces informations sous forme agrégée afin de respecter leur caractère confidentiel seraient un grand pas en avant vers plus de transparence et pourraient contribuer à prévenir les trop importantes fluctuations de prix à court terme.

La transparence est encore moins grande sur le marché physique des produits agricoles. Même s'il existe diverses sources d'information, les pays et les organisations internationales ont toujours du mal à produire quand il le faut des données et des analyses exactes et cohérentes du marché des produits agricoles. Les événements météorologiques extrêmes survenus en 2007-2008 et en 2010 ont d'ailleurs pris la communauté internationale par surprise. Il n'est pas exclu que l'incertitude accrue ainsi causée ait induit des flambées de prix déclenchées par la panique et à partir d'informations erronées, et qu'elle ait favorisé des investissements spéculatifs ayant amplifié les hausses des prix.

Le principal problème de transparence sur le marché physique des produits agricoles est sans doute le manque d'informations sur les stocks. Parmi les multiples raisons de cette situation, il y a notamment le fait qu'une importante partie des stocks est aujourd'hui en mains privées, ce qui rend les informations correspondantes

commercialement sensibles. Les données sur les stocks publiées par les organisations internationales sont donc des résidus estimatifs de données sur la production, la consommation et le commerce. Une coopération internationale renforcée permettrait d'améliorer la transparence en assurant l'accès public à des informations fiables sur les stocks mondiaux. La base de données JODI sur le pétrole pourrait servir de modèle pour une initiative en ce sens, comme suggéré dans le Système d'information sur le marché agricole (AMIS) proposé dans le rapport interorganisations sur l'instabilité des prix des produits agricoles préparé pour la présidence française du G-20 (FAO *et al.*, 2011).

2. Améliorer la transparence sur les marchés à terme et les marchés de gré à gré pour les produits de base

Pour comprendre ce qui fait bouger les prix et pour intervenir avec efficacité, les responsables de la réglementation doivent bien connaître le marché et être en mesure de recueillir les données requises. Or il n'existe pas actuellement de données exhaustives, en particulier sur les opérations de gré à gré sur les produits dérivés. Si les intervenants sur les marchés de gré à gré bénéficient de l'information que les intervenants sur les marchés à terme organisés fournissent pour la détermination des prix, ils n'apportent pas de leur côté des informations comparables.

Comme exprimé au paragraphe 13 de la Déclaration des chefs d'État et de gouvernement réunis au Sommet du G-20 à Pittsburgh en septembre 2009 ainsi que dans les conclusions du Groupe spécial du G-20 sur les marchés à terme de produits de base (OICV, 2010), la transparence sur les marchés de gré à gré pourrait être améliorée en enregistrant les transactions dans un registre spécifique (voir aussi l'annexe au présent chapitre)³⁶. Cela serait particulièrement important pour les contrats illiquides non normalisés, où le risque de contrepartie concerne les utilisateurs finals de produits dérivés qui se couvrent contre le risque commercial lié aux produits de base. Même s'il était compréhensible que ces données doivent rester confidentielles, en les mettant à la disposition des responsables de la réglementation on se prémunirait contre les abus possibles des marchés. Les règles proposées par la Commission européenne (CE, 2010), qui envisagent entre autres

des obligations de compensation au niveau central pour les contrats normalisés, y compris ceux impliquant des fonds indicels, aideraient aussi à accroître la transparence et à réduire le risque de contrepartie. Pour pouvoir couvrir les contrats davantage utilisés à des fins de spéculation que pour se prémunir contre le risque commercial lié aux produits de base, il faudrait prévoir des exemptions pour les contrats portant sur des transactions devant faire l'objet d'un règlement physique³⁷.

On dispose d'informations beaucoup plus abondantes pour les opérations sur les marchés à terme de produits de base, en particulier aux États-Unis (comme examiné dans le document CNUCED, 2011) où s'effectue une grande partie de ces opérations. Mais sur les places européennes, il n'existe jusqu'à présent que des données très limitées pour les opérations sur ces marchés. La transparence pourrait donc être considérablement renforcée si les places européennes adoptaient des règles en matière de communication d'informations et publiaient des données agrégées sur les positions comme cela est fait dans le rapport *Commitment of Traders* publié chaque semaine par la CFTC aux États-Unis. En plus de ces données agrégées, il faudrait fournir aux autorités des marchés des données détaillées sur les transactions effectuées dans le cadre des bourses et sur les marchés de gré à gré et les marchés physiques connexes. Les autorités des marchés des différents pays devraient coopérer et partager ces données.

3. Mieux réglementer l'activité des investisseurs financiers

Pour réglementer les marchés de produits de base il faut trouver le juste équilibre entre une limitation trop restrictive des positions spéculatives et une surveillance et une réglementation trop laxistes. Une réglementation trop restrictive pourrait nuire aux fonctions de couverture contre le risque et de détermination des prix exercées par les bourses de produits. Et si au contraire la surveillance et la réglementation ne sont pas suffisamment strictes, les prix pourraient s'écarter des niveaux justifiés par les fondamentaux de l'offre et de la demande, ce qui porterait également tort aux fonctions essentielles de ces marchés. Mais le compromis est devenu bien difficile à trouver. Les investisseurs financiers s'engagent de plus en plus

SOURCES D'INFORMATION SUR LES FONDAMENTAUX DES MARCHÉS DE PRODUITS DE BASE^a

On dispose de différentes sortes d'informations sur les marchés de produits de base, notamment: i) des données brutes qui viennent de bases de données couvrant les prix, la production, la consommation, les stocks et le commerce; ii) des données plus élaborées fondées sur des analyses des tendances des marchés et sur le suivi de la situation actuelle; et iii) des prévisions ou des projections de l'évolution à court, à moyen et à long terme des fondamentaux des marchés. La périodicité de ces informations varie beaucoup, selon la source des données, et peut être aussi bien quotidienne qu'annuelle. En outre, la plupart des informations de source officielle qui sont rendues publiques sont fondées sur des données mensuelles.

Il existe quantité d'informations sur les marchés physiques de produits de base, mais elles ne sont pas faciles à obtenir de façon systématique. Un certain nombre de sources fournissent les mêmes informations, mais présentées de façon différente. Il faut donc du temps et de l'expérience pour trouver les sources d'information les plus utiles, les plus pertinentes et les plus valables pour un produit de base donné. Et même lorsqu'elles proviennent d'une seule source, les informations sont parfois si nombreuses qu'il devient difficile de trouver les renseignements pertinents. Parmi ces sources d'information figurent les sources officielles, comme les organismes et groupes d'étude internationaux, les organisations spécialisées dans certains produits ou groupes de produits, et les gouvernements des pays qui jouent un rôle clef sur les marchés de produits de base, comme l'Australie et les États-Unis, ainsi que les sources privées. Même lorsqu'elles sont de source officielle, bien souvent les informations ne sont pas diffusées dans le grand public et ne peuvent être obtenues que contre paiement.

Pour les produits agricoles, l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO) est la principale source internationale pour les données, les analyses de marché et le suivi des fondamentaux des marchés. Elle publie avec différentes périodicités et pour divers produits agricoles des données qui peuvent être pour la plupart consultées sur l'Internet à partir de son portail Situation alimentaire mondiale. En outre, une source nationale, le Département de l'agriculture des États-Unis (USDA), est l'une des sources d'information les plus complètes sur les marchés agricoles mondiaux. Les informations venant de cette source sont particulièrement importantes dans la mesure où les États-Unis sont un gros producteur de certains produits agricoles comme le coton, le maïs, le blé et le soja. Les informations qui sont communiquées sur les révisions des estimations concernant les cultures dans ce pays peuvent donc avoir d'importantes conséquences sur les marchés mondiaux. Pour les pays de l'Union européenne (UE), le Comité du commerce des céréales, aliments du bétail, oléagineux, huile d'olive, huiles et graisses et agrofournitures (COCERAL) publie des prévisions concernant les cultures de céréales et d'oléagineux.

Pour le pétrole brut, la principale source de données sur la production, la demande, l'approvisionnement et la production des raffineries, les importations, les exportations, les stocks en fin d'exercice et les variations des stocks est l'Initiative commune des organisations pour les données (Joint Organisations Data Initiative ou JODI) réunissant sept organisations partenaires: Agence internationale de l'énergie (AIE), Coopération économique Asie-Pacifique (APEC), Division de statistique de l'ONU, Eurostat, Forum international de l'énergie (IEF), Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et Organisation latino-américaine de l'énergie (OLADE). Plus de 90 pays, représentant 90 % environ de l'offre et de la demande mondiales de pétrole, participent à cette initiative. Sa base de données mondiale sur le pétrole est librement accessible, et mise à jour chaque mois. On trouve des informations sur les principaux pays consommateurs d'énergie à travers le service en ligne *Oil Market Report* de l'AIE, qui présente chaque mois une évaluation de l'offre, de la demande, des stocks, des prix et de l'activité des raffineries. En ce qui concerne l'offre, le *Monthly Oil Market Report* publié par l'OPEP fait le point des grandes évolutions concernant le marché pétrolier mondial, présente les perspectives de développement du marché du pétrole brut pour l'année à venir, et analyse dans le détail les grands événements qui affectent les tendances du marché pétrolier mondial s'agissant de la demande, de l'offre et de l'équilibre entre les deux. Au niveau national, l'Energy Information Administration des États-Unis fournit diverses données et analyses sur la situation des marchés de l'énergie aux États-Unis et dans le monde, avec une périodicité variable. Dans le secteur privé, le document rendu public et largement utilisé de British Petroleum, *Statistical Review of World Energy*, fournit des données objectives sur l'énergie, ses marchés et ses tendances dans le monde. En outre, la société réputée Cambridge Energy Research

Encadré 5.3 (fin)

Associates (IHS CERA) conseille différents clients, y compris des compagnies internationales d'énergie, des gouvernements, des institutions financières et des fournisseurs de technologies, qui bénéficient de ses compétences et de ses analyses indépendantes sur les marchés, la géopolitique, les tendances sectorielles et les stratégies concernant l'énergie.

Platts est l'un des principaux fournisseurs mondiaux d'informations concernant l'énergie, et l'une des sources les plus réputées pour l'évaluation des prix de référence sur les marchés physiques de l'énergie. Argus publie un large éventail de rapports de veille économique, d'évaluations des marchés et d'études spéciales sur tous les aspects des marchés de l'énergie, du transport et des émissions. Et des sociétés spécialisées dans l'information commerciale, comme The Economist Intelligence Unit, Business Monitor International et LMC International (produits agricoles), proposent elles aussi des prévisions concernant les produits de base. En outre, le Groupe de travail sur les prix des produits de base de l'Association d'instituts européens de conjoncture économique (AIECE) publie deux fois par an un document intitulé *World Commodity Prices*, qui présente des prévisions de prix portant sur les deux années qui viennent.

Cet aperçu montre qu'il existe d'abondantes sources de données sur les fondamentaux des marchés physiques de produits de base. Il n'en reste pas moins qu'il y a des lacunes dans l'information et que dans bien des domaines la transparence de ces marchés pourrait être améliorée, comme argumenté dans le rapport.

^a Le présent encadré est tiré de Fajarnes, 2011.

dans des transactions sur le marché physique (par exemple en achetant des stocks ou même des terres agricoles) et les négociants proprement dits prennent plus souvent quant à eux des positions financières, de sorte que la différence entre les deux types d'acteurs est plus difficile à discerner.

Si l'on réglementait mieux l'activité des investisseurs financiers, on permettrait aux autorités chargées de la réglementation d'intervenir plus facilement quand elles détectent des irrégularités. En outre, des règles similaires devraient être adoptées sur tous les marchés de produits et dans tous les pays, afin d'éviter le «nomadisme réglementaire». En ce sens, la réglementation sur les principaux marchés de produits de base en Europe devrait être alignée sur celle des États-Unis, mais l'une et l'autre devraient être plus strictes, et prévoir par exemple les quatre mesures suivantes:

Une première mesure pourrait consister à limiter les positions prises par les acteurs sur un marché donné au niveau individuel et celles prises par les acteurs intervenant sur d'autres marchés mais pour le même produit de base³⁸. Il ne devrait pas être accordé d'exemptions de limites de position pour couvrir le risque financier, comme c'est actuellement le cas aux États-Unis où il est accordé des exemptions aux opérateurs de swaps (qui s'appliquent aussi aux fonds indiciaires de produits de base) pour les positions sur

certaines produits agricoles. Le problème des limites de position est actuellement discuté dans le cadre de l'UE (CE, 2010) et aux États-Unis (voir détails dans l'annexe au présent chapitre). Or, les mesures de réglementation des positions sur les produits énergétiques, en particulier les positions prises par les fonds spéculatifs, s'appliquent tout autant aux produits agricoles. En effet, il est apparu que ces fonds jouaient un rôle déterminant dans la corrélation existant entre les marchés des actions et ceux des produits de base, et que les prix des denrées alimentaires étaient de plus en plus étroitement liés à ceux de l'énergie (Büyüksahin et Robe, 2010; Tang et Xiong, 2010). Mais comme on ne dispose pour le moment que de données limitées, il est difficile de déterminer le niveau approprié de ces limites de position, dont l'introduction risque de prendre un certain temps. Dans l'intervalle, il pourrait être envisagé d'introduire des points de position. L'opérateur atteignant le point de position serait tenu de communiquer d'autres données qui permettraient aux autorités chargées de la réglementation de décider s'il convient d'intervenir ou non (Chilton, 2011).

La mise en place de limites de position sur les marchés à terme et les marchés de gré à gré pour les produits de base pourrait faciliter le rôle des marchés de produits dérivés pour la détermination des prix. En effet, non seulement l'importance des

positions financières individuelles serait limitée, mais la concentration des marchés serait réduite elle aussi puisqu'une telle initiative assurerait une large participation au marché de divers opérateurs ayant en principe des sources d'information différentes et des idées différentes sur le marché. Ainsi, les limites de position renforceraient le rôle des informations dans les opérations sur les marchés.

Les limites de position ne s'appliqueraient qu'aux entreprises financières mais pas aux «arbitragistes en couverture de bonne foi» qui sont les utilisateurs finals des contrats sur produits dérivés, ou qui proposent ces contrats comme instruments de gestion du risque à des clients qui de par leurs opérations ont une exposition physique aux prix des produits de base. Mais il faudrait pour cela déterminer comment séparer les arbitragistes en couverture de bonne foi des autres acteurs du marché, ce qui soulève de difficiles problèmes³⁹. On fait souvent valoir aussi que les limites de position sont relativement faciles à contourner (voir encadré 5.2). Mais leur défaut principal est sans doute qu'elles sont peu efficaces quand les opérateurs suivent des comportements moutonniers qui leur permettent, collectivement mais pas individuellement, de contribuer à la formation de bulles de prix. Le seul moyen d'éviter ce problème serait donc d'imposer des limites de position à certaines catégories spécifiques d'acteurs des marchés (comme les gérants de portefeuille).

Une deuxième mesure pourrait consister à appliquer la règle Volcker (qui interdit aux banques de s'engager dans des opérations pour leur propre compte) aux marchés de produits de base. À l'heure actuelle, les banques engagées dans les opérations de couverture de leurs clients ont des informations privilégiées sur le sentiment qui prévaut sur les marchés commerciaux. Il y a là une forme de conflit d'intérêts puisqu'elles peuvent utiliser ces informations pour «parier» contre leurs propres clients. En outre, les positions qu'elles prennent peuvent donner des signaux erronés aux autres acteurs du marché et, compte tenu de la taille de certaines des banques, écarter les prix des niveaux normalement justifiés par

les fondamentaux, en plus du fait qu'elles favorisent l'instabilité des prix.

Troisièmement, il pourrait être appliqué une règle similaire aux opérateurs physiques, en leur interdisant de prendre des positions financières et de «parier» sur les résultats qu'ils ont le pouvoir d'influencer en raison de leur forte présence économique sur les marchés physiques⁴⁰.

Les limites de position ne s'appliqueraient qu'aux sociétés financières mais pas aux utilisateurs finals de contrats sur les produits dérivés.

Quatrièmement, une taxe sur les transactions ou l'obligation de détenir les positions pendant un minimum de temps (quelques secondes par exemple) pourrait être instituée pour ralentir les activités des investisseurs financiers, en particulier ceux qui s'adonnent à la pratique des transactions instantanées⁴¹. Comme les opérateurs qui effectuent ce type

d'opérations bouclent généralement leurs positions en fin de séance, ils ne constituent pas une contrepartie valable pour les arbitragistes en couverture qui cherchent à transférer le risque. En outre, comme ils prennent position en fonction davantage de l'évolution des prix des marchés que d'informations sur les fondamentaux sous-jacents, leur activité n'apporte pas d'informations. Il est donc douteux que les transactions instantanées contribuent de quelque façon que ce soit aux rôles traditionnels de détermination des prix et de transfert des risques qui incombent aux bourses de produits, ni même qu'elles aient une quelconque utilité économique ou sociale. Ces transactions ont énormément retenu l'attention car il a été allégué qu'elles étaient à l'origine de ce qu'il est convenu d'appeler le «krach éclair» du 6 mai 2010 sur les marchés d'actions aux États-Unis. Certains observateurs considéraient aussi que ces transactions étaient à l'origine de l'instabilité accrue des prix sur les marchés du sucre entre novembre 2010 et février 2011⁴². Une taxe sur les transactions ou des dépôts en espèces obligatoires s'appliquant de façon plus large à tous les investisseurs financiers rendraient les prises de position d'autant plus coûteuses qu'elles impliquent davantage d'effet de levier (c'est-à-dire qu'elles sont financées par l'emprunt). Ces mesures auraient donc des effets similaires à ceux des limites de position, mais elles soulèveraient aussi les mêmes problèmes de définition.

4. Mécanismes contre les bulles spéculatives

Dans le passé, les accords internationaux de produits de base qui comportaient des dispositions prévoyant des stocks régulateurs au niveau international et/ou des mesures de contrôle de l'offre ont souvent permis de stabiliser les prix. Mais on s'accorde à reconnaître que ces mécanismes n'ont pas été très efficaces pour ce qui est d'atténuer l'instabilité des prix. Ils fonctionnaient mieux pour modérer les mouvements baissiers que les mouvements haussiers. En cas de poussée des prix, l'autorité responsable des stocks régulateurs ne peut mettre sur le marché que ce qu'elle a acheté auparavant, et dès lors que son stock est épuisé il n'y a plus d'autre moyen de contenir les hausses de prix. C'est essentiellement pour ces raisons que ces mécanismes de stocks régulateurs au niveau international soit se sont désagrégés, soit ont été remplacés par des accords dont le rôle essentiel était de fournir des informations concernant les marchés (Gilbert, 2011).

Tout mécanisme de stabilisation des prix soulève une importante difficulté: parvenir à déterminer un prix d'équilibre et établir à quel moment les prix du marché se sont éloignés de leur point d'équilibre. On considère en général que puisque les autorités responsables des stocks régulateurs ne peuvent pas avoir des informations plus complètes et de meilleure qualité que les acteurs du marché, toute intervention sur le marché risque de faire plus de mal que de bien (voir par exemple Wright, 2009). Le mécanisme d'intervention et de réserve virtuelles proposé par von Braun et Torero (2008) et par Martins-Filho, Yao et Torero (2011) offre une possibilité de contourner ce problème⁴³. Ces auteurs proposent un modèle économétrique qui déterminerait à partir de quel moment les mouvements de prix observés sont anormalement importants par rapport à un paramètre défini au préalable, par exemple une probabilité de 5 % qu'il se produira une variation de prix de cette ampleur. La survenue de cet événement signalerait aux opérateurs et aux autorités chargés de la réglementation qu'il se passe quelque chose d'anormal sur les marchés. Ce mécanisme n'aurait donc pas besoin de définir un prix d'équilibre. Les opérateurs réagiraient au signal lui-même, ce qui rendrait superflue une intervention

des autorités. Les auteurs en question font valoir que si les opérateurs ne réagissaient pas pour ramener l'instabilité des prix dans des limites plus normales, un comité technique autonome pourrait intervenir en prenant des positions courtes sur les marchés à terme (c'est-à-dire en s'engageant à vendre le produit à un prix spécifié à une date spécifiée) afin de réduire l'instabilité excessive des prix. Comme l'autorité en question interviendrait sur les marchés à terme et non pas sur le marché physique, elle n'aurait pas à supporter des frais importants de stockage⁴⁴.

Le mécanisme d'intervention virtuelle proposé impliquerait l'adoption d'un outil technique supplémentaire assez complexe, dont le fonctionnement ne serait pas très différent de celui des appels de marge que les bourses de produits de base imposent assez régulièrement⁴⁵. Sur la Bourse de commerce

de Chicago par exemple, le service de gestion du risque et de surveillance des marchés détermine ces marges sur la base de facteurs quantitatifs comme l'instabilité accrue des prix, et aussi de facteurs qualitatifs comme le caractère saisonnier ou la publication d'éléments d'information pertinents. Si

l'on s'en remet à des facteurs observables, tels que des mouvements des prix au-delà de limites définies au préalable, l'évolution des dépôts de garantie exigés devient largement prévisible (c'est-à-dire que les signaux que les appels de marge adressent aux marchés sont similaires à ceux qu'implique le mécanisme d'intervention virtuelle). Si les dépôts de garantie exigés sont conçus pour faire en sorte que les bourses disposent de capitaux suffisants pour couvrir les pertes attendues causées par les opérateurs en situation de défaut, leur variation peut avoir d'importants effets sur les prises de position et sur les prix. Par exemple, les hausses successives des dépôts de garantie exigés pour l'argent et pour le pétrole ont sans guère de doute joué un rôle important dans la correction des prix des produits intervenue au début de mai 2011.

Le problème des appels de marge est que l'augmentation des coûts des opérations qu'ils impliquent peut obliger les petits opérateurs à dénouer leurs positions, tandis que les gros opérateurs pourront mieux supporter ces coûts et maintenir en partie au moins leurs positions. Les petits utilisateurs commerciaux

Les accords internationaux de produits de base n'ont guère été efficaces pour atténuer l'instabilité des prix.

risquent donc d'être pénalisés de façon excessive par ces appels de marge. Un autre problème est que les appels de marge s'inscrivent dans une perspective réglementaire microprudentielle: ils protègent le marché boursier concerné des risques de défaut mais ils ne prennent pas en compte les effets induits sur les positions et les prix qui peuvent provoquer une vague de désendettement et des ondes de choc involontaires affectant les différents marchés d'actifs⁴⁶.

Le problème pourrait être résolu si les autorités de surveillance des marchés étaient chargées d'intervenir directement, mais *ponctuellement*, sur les marchés des produits de base en achetant ou en vendant des contrats de produits dérivés pour dégonfler les bulles de prix⁴⁷. Ces interventions pourraient être considérées comme une mesure de dernier ressort pour lutter contre les bulles spéculatives s'il n'avait pas été entrepris de réformes pour améliorer la transparence des marchés et mieux les réglementer, comme vu plus haut, ou bien si ces réformes s'étaient révélées inefficaces (par exemple à cause de problèmes de définition). Et il ne serait recouru à cette intervention que si l'on considérait qu'une utilisation possible d'appels de marge (qu'il faudrait mieux coordonner sur l'ensemble des places boursières) pour lutter contre les bulles de prix aurait des effets très préjudiciables sur la participation des petits utilisateurs commerciaux des bourses de produits et soulèverait de sérieux risques d'ondes de choc involontaires. Si le mécanisme de déclenchement pouvait être très largement réglementé, et par conséquent prévisible, l'intervention proprement dite impliquerait nécessairement quant à elle une certaine part de jugement. En

À titre de mesure de dernier ressort pour éviter ou dégonfler les bulles spéculatives, les autorités de surveillance des marchés pourraient être chargées d'intervenir directement, mais *ponctuellement*, sur les marchés des produits de base en achetant ou en vendant des contrats de produits dérivés.

effet, pour les produits de base des bulles de prix se forment notamment parce que l'évolution des autres marchés d'actifs a un effet accru sur les marchés de ces produits, en raison de la financiarisation du négoce des produits de base; il arrive aussi qu'une bulle spéculative se forme progressivement et non pas sous l'effet d'une poussée soudaine et anormalement forte des prix. Il a donc parfois été émis des doutes quant à la capacité des autorités de surveillance des marchés ou des institutions publiques de comprendre et de suivre le marché, mais ces doutes sont sans fondement car il n'y a pas de raison que ces organismes n'appréhendent pas le problème tout aussi bien que les autres acteurs du marché;

sur les marchés qui se prêtent à des comportements grégaires, chacun a accès aux mêmes informations, comme on l'a vu plus haut dans la section C. En outre, contrairement aux autres acteurs du marché, l'autorité ou l'entité chargée d'intervenir n'aurait aucune raison de s'engager dans l'une quelconque des formes de comportement grégaire intentionnel examinées dans la section C.2. Elle pourrait au contraire interrompre les «cascades d'information» qui nourrissent de tels comportements, en annonçant à un moment donné qu'elle considère que les prix ne reflètent absolument plus les fondamentaux⁴⁸. Par conséquent et comme pour les marchés des changes et, plus récemment, les marchés obligataires, l'autorité de surveillance des marchés ou autre entité compétente devrait pouvoir intervenir de façon ciblée et ponctuelle sur les marchés des actifs en tant que contrepartiste ou en qualité d'institution capable de rétablir l'équilibre sur le marché dès lors qu'il apparaît évident que ce dernier est en situation de surréaction. ■

Notes

- 1 Le degré de transformation des biens de consommation finale agit lui aussi sur la transmission des prix. Des infrastructures nationales insuffisantes et des structures de marché généralement sous-développées ou inefficaces peuvent aussi être d'importants obstacles à la transmission des prix en raison des coûts élevés de transport et de transaction.
- 2 Les produits dérivés adossés aux produits de base incluent les contrats à terme et les contrats d'options négociés sur les bourses de produits organisées, ainsi que les contrats à livraison différée, les contrats d'options et les swaps négociés sur les marchés de gré à gré. Un produit dérivé est un produit financier, en général un contrat entre deux parties ou plus, dont la valeur dépend d'un ou de plusieurs actifs sous-jacents, comme un contrat à terme ou un indice de produits de base, ou qui y est adossée.
- 3 Ces constatations empiriques étaient en contradiction avec celles notamment du FMI (2008), de Kilian et Hicks (2009), d'Irwin et Sanders (2010) et de Sanders et Irwin (2010), mais les études universitaires et les analyses plus récentes valident de plus en plus l'idée que les investisseurs financiers ont une influence sur les prix des produits de base (voir par exemple Büyüksahin et Robe, 2010; Gilbert, 2010a; Tang et Xiong, 2010; Kaufmann, 2011; et Singleton, 2011).
- 4 On a coutume de citer pour le démontrer certains exemples de bulles de produits de base créées par les investisseurs financiers, y compris la spéculation sur les tulipes en Hollande autour de 1630, la bulle du Mississippi en France et la bulle des mers du Sud en Angleterre au début des années 1700 (Garber, 1990).
- 5 Pour une discussion détaillée sur l'évolution des exemptions de limites de position pour les investisseurs sur indices intervenant sur les marchés de produits de base, voir United States Senate, 2011: 82-83.
- 6 On entend par valeur notionnelle la valeur du produit de base sous-jacent. Mais comme les opérateurs intervenant sur les marchés de produits dérivés ne possèdent pas ou n'achètent pas le produit de base sous-jacent, la valeur notionnelle n'est qu'une valeur de référence fondée sur les prix sous-jacents.
- 7 Pour un examen plus détaillé, voir CNUCED, 2011.
- 8 On entend par opérateurs réagissant aux rumeurs les investisseurs qui prennent leurs décisions sans tenir compte des fondamentaux. Ils interviennent en général au mauvais moment, ils suivent les tendances, et ils réagissent de façon excessive aux bonnes comme aux mauvaises nouvelles.
- 9 Il existe quantité de données d'expérimentation sur les erreurs de jugement persistantes dans la prise de décision (voir par exemple Ariely, 2010).
- 10 La pratique des transactions instantanées est une technique complexe d'opérations algorithmiques à très grande vitesse. Contrairement aux autres types d'opérations algorithmiques, qui se concentrent sur les niveaux des prix et maintiennent les positions pendant un certain temps, les opérateurs qui l'utilisent cherchent à bénéficier de l'instabilité des prix et dénouent en général leurs positions en fin de séance. Cette pratique a particulièrement retenu l'attention car il a été allégué qu'elle était à l'origine du «krach éclair» du 6 mai 2010 sur les marchés boursiers des États-Unis. Selon certains observateurs, l'instabilité accrue des prix sur les marchés du sucre depuis novembre 2010 serait due elle aussi à ces opérations algorithmiques («High-speed trading blamed for sugar rises», *Financial Times*, 8 février 2011).
- 11 Selon la théorie de l'investissement reposant sur l'efficacité des marchés, il est impossible de «faire mieux que le marché», car compte tenu de l'efficacité du marché des titres les prix des titres existants incorporent et reflètent toujours toutes les informations pertinentes. Les titres sont donc toujours négociés à leur juste valeur sur le marché, ce qui prive les investisseurs de la possibilité d'acheter des titres sous-évalués ou de vendre des titres à des prix excessifs. Il serait impossible par conséquent de faire mieux que le marché dans son ensemble, même en sélectionnant soigneusement les titres ou le moment d'intervenir sur le marché, et le seul moyen pour un investisseur d'optimiser ses profits serait de s'engager dans des investissements plus risqués.
- 12 On observe des mécanismes similaires quand les investisseurs suivent l'avis d'analystes qui donnent trop d'importance aux informations publiques et pas assez à leurs propres informations dans les messages qu'ils transmettent. Ce souci de conformité par rapport aux messages des autres analystes fait que les investissements dans l'actif recommandé augmentent de même que les profits correspondants, ce qui renforce encore la réputation des analystes.
- 13 Il apparaît à première vue que les informations communiquées par le Département de l'agriculture des États-Unis (USDA) sur le bétail et les cultures ont des effets significatifs sur les prix.
- 14 Les prédictions de prix peuvent avoir un effet important si elles viennent d'une source réputée. Ainsi, Arjun Murti, un analyste de Goldman Sachs, s'est

- acquis une immense réputation entre 2004 et 2008 quand ses prédictions répétées d'une hausse toujours plus forte des prix du pétrole ont été apparemment validées par l'évolution du marché. Selon les médias, d'autres investisseurs se sont demandés si les propres opérateurs de Goldman Sachs avaient bénéficié des prédictions, mais le responsable de la banque a rejeté ces accusations («An oracle of oil predicts \$200-a-barrel crude», *New York Times*, 21 mai 2008).
- 15 Même si ce «nombre réel» est forcément hypothétique, la publication fréquente de données désagrégées sur les positions prises par les différentes catégories d'opérateurs sur les marchés à terme et les marchés de gré à gré pourrait être utile dans ce contexte.
 - 16 Selon Phillips et Yu (2010), ce problème peut être surmonté en utilisant un critère d'information plutôt que le début de la série de données pour déterminer la date de la première observation.
 - 17 Les données pour ces catégories sont disponibles seulement depuis septembre 2009, date à laquelle la CFTC a commencé de publier les rapports intitulés *Disaggregated Commitment of Traders* (DCOT). La présente analyse ne tient pas compte des «opérateurs non déclarants» (petits opérateurs qui ne sont pas tenus de communiquer leurs positions) ni des «autres opérateurs déclarants» (tous ceux qui ne figurent dans aucune des trois catégories mentionnées). Les positions prises par les opérateurs de cette dernière catégorie sont généralement négligeables mais peuvent, à certains moments, devenir plus importantes, comme sur le cacao, le coton et le soja au début de 2011. Pour en savoir davantage sur ces catégories d'opérateurs et sur l'évolution de la communication des positions par la CFTC, voir CNUCED, 2011: 18-19.
 - 18 Il s'agit là d'une approximation grossière. En fait, la catégorie des opérateurs sur indices dans les rapports *Supplementary Commodity Index Traders* (CIT) ne correspond pas à la catégorie des opérateurs sur swap des rapports DCOT, parce que celle-ci inclut des opérateurs sur swap qui ne prennent pas de positions en fonction d'indices de produits et qui ne font donc pas partie de la catégorie des opérateurs sur indices des rapports CIT. De plus, la catégorie des opérateurs sur indices des rapports CIT inclut les fonds de pension et les autres fonds d'investissement qui interviennent directement sur les marchés à terme plutôt que de passer par un opérateur sur swap; dans les rapports DCOT, ces opérateurs sont classés dans la catégorie des fonds gérés activement ou des autres déclarants (voir aussi Irwin et Sanders, 2010).
 - 19 Par souci de simplification, ces graphiques montrent les positions nettes de trois catégories d'opérateurs seulement, excluant la catégorie «autres opérateurs déclarants». Le graphique concernant le maïs omet également la catégorie «opérateurs sur swap», dont les positions correspondent étroitement à celles des «opérateurs sur indices de produits» (CIT). Aucune donnée n'existe pour cette catégorie d'opérateurs en ce qui concerne le pétrole brut et le graphique correspondant ne fait apparaître que la catégorie des opérateurs sur swap. Il convient toutefois de noter que, contrairement à ce qui se passe pour les produits agricoles, les positions prises par les opérateurs de swap et les opérateurs sur indices pour les produits énergétiques, tels que le pétrole brut, peuvent afficher des différences sensibles. Cela s'explique par le fait que les opérateurs sur swap qui interviennent sur les marchés agricoles ne réalisent que quelques transactions non reliées aux indices. Il en va tout autrement sur les marchés de l'énergie, et c'est la raison pour laquelle la CFTC a exclu les produits énergétiques de ses rapports CIT. La CFTC (2008) estime qu'en 2007-2008, moins de la moitié des positions longues prises par les opérateurs sur swap sur les marchés à terme de pétrole brut étaient liées à des fonds indiciaires. Cela peut aussi expliquer pourquoi les positions prises par ces opérateurs sur swap sur ce marché ont été beaucoup plus instables que celles prises sur les produits agricoles.
 - 20 Un ratio positions longues/positions courtes élevé ou croissant peut être considéré comme l'indication d'un comportement grégaire de la part d'investisseurs pariant sur une hausse des prix, puisqu'il montre que ces investisseurs sont plus nombreux à prendre des positions longues. Comme les marchés du pétrole brut étaient extrêmement liquides dans la période entre février et mai 2011, les variations du ratio ne peuvent pas s'expliquer par l'effet statistique dû à un marché trop étroit.
 - 21 Le bref rebond des prix du pétrole, dans la dernière semaine de mai, a été précédé par un triplement du ratio positions longues/positions courtes des gérants de fonds sur l'Intercontinental Exchange, où se négocie un contrat WTI similaire à celui traité sur le NYMEX, mais sur des volumes plus restreints.
 - 22 Pour plus d'informations, voir «Bubble Trouble» sur le BBC World Service, à l'adresse: <http://www.bbc.co.uk/programmes/p00gsmdd>; voir aussi *Metals Insider*, 27 avril 2011, Thomson Reuters, à l'adresse: <https://customers.reuters.com/community/newsletters/metals/MetalsInsider20110427.pdf>, ainsi que le blog à l'adresse: <http://ftalphaville.ft.com>.
 - 23 Le Gouvernement chinois a durci les règles relatives à ces transactions financières en avril, entraînant une baisse des stocks et des prix du cuivre; pour plus d'informations, voir Weiss, «China and copper – A dangerous carry trade», 16 mai 2011, à l'adresse: http://www.cnbc.com/id/43045324/China_and_Copper_A_Dangerous_Carry_Trade.
 - 24 Comme Basu et Gavin (2011: 44-46) l'ont montré de façon plus détaillée à partir d'autres constatations empiriques, Gorton et Rouwenhorst (2006) ont constaté qu'il existait une corrélation négative statistiquement significative entre les rendements des actions et ceux

des contrats à terme de produits de base uniquement sur d'assez longues périodes, de cinq ans par exemple. Pour les périodes de brève durée la corrélation était proche de zéro, et pour les périodes inférieures à un an elle était négative mais pas statistiquement significative.

- 25 Les tests statistiques montrent que l'évolution de la moyenne de la corrélation après l'éclatement de la bulle des marchés d'actions en 2000 est fortement significative même si la période d'après crise est exclue. Les constatations sont qualitativement similaires, bien que numériquement moins nettes, si l'on utilise l'indice hors énergie S&P GSCI à la place de l'indice des produits de base hors énergie Dow Jones-UBS Commodity Index (DJ-UBSCI).
- 26 Les auteurs d'une étude économétrique récente (Anzuini, Lombardo et Pagano, 2010) sur l'effet des conditions monétaires sur les prix des produits de base ont examiné les trois moyens directs (et non indirects, comme la demande agrégée mondiale, l'inflation attendue et une dépréciation du dollar) par lesquels une baisse des taux d'intérêt à court terme pouvait pousser à la hausse les prix des produits de base: i) une augmentation de la demande, puisque des taux d'intérêt plus bas réduisent les coûts d'opportunité liés à la détention de stocks; ii) une baisse de l'offre, puisque des taux d'intérêt bas réduisent l'incitation à extraire des ressources épuisables; et iii) un renforcement des positions des investisseurs financiers sur les marchés des produits de base, puisque des taux d'intérêt plus bas réduisent le coût du maintien (par exemple à cause d'un «effet de levier inverse» de positions spéculatives. Selon ces auteurs, «l'effet de la politique monétaire sur les prix des produits de base est assez limité, mais statistiquement significatif» (Anzuini, Lombardo et Pagano, 2010: 5). Ils ont établi aussi que parmi les trois moyens directs retenus, les positions financières avaient de loin le plus fort effet sur les prix. Mais ces auteurs n'ont pas testé l'effet sur les prix des mesures de politique monétaire non conventionnelles adoptées en 2010-2011, en particulier par la Réserve fédérale des États-Unis, et qui consistaient à maintenir des taux d'intérêt à court terme très bas et à assouplir les conditions monétaires et financières, pour ces dernières en communiquant son intention de maintenir des taux directeurs bas et en procédant à d'important achats d'actifs financiers. Comme il n'est pas exclu que ces mesures aient renforcé les perspectives d'inflation et pesé à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme, il est possible que l'effet sur les prix des produits de base des mesures de politique monétaire prises après la crise ait été un peu plus important. Mais aucune évaluation quantitative de ces effets potentiels n'est disponible à ce jour. C'est l'étude de Kawamoto *et al.* (2011) qui se rapproche le plus d'une évaluation quantitative. Faisant l'hypothèse que les mesures d'assouplissement monétaire non conventionnelles avaient rendu les investisseurs financiers relativement confiants quant au fait qu'il n'y aurait pas dans un avenir immédiat de relèvement inattendu des taux d'intérêt, ces auteurs évaluent de manière approchée l'effet sur les prix des produits de base d'un assouplissement monétaire non conventionnel en fonction du regain d'appétit pour le risque des investisseurs financiers, mesuré par la hausse des prix des actions. Mais en termes de politiques, il semblerait inapproprié d'utiliser la politique monétaire comme un instrument pour contenir cette «recherche de rendement» des investisseurs financiers. Des mesures de réglementation – et des mécanismes plus ciblés comme ceux passés en revue dans la section E du présent chapitre – apparaissent plus appropriés contre les risques de bulles des prix des actifs.
- 27 Au début des années 1990, beaucoup de pays dans le monde ont connu des récessions, mais qui ne se sont pas produites simultanément. En Allemagne, par exemple, la forte expansion économique après la réunification a retardé le ralentissement cyclique. C'est pourquoi on considère qu'il n'y a pas eu de récession pour le monde dans son ensemble.
- 28 Comme ces séries chronologiques ne débutent qu'en 1991, pour la période 1975-1991 on a élaboré une série supplétive sur la base des taux de croissance ressortant des séries pour la production industrielle établies par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) pour tout ses États membres. Les chiffres de l'OCDE pour la production industrielle et ceux de la production industrielle mondiale font apparaître une dynamique assez semblable au début des années 1990 – c'est-à-dire avant que la forte croissance des pays émergents vienne bouleverser cette similitude.
- 29 Il est à noter que même si cette pression sur les prix importée reposait sur les fondamentaux, un resserrement de la politique monétaire n'était pas la bonne réponse puisqu'elle impliquait de réagir à un choc au niveau de l'offre par des mesures qui concernaient la demande.
- 30 On entend par «carry trade» une stratégie dans laquelle un investisseur vend une monnaie avec un taux d'intérêt relativement bas (dite «monnaie de financement») et utilise ces fonds pour acheter des actifs à court terme libellés dans une monnaie différente procurant un taux d'intérêt plus élevé.
- 31 Pour des informations plus détaillées sur les mesures de réglementation prévues aux États-Unis pour faire face à ce problème, voir la loi Dodd-Frank de 2010, art. 727 et 763, ainsi que Gensler, 2010.
- 32 Ces exemptions sont envisagées à l'article 721 de la loi Dodd-Frank de 2010.
- 33 Le projet de loi de 2008 contre la spéculation excessive sur l'énergie que les sénateurs Lieberman et Collins ont présenté au Sénat des États-Unis le 25 juillet 2008 proposait de fixer des limites de position

- pour les opérateurs sur les marchés de produits dérivés liés à l'énergie qui seraient globales, plutôt que pour chaque marché. Mais le projet n'a pas bénéficié d'un appui suffisant pour que ses coauteurs puissent déclarer le débat clos (voir [http://ecip.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d110:SN03268: @@@L&summ2=m&](http://ecip.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d110:SN03268:@@@L&summ2=m&)). Comme expliqué par Greenberger (2009), les limites de position globales s'appliqueraient à l'«entité dans le cadre de laquelle s'effectuent les opérations sur les produits physiques» et les opérateurs dépendant de cette entité pourraient agir comme ils le veulent, dans ces limites, sur tout marché à terme ou marché de gré à gré réglementé ou non réglementé, le fait que le cadre des opérations soit réglementé ou non n'important plus.
- 34 Les adversaires de ces limites de position font souvent valoir que les grands investisseurs institutionnels (comme les fonds de pension ayant pris traditionnellement des positions indicielles étendues mais passives) qui ne font pas partie des arbitragistes en couverture de bonne foi apportent de la liquidité aux marchés, et rendent ainsi ces arbitragistes moins tributaires pour trouver une contrepartie de petits spéculateurs qui rendraient leurs opérations plus difficiles et plus coûteuses. Mais si l'on peut admettre en principe que la présence d'acteurs plus nombreux et plus importants facilite la recherche d'une contrepartie, les marchés de produits dérivés ont une fonction de détermination des prix qui exige que les positions soient prises sur la base des fondamentaux du marché. Or ce n'est pas le cas des investisseurs institutionnels, qui investissent généralement dans les produits de base dans le souci de diversifier leur portefeuille.
- 35 Pour un exemple récent, voir l'affaire *Glencore* largement commentée dans les médias, notamment par Blas et Farchy, 2011.
- 36 Les transactions instantanées sont une méthode complexe de transactions algorithmiques à très grande vitesse.
- 37 Voir: *Financial Times*, «High-speed trading blamed for sugar rises», 8 février 2011.
- 38 Il a été proposé aussi un système de taxation différenciée des transactions sur les marchés de produits dérivés adossés aux produits de base. Dans ce système, une surtaxe progressive sur les transactions serait perçue dès que les prix commencent à dépasser une certaine fourchette définie sur la base des fondamentaux du marché (Nissanke, 2010).
- 39 L'organisme en question aurait néanmoins besoin de fonds pour acheter les contrats à terme. Les auteurs proposent que ces fonds soient fournis par le groupe des pays participant au mécanisme d'intervention et de réserve virtuelles.
- 40 Le présent paragraphe et celui qui le suit sont tirés en partie de *The Wall Street Journal*, CORRECT: Margin increases didn't cause silver slide – CME Clearing Executive, 6 mai 2011, voir: <http://online.wsj.com/article/BT-CO-20110506-714080.html>; Pirrong C., No margin for error, 9 mai 2011, voir: <http://streetwiseprofessor.com/?p=5114>; et Leff J. et Gibbons R., Analysis—Commodity price margins: Art, science or politics?, 12 mai 2011, voir: <http://www.reuters.com/article/2011/05/12/us-exchange-margin-idUSTRE74B0N320110512>.
- 41 Un autre problème encore est que les dépôts de garantie exigés sont fixés par les bourses, ce qui signifie que leur niveau et le moment où ils deviennent exigibles peuvent varier d'une bourse à une autre. Il peut en résulter une incertitude parmi les acteurs du marché.
- 42 Les coûts de ces interventions pourraient sans doute être facilement financés à l'aide de la taxe proposée sur les transactions instantanées, comme mentionné plus haut. Une autre formule pourrait consister à imposer aux investisseurs financiers des exigences additionnelles de fonds propres, mais cela soulèverait aussi des problèmes de définition pour déterminer si les opérateurs intervenant sur le marché sont de nature purement commerciale ou financière.
- 43 En ce qui concerne le moment où il conviendrait effectivement de procéder à cette intervention ponctuelle, il apparaît intéressant de faire un autre parallèle avec les interventions sur les marchés des changes. Il y a des années déjà, un ancien président de la Deutsche Bundesbank, Emminger (1982: 16-17), auquel il pouvait difficilement être reproché d'être un adversaire des marchés, déclarait ceci: «J'admets très volontiers que les autorités monétaires n'ont pas le moyen de savoir exactement quel est le "bon" taux de change. Mais on peut dans la plupart des cas déterminer à quel moment un taux de change apparaît tout à fait injustifié, a des effets de déstabilisation et de distorsion, et risque de s'inverser à nouveau.» (italique dans l'original).

Bibliographie

- Abreu D. et Brunnermeier M. K. (2003). Bubbles and crashes. *Econometrica*, 71(1): 173-204.
- AIE (Agence internationale de l'énergie) (2009). *Medium-Term Oil Market Report*. Paris, OCDE/AIE.
- Anzuini A., Lombardo M. J. et Pagano O. (2010). The impact of monetary policy shocks on commodity prices. Working Paper No. 1232, Banque centrale européenne, Francfort, août.
- Ariely D. (2010). *Predictably Irrational*. New York et Londres, Harper Perennial.
- Avery A. et Zemsky P. (1998). Multidimensional uncertainty and herd behaviour in financial markets. *American Economic Review*, 88(4): 724-748.
- Banerjee A. (1992). A simple model of herd behaviour. *Quarterly Journal of Economics*, 107(3): 797-818.
- Barclays Capital (divers numéros). *The Commodity Investor*. Commodities Research, Barclays Bank PLC, Londres.
- Bargawi H. (2009). Assessing the impact of commodity prices on producers in low-income countries. *Development Viewpoint*, 36, mars.
- Basu P. et Gavin W. T. (2011). What explains the growth in commodity derivatives? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 93(1): 37-48.
- Bikhchandani S., Hirshleifer D. et Welch I. (1992). A theory of fads, fashion, custom and cultural change as informational cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5): 992-1026.
- Bikhchandani S. et Sharma S. (2001). Herd behaviour in financial markets. *IMF Staff Papers*, 47(3): 279-310, Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- Blas J. et Farchy J. (2011). Glencore reveals bet on grain price rise. *The Financial Times*, 24 avril. Voir: <http://www.ft.com/cms/s/0/aea76c56-6ea5-11e0-a13b-00144feabdc0.html#axzz1KtsjV7En>.
- Bry G. et Boschan C. (1971). Cyclical analysis of time series: Selected procedures and computer programs. NBER Technical Paper 20, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, États-Unis.
- Büyüksahin B. et Robe M. A. (2010). Speculators, commodities and cross-market linkages (non publié). Voir: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1707103.
- CFTC (2008). Staff report on commodity swap dealers & index traders with Commission recommendations, Washington, D. C. Voir: <http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/cftcstaffreportonswapdealers09.pdf>.
- Chilton B. (2011). Statement regarding position limits and interim position points, 4 janvier. Voir: <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/chiltonstatement010411.html>.
- Cipriani M. et Guarino A. (2008). Herd behaviour and contagion in financial markets. *The B.E. Journal of Theoretical Economics*, 8(1): Article 24.
- CNUCED (2011). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*. New York et Genève, Nations Unies, juin.
- CNUCED, (2009). *La crise mondiale: défaillances systémiques et mesures correctives multilatérales*. New York et Genève, Nations Unies.
- CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement, 2008. Prix des produits de base, flux de capitaux et financement de l'investissement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.08.II.D.21, New York et Genève.
- CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement, 2009. Faire face à la crise mondiale – Atténuation des changements climatique et développement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.09.II.D.16, New York et Genève.
- Commission européenne (2010). Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. Document COM(2010) 484 final. Bruxelles, 15 septembre.
- De Long J. B., Shleifer A., Summers L. H. et Waldmann R. J. (1990a). Noise trader risk in

- financial markets. *Journal of Political Economy*, 98(4): 703-738.
- De Long J. B., Shleifer A., Summers L. H. et Waldmann R. J. (1990b). Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation. *Journal of Finance*, 65(2): 379-395.
- Devenow A. et Welch I. (1996). Rational herding in financial economics. *European Economic Review*, 40(3-5): 603-615.
- Emminger O. (1982). Exchange rate policy reconsidered. Occasional Paper 10, Group of Thirty, New York, NY.
- Erb C. B. et Harvey C. R. (2006). The strategic and tactical value of commodity futures. *Financial Analysts Journal*, 62(2): 69-97.
- Fajarnes P. (2011). An overview of major sources of data and analyses relating to physical fundamentals in international commodity markets. *UNCTAD Discussion Paper No. 202*, CNUCED, Genève, juin.
- FAO (2008). Crop prospects and food situation. Rome, avril.
- FAO et al. (2011). *Price Volatility in Food and Agricultural Markets: Policy Responses*. Policy report including contributions by FAO, IFAD, IMF, OECD, UNCTAD, WFP, the World Bank, the WTO, IFPRI and the UN HLT. Voir: http://www.unctad.org/en/docs/2011_G20_FoodPriceVolatility_en.pdf.
- FMI (2008). *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, chapitre I, annexe 1.2. Washington, D. C.
- FMI (2010). *Perspectives de l'économie mondiale*, avril. Washington, D. C.
- Friedman M. (1953). The case for flexible exchange rates. In: Friedman M., *Essays in Positive Economics*. Chicago, University of Chicago Press.
- G-20 et G-8 (2011). Les priorités de la présidence française. Voir: <http://www.g20-g8.com/g8-g20/g20/français/accueil.1.html>.
- Garber P. M. (1990). Famous first bubbles. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2): 35-54.
- Gensler G. (2010). Remarks before the ISDA Regional Conference, 16 septembre. Voir: <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opagensler-50.html>.
- Gilbert C. L. (2010a). Speculative influences on commodity futures prices 2006-2008. *UNCTAD Discussion Paper No. 197*, CNUCED, Genève, mars.
- Gilbert C. L. (2010b). How to understand high food prices. *Journal of Agricultural Economics*, 61(2): 398-425.
- Gilbert C. L. (2011). An assessment of international commodity agreements for commodity price stabilization. In: Prakash A., éd., *Safeguarding Food Security in Volatile Markets*, Rome, FAO: 231-257.
- Gorton G., Hayashi F. et Rouwenhorst K. G. (2007). The fundamentals of commodity futures returns. NBER Working Paper No. 13249, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, États-Unis, juillet.
- Gorton G. et Rouwenhorst K. G. (2006). Facts and fantasies about commodity futures. NBER Working Paper No. 10595, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, États-Unis, mars.
- Greenberger M. (2009). Testimony on behalf of the Americans for Financial Reform before the Commodity Futures Trading Commission on Excessive Speculation: Position Limits and Exemptions, 5 août. Voir: http://www.michaelgreenberger.com/files/CFTC_AFR_Sign_On_Testimony_August_3.pdf.
- Gromb D. et Vayanos D. (2010). Limits of arbitrage. *Annual Review of Financial Economics*, 2: 251-275.
- Hernandez M. et Torero M. (2010). Examining the dynamic relationship between spot and future prices of agricultural commodities. IFPRI Discussion Paper No. 00988, International Food Policy Research Institute, Washington, D. C., juin.
- Hirshleifer D. et Teoh S. H. (2003). Herd behaviour and cascading in capital markets; a review and synthesis. *European Financial Management*, 9(1): 25-66.
- Irwin S. H. et Holt B. R. (2005). The effect of large hedge fund and 2CTA trading on futures market volatility. In: Gregoriou G. N., Karavas V. N., Lhabitant F. S. et Rouah F., éd., *Commodity Trading Advisors: Risk, Performance Analysis and Selection*, Hoboken, NJ, États-Unis, Wiley.
- Irwin S. H. et Sanders D. R. (2010). The impact of index and swap funds on commodity futures markets: Preliminary results. Working Paper No. 27, OCDE-Alimentation, agriculture et pêcheries, Paris.
- Irwin S. H., Sanders D. R. et Merrin R. P. (2009). Devil or angel? The role of speculation in the recent commodity boom (and bust). *Journal*

- of Agricultural Applied Economics*, 41(2): 393-402.
- Irwin S. H. et Yoshimaru S. (1999). Managed futures, positive feedback trading, and futures price volatility. *The Journal of Futures Markets*, 19(7): 759-776.
- Kaufmann R. K. (2011). The role of market fundamentals and speculation in recent price changes for crude oil. *Energy Policy*, 39(1): 105-115.
- Kawamoto T., Kimura T., Morishita K. et Higashi M. (2011). What has caused the surge in global commodity prices and strengthened cross-market linkage? Working Paper No. 11-E-3, Bank of Japan, Tokyo, mai.
- Khan M. S. (2009). The 2008 oil price «bubble». Policy Brief 09/19, Peterson Institute for International Economics, Washington, D. C., août.
- Kilian L. et Hicks B. (2009). Did unexpectedly strong economic growth cause the oil price shock of 2003–2008? Discussion Paper No. 7265, Centre for Economic Policy Research, Londres, janvier.
- Krugman P. R. (2008). The oil nonbubble. *New York Times*, 12 mai.
- Martins-Filho C., Yao F. et Torero M. (2011). High order conditional quantile estimation based on nonparametric models of regression (non publié). University of Colorado. Voir: [http://spot.colorado.edu/~martinsc/Research_files/martins-filho-et-al\(2011\).pdf](http://spot.colorado.edu/~martinsc/Research_files/martins-filho-et-al(2011).pdf).
- Mayer J. (2011). The growing financialization of commodity markets: an empirical investigation (non publié). Genève, CNUCED, mars.
- Minot N. (2010). Transmission of world food price changes to markets in sub-Saharan Africa. IFPRI Discussion Paper No. 1059, International Food Policy Research Institute, Washington, D. C.
- Nissanke M. (2010). Mitigating commodity-dependence trap in LDCs through global facilities (non publié). London, School of Oriental and African Studies, University of London.
- OICV (2010). Report to the G-20. No.OR08/10. Task Force on Commodity Futures Markets, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Madrid, novembre.
- Phillips P. C. B. et Yu J. (2010). Dating the timeline of financial bubbles during the subprime crisis. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1770, Yale University, New Haven, CT, États-Unis, septembre.
- Robles M. et Torero M. (2009). Understanding the impact of high food prices in Latin America. *Economía*, 10(2): 117-164.
- Sanders D. R. et Irwin S. H. (2010). A speculative bubble in commodity futures prices: cross-sectional evidence. *Agricultural Economics*, 41(1): 25-32.
- Scharfstein D. et Stein J. (1990). Herd behaviour and investment. *American Economic Review*, 80(3): 465-479.
- Shleifer A. et Summers L. H. (1990). The noise trader approach to finance. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2): 19-33.
- Shleifer A. et Vishny R. W. (1997). The limits of arbitrage. *Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- Singleton K. (2011). Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices (non publié). Palo Alto, CA, États-Unis, Graduate School of Business, Stanford University. Voir: <http://www.stanford.edu/~kenneths/>.
- Tang K. et Xiong W. (2010). Index investment and financialization of commodities. NBER Working Paper No. 16385, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, États-Unis, septembre.
- United States Senate (2011). Executive summary: Excessive speculation in the wheat market. Permanent Subcommittee on Investigations. Première publication 24 juin 2009, réimprimé dans Institute for Agriculture and Trade Policy éd. (2011), *Excessive Speculation in Agricultural Commodities – Selected Writings from 2008-2011*. Minneapolis, MN, Institute for Agriculture and Trade Policy.
- von Braun J. et Torero M. (2008). Physical and virtual global food reserves to protect the poor and prevent market failure. Policy Brief 4, International Food Policy Research Institute, Washington, D. C., juin.
- Wright B. (2009). International grain reserves and other instruments to address volatility in grain markets. Policy Research Working Paper n° 5028, Banque mondiale, Washington, D. C., août.

Annexe au chapitre V

RÉFORME DE LA RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS D'INSTRUMENTS DÉRIVÉS ADOSSÉS AUX PRODUITS DE BASE

Les mouvements de prix extrêmes qui ont touché les produits de base au moment où a éclaté la crise financière en 2007-2008 ont suscité un vif débat sur les changements qui s'imposaient dans la réglementation des marchés de produits de base et dans son application. En particulier, l'ampleur du processus de désendettement qui a accompagné l'effondrement des prix de ces produits en 2008 a illustré à quel point les prix sur les marchés d'actifs mondiaux, y compris ceux des produits de base, sont devenus interdépendants, dès lors que les fluctuations des prix des actifs font partie intégrante des risques encourus par les établissements financiers.

Les décideurs et les organismes réglementaires ont jugé que la réforme de la réglementation des marchés de produits de base devait s'inscrire dans le cadre de réformes plus générales des marchés financiers. Ces réformes visent à accroître la transparence et l'efficacité de la réglementation pour la réduction des risques financiers, ainsi qu'à assurer une plus grande harmonisation des règles appliquées sur différents territoires afin de limiter les possibilités de «choisir» entre les réglementations (autrement dit le déplacement des transactions vers des lieux où la réglementation est perçue comme moins contraignante).

La présente annexe donne un bref aperçu des propositions de réforme élaborées par les organismes spécialement habilités au niveau international, ainsi que par les décideurs et les autorités réglementaires des États-Unis et de l'UE (où se trouvent les principaux marchés à terme de produits). Ces propositions

procèdent du constat que l'utilisation d'instruments dérivés complexes dans des conditions de transaction souvent opaques a joué un rôle majeur dans le déclenchement de la crise et dans sa propagation ensuite aux marchés d'actifs. En ce qui concerne les marchés de produits de base, les trois principaux secteurs de réforme concernent: i) l'amélioration de la transparence des opérations sur les produits dérivés; ii) l'extension de la réglementation applicable aux places boursières aux marchés de gré à gré; et iii) la limitation des positions détenues par les participants au marché.

Le but ici n'est pas d'évaluer les différents projets de législation¹. Il n'en reste pas moins évident que leur adoption et leur application entraîneraient d'importants changements dans les règles et les pratiques du commerce des produits de base. Cela contribuerait très certainement à rendre la formation des prix des produits de base moins vulnérable aux conséquences indues de l'activité des investisseurs financiers. Et ce serait aussi une réponse à des problèmes à plus long terme liés à la transparence des marchés, à l'instabilité des prix et à l'extension de la contagion aux différents marchés d'actifs résultant de l'exposition au risque des investisseurs financiers. Néanmoins – en raison peut-être de la longueur du processus de consultation avec les acteurs de marché pour parvenir à élaborer des règles complètes, et des fonds importants nécessaires pour achever et mettre en place les réformes réglementaires envisagées –, pratiquement aucune réforme n'a été adoptée et appliquée à ce jour.

Le programme d'action de la communauté internationale

Le débat international sur la réforme financière s'était déjà engagé sur un certain nombre de sujets concernant directement les marchés financiers au lendemain de la crise financière asiatique de 1997-1998. Après l'éclatement de la crise actuelle, il a été élargi à d'autres questions, dont celle des produits de base. Les Ministres des finances du G-8 réunis à Osaka en juin 2008 se sont déclarés préoccupés du fonctionnement de certains marchés d'instruments dérivés adossés aux produits de base, et ont demandé que l'on examine le fonctionnement et la réglementation de ces marchés². Comme suite à cette demande, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a créé en septembre 2008 un groupe de travail des marchés à terme de produits, présidé conjointement par la CFTC et l'Autorité des services financiers du Royaume-Uni. Le groupe de travail s'est intéressé en particulier au pétrole, en raison des préoccupations liées à l'instabilité des prix sur les marchés de l'énergie en 2008 dont se sont fait l'écho les responsables du G-20 à leurs réunions de Pittsburgh (États-Unis) en septembre 2009 et de Séoul (République de Corée) en novembre 2010³. Le communiqué de Pittsburgh du G-20 recommandait aussi que tous les instruments dérivés hors cote normalisés soient compensés centralement et, selon qu'il convient, négociés en bourse ou sur des plateformes de négociation électroniques d'ici fin 2012. La déclaration de Séoul du G-20 demandait au groupe de travail de rendre compte au Conseil de stabilité financière (CSF) avant avril 2011 et de faire des recommandations visant à améliorer la transparence et le fonctionnement global des marchés d'instruments dérivés adossés aux produits de base. Le G-20 a aussi chargé le CSF de coordonner la conception et la mise en œuvre des divers aspects de la réforme du secteur financier souhaitée par la communauté internationale, et d'examiner les prochaines dispositions qu'il y avait lieu de prendre⁴.

Dans son premier rapport, publié en mars 2009, le groupe de travail de l'OICV: i) a examiné les études existantes sur la question de l'instabilité des prix et des investissements financiers sur les marchés de produits de base et n'a «relevé aucun élément permettant d'établir que [les investisseurs financiers sur les marchés à terme de produits] ou qu'une autre catégorie particulière d'activité des investisseurs soient responsables de l'instabilité des marchés de produits de base» (OICV, 2011: 6); ii) a recommandé une surveillance plus étroite des marchés d'instruments dérivés adossés aux produits de base, le processus de détermination des prix sur ces marchés étant d'une importance décisive pour l'économie mondiale; et iii) conscient de la complexité – et bien souvent de l'opacité – des facteurs qui sous-tendent le processus de détermination des prix sur les marchés de ces instruments dérivés, a invité les gouvernements à garantir une plus grande transparence des opérations sur les produits de base en vue de permettre «une meilleure compréhension de l'interaction entre participation financière et non financière aux marchés de dérivés adossés aux produits de base et aux marchés physiques connexes ayant une incidence sur la formation des prix» (OICV, 2011:8).

Dans des rapports ultérieurs, pour les sommets du G-20 de septembre 2009 et de juin et de novembre 2010, on a évalué le suivi des recommandations du rapport de mars 2009 par les membres du groupe de travail, et conclu que celles-ci avaient été bien respectées. Dans son rapport de novembre 2010, examiné lors du sommet du G-20 de Séoul, le groupe de travail a par ailleurs: i) indiqué son intention d'œuvrer à la création d'un registre des transactions pour les contrats financiers sur les produits pétroliers⁵; ii) demandé qu'un organisme des marchés de l'énergie au niveau international examine l'incidence des évaluations publiées concernant les cours

au comptant sur les opérations à terme connexes; iii) appuyé l'initiative de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) visant à établir un registre des transactions pour les produits dérivés négociés de gré à gré; et iv) préconisé une plus large divulgation des données agrégées relatives aux positions non liquidées dans les transactions en bourse, ainsi qu'une meilleure accessibilité des données provenant des marchés physiques, grâce notamment à une étude plus détaillée de l'influence des organismes qui fournissaient des informations sur les prix du pétrole.

Selon le rapport d'avril 2011 de l'OICV (2011: 6), «les marchés à terme de produits de base pouvaient connaître des périodes d'instabilité significative et des améliorations devaient être apportées au fonctionnement de ces marchés». Le champ d'action s'étendrait aux marchés de dérivés

adossés aux produits agricoles, en plus des marchés de dérivés adossés aux produits pétroliers. L'objectif était d'arriver à des recommandations de politique globales, en gardant à l'esprit les problèmes spécifiques des produits de base, en vue d'améliorer la supervision des marchés de dérivés adossés à ces produits. L'accent serait mis sur des propositions visant à améliorer la transparence des marchés, le contrôle, et la surveillance des abus sur tous les marchés de produits de base, selon qu'il conviendrait. L'OICV (2011) invitait les autres organismes compétents à s'attacher à améliorer la transparence sur les marchés physiques de produits. Le groupe de travail a aussi recommandé qu'on lui confie de façon permanente la tâche de travailler sur les marchés de dérivés adossés aux produits de base. Il prévoyait de mettre au point un ensemble complet de recommandations qu'il présenterait à la réunion des Ministres des finances du G-20 en octobre 2011.

Les initiatives réglementaires aux États-Unis

La loi Dodd-Frank sur la réforme de Wall Street et la protection des consommateurs (loi Dodd-Frank, en abrégé), promulguée le 21 juillet 2010, est le texte réglementaire adopté par les États-Unis après le choc financier de 2008. L'objectif général de la loi est d'améliorer la transparence des marchés et de réduire le risque de défaut systémique. Elle soumet à la réglementation non plus seulement les marchés à terme mais aussi les marchés de swaps, en prévoyant généralement que: i) les contrats d'échange (swaps) soient soumis à compensation et négociés dans des conditions analogues à celles d'une place boursière; et ii) que les courtiers et les principaux intervenants qui négocient des swaps soient soumis à des exigences de fonds propres et de couverture (Greenberger, 2011: 152). La loi Dodd-Frank est limitée aux swaps et ses règles ne concernent pas les autres instruments dérivés, comme les contrats à livraison différée ou les contrats à terme et contrats d'options négociés en bourse.

La partie principale de la loi Dodd-Frank concernant les produits de base est le titre VII, qui traite de la réglementation des produits dérivés négociés de gré à gré. Quatre obligations principales y sont spécifiées, à savoir: i) tous les «courtiers en swaps» et «participants majeurs au marché des swaps» doivent s'enregistrer auprès des autorités de réglementation appropriées; ii) toutes les opérations de swap normalisées doivent passer par des chambres de compensation centrales; iii) tous les swaps compensés doivent être négociés sur une place boursière ou autre place réglementée; et iv) toutes les opérations de swap, compensées et non compensées, doivent être déclarées en temps réel et inscrites dans un registre spécifique ou notifiées à la CFTC, afin que les autorités de réglementation soient informées de l'exposition au risque des sociétés et des contreparties. Avant qu'aucune des règles proposées puisse être adoptée et appliquée, bon nombre de termes utilisés dans les dispositions proposées

devront être définis précisément (voir Gensler, 2010, pour les principaux). Une notion capitale à définir concerne l'exemption pour les utilisateurs finals, qui dispenserait certains utilisateurs de swaps de l'obligation de compensation⁶. Il est prévu qu'afin de bénéficier de l'exemption, les utilisateurs de swaps ne devront pas être des entités financières et qu'ils devront utiliser le contrat pour couvrir ou atténuer un risque commercial, et indiquer aux autorités de réglementation comment ils comptent s'acquitter de leurs obligations financières en ce qui concerne les swaps non compensés⁷.

Outre ces quatre éléments, le titre VII prévoit aussi l'instauration de limites de position sur les contrats individuels et de limites globales sur les positions prises concernant le même produit sous-jacent sur différentes places⁸, ainsi que la règle dite d'«exclusion» et la règle Volcker (Greenberger, 2011: 154-155). La règle d'exclusion interdit l'accès aux ressources bancaires fédérales à toute banque qui agit comme opérateur de swaps dans le cadre d'opérations sur dérivés adossés aux produits de base. Elle incite donc les banques à se séparer de leurs activités de

swap sur les produits de base. La règle Volcker vise à limiter les prises de risque des banques, et leur interdit de se livrer à des opérations pour compte propre (c'est-à-dire à des opérations dans leur propre intérêt plutôt que dans celui de leurs clients) ou d'acquérir ou de conserver des intérêts dans des fonds spéculatifs ou des fonds de capital-investissement. Elle incite ainsi les banques à transférer ces activités à des entités plus réduites et moins porteuses de risque systémique.

La loi Dodd-Frank fixait une série d'échéances pour la mise en place des nouvelles règles, avec pour objectif général que la rédaction en soit achevée avant juillet 2011. Néanmoins, plusieurs échéances ont été manquées en raison de la charge de travail imposée au personnel de la CFTC par le nombre considérable de dispositions à rédiger et d'observations sur les projets de textes à examiner, ainsi que des difficultés à trouver un consensus sur bon nombre d'aspects réglementaires. Au moment de la rédaction du présent rapport (début juin 2011), il apparaissait clairement que le calendrier initial ne serait pas tenu, et on considérait généralement comme peu probable que la loi proposée soit appliquée sous sa forme initiale.

Les initiatives réglementaires dans l'Union européenne

Dans l'UE, la réforme du marché des instruments dérivés négociés de gré à gré conjugue l'adoption du Règlement sur les infrastructures de marché européennes avec un réexamen de la Directive sur l'abus de marché et de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF). L'UE examine également des mesures supplémentaires pour les marchés d'instruments dérivés adossés aux produits de base. Le processus de réforme a abouti à la création de l'Autorité européenne des marchés financiers chargée d'assurer la cohérence des règles techniques et la coordination dans la mise en œuvre et l'application des règles dans tous les États membres de l'UE⁹.

Dans la mesure où les autorités de réglementation des États-Unis et de l'UE souhaitent faire converger les réglementations afin de prévenir les possibilités de «choisir» entre les réglementations, les propositions émises par la Commission européenne (CE) sont très analogues à celles élaborées par la CFTC¹⁰. La proposition de la CE en matière de réglementation des marchés des produits dérivés négociés de gré à gré (CE, 2010) prévoit que tous les contrats d'échange (swaps) normalisés doivent être compensés par un contrepartiste central, à l'exception des swaps utilisés par les établissements non financiers dont les positions sur les produits dérivés n'excèdent pas un certain seuil. Elle prévoit aussi l'obligation

pour tous les contrats de dérivés négociés de gré à gré, compensés et non compensés, qui dépassent un certain «seuil d'information» d'être inscrits dans un registre des transactions. Les seuils sont déterminés en fonction de l'importance systémique des positions associées. L'objectif principal du réexamen de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers est d'arriver à une plus grande transparence. Cet objectif doit être atteint en obligeant à ce que les produits dérivés soient négociés en bourse, quand il y a lieu, et en exerçant un contrôle plus strict sur les positions, notamment par l'adoption éventuelle de limites de position pour lutter contre la manipulation des marchés et l'instabilité excessive des prix. Comme indiqué par la CE (2010), une mesure supplémentaire pour les dérivés adossés aux produits de base imposerait à toutes les places où se négocient ces instruments dans l'UE de déclarer les positions par catégorie d'opérateurs. Ces obligations déclaratives supplémentaires viseraient également les dérivés négociés de gré à gré dont les positions consolidées auraient déjà été notifiées par le biais des registres¹¹. Globalement, les propositions de la loi Dodd-Frank et de la CE sont analogues pour ce qui est de la mise en place de registres des transactions utilisant des systèmes de notification communs, de la négociation de gré à gré des dérivés normalisés sur des places réglementées, et de la compensation centralisée de ces instruments. Elles diffèrent sur le fait que contrairement à la loi Dodd-Frank, les propositions de la CE ne prévoient pas de règle d'exclusion ni de règle Volcker¹².

Les propositions de la CE ont été examinées et amendées par la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen, qui a approuvé le projet de réglementation le 24 mai 2011. Un certain nombre de points litigieux restent cependant en suspens (par exemple le traitement des fonds de pension¹³ et certains aspects d'une procédure de déclaration rétroactive qui pourrait être nécessaire pour appliquer les obligations de compensation). Le projet de règlement devait être présenté au Parlement européen pour approbation en juillet 2011 afin que les négociations puissent se poursuivre ensuite avec les États membres de l'UE. Les nouvelles règles devraient entrer en vigueur début 2013.

Dans l'ensemble, le programme d'action de la communauté internationale et les initiatives des États-Unis et de l'Union européenne ont été adoptés surtout parce que la crise financière est partie des pays développés, et pour répondre aux problèmes de réglementation dans ces pays. Les pays en développement ont intérêt à ce que les réformes entreprises par les pays développés aboutissent, vu l'impact transfrontière de la crise financière sur l'activité économique, les prix des actifs et les mouvements de capitaux dans ces pays. Cependant, la crise et les initiatives réglementaires qui ont suivi ont probablement aussi modifié le sentiment général vis-à-vis des coûts et des avantages de la réglementation, et cette nouvelle donne pourrait bien influencer sur la conception des politiques et des réglementations financières dans tous les pays, y compris les pays en développement.

Notes

1. Pour un examen de la loi Dodd-Frank des États-Unis, voir notamment Adjemian et Plato, 2010; et pour le réexamen par la Commission européenne de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF), voir notamment Suppan, 2011.
2. Déclaration des Ministres des finances du G-8, Osaka (Japon), 14 juin 2008, voir http://www.mof.go.jp/english/international_policy/convention/summit/cy2008/su080614.htm.
3. Le communiqué de la réunion du G-20 de Pittsburgh est disponible à l'adresse suivante: http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf; et la déclaration de la réunion de Séoul à l'adresse suivante: http://www.g20.org/Documents/2010/11/seoulsummit_declaration.pdf.
4. Le CSF a été créé en avril 2009 à la suite du sommet du G-20 de Londres, dans le prolongement du Forum de stabilité financière (FSF), qui avait été fondé en 1999 par les Ministres des finances et les Gouverneurs des banques centrales du G-7, afin d'élargir celui-ci. Cet élargissement a consisté notamment à augmenter le nombre des membres afin d'accueillir plusieurs pays en développement (Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Brésil, Chine, Fédération de Russie, Inde, Indonésie, Mexique, République de Corée et Turquie). Le CSF a pour mandat de remédier aux vulnérabilités, et d'élaborer et de mettre en œuvre des politiques robustes d'ordre réglementaire, prudentiel et autre afin de promouvoir la stabilité financière. Son secrétariat est établi à Bâle (Suisse), auprès de la Banque des règlements internationaux. Pour de plus amples renseignements, voir le site Web du CSF (financialstabilityboard.org).
5. Ces registres constituent des bases de données centralisées et offrent une structure aux acteurs des marchés pour déclarer les informations relatives aux transactions conformément aux prescriptions réglementaires applicables.
6. Comme l'a indiqué Greenberger (2009) à propos des règles concernant les swaps sur les produits agricoles, il convient d'avoir à l'esprit que l'article 3 de la loi sur les bourses de produits (Commodity Exchange Act) oblige les autorités de réglementation à donner la priorité aux besoins en matière de détermination des prix et aux pratiques commerciales des arbitragistes en couverture de bonne foi par rapport aux autres participants aux marchés de produits de base. L'expression «arbitragistes en couverture de bonne foi» désigne les acteurs du marché qui ont un intérêt pour le produit physique et utilisent les contrats d'échange (swaps) pour gérer le risque commercial, par opposition à ceux (comme les opérateurs de fonds indiciaires) qui cherchent à couvrir des risques financiers.
7. En un sens, cette disposition annulerait l'exemption pour les opérateurs de swaps qui avait été introduite par la loi de modernisation des marchés à terme de produits (Commodity Futures Modernization Act) de 2000, dont il est question dans le Rapport sur le commerce et le développement, 2009: 80.
8. La règle proposée par la CFTC a été publiée le 26 janvier 2011, voir Federal Speculative Position Limits for Referenced Energy Contracts and Associated Regulations. Proposed Rule. Federal Register, vol. 76, no 17, à l'adresse: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-1154a.pdf>.
9. L'Autorité européenne des marchés financiers a été créée le 24 novembre 2010 par le règlement (UE) no 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil (voir <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0084:0119:FR:PDF>).
10. Pour une évaluation des différences et des possibilités de convergence supplémentaires, voir Parlement européen, 2011.
11. Voir http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/bar-nier/headlines/speeches/2010/09/20100920_fr.htm.
12. Il existe aussi certaines divergences concernant l'ordre dans lequel les règles doivent être introduites, comme l'explique Gensler, 2010.
13. D'après des informations rapportées par les médias, les fonds de pension bénéficieraient d'une période de grâce et ne seraient pas tenus de faire compenser leurs opérations de gré à gré sur dérivés par des chambres de compensation centrales avant au moins 2015 (Ellen Kelleher, «Brussels hands EU pension funds OTC reprieve», The Financial Times, 6 juin 2011).

Bibliographie

- Adjemian M. K. et Plato G. E. (2010). The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Changes to the Regulation of Derivatives and their Impact on Agribusiness. AIS-89. Economic Research Service, United States Department of Agriculture, Washington, novembre.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2009*. Faire face à la crise mondiale – Atténuation des changements climatiques et développement. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.09.II.D.16, New York et Genève.
- Commission européenne (2010). Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. Document COM(2010) 484 final. Bruxelles, 15 septembre.
- Gensler G. (2010). Remarks before the ISDA Regional Conference, 16 septembre. Voir: <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opagensler-50.html>.
- Greenberger M. (2009). Testimony on behalf of the Americans for Financial Reform before the Commodity Futures Trading Commission on Excessive Speculation: Position Limits and Exemptions, 5 août. Voir: http://www.michaelgreenberger.com/files/CFTC_AFR_Sign_On_Testimony_August_3.pdf.
- Greenberger M. (2011). Overwhelming a financial regulatory black hole with legislative sunlight: Dodd-Frank's attack on systemic economic destabilization caused by unregulated multi-trillion dollar derivatives Market. *Journal of Business & Technology Law*, 6(1): 127-167.
- OICV (2011). Report to the Financial Stability Board. Task Force on Commodity Futures Markets, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), OR01/11, Madrid, avril.
- Parlement européen (2011). Derivatives, central counterparties and trade repositories. Compilation of briefing notes. Document IP/A/ECON/NT/2010-14. Strasbourg, février. Voir: <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201103/20110324ATT16422/20110324ATT16422EN.pdf>.
- Suppan S. (2011). Comment on «Review of the Markets in Financial Instruments Directive». In: Institute for Agriculture and Trade Policy (2011) (éd.), *Excessive Speculation in Agricultural Commodities. Selected Writings from 2008-2011*. Minneapolis (États-Unis), Institute for Agriculture and Trade Policy.

L'ORDRE MONÉTAIRE MONDIAL ET LE SYSTÈME COMMERCIAL INTERNATIONAL

A. Introduction

L'un des sujets de débat les plus intéressants de ces dernières décennies est celui de la concurrence entre les nations. L'idée s'est largement répandue qu'avec l'accélération de la mondialisation, les pays étaient désormais en concurrence au même titre que les entreprises. Selon une thèse, la richesse d'une nation dépend de sa capacité de relever les défis liés à l'ouverture des marchés des marchandises et des capitaux. Dans la mesure où des pays avec un capital national moindre et des normes de travail inférieures deviennent des concurrents, les pays ayant une dotation en capital plus élaborée et des normes sociales plus élevées se trouvent confrontés à des pressions de plus en plus grandes pour s'ajuster à l'évolution des conditions du marché mondial. Les tenants de cette thèse font valoir en particulier que l'émergence en Chine, en Inde et dans d'autres grands pays en développement d'un énorme réservoir de main-d'œuvre inemployée menace de réduire fondamentalement le ratio capital/travail dans le monde entier. Mais le processus favoriserait aussi la rémunération du capital et contribuerait beaucoup à équilibrer la composante travail dans les pays riches comme dans les pays pauvres, de sorte qu'il pourrait s'en dégager un nouvel équilibre mondial, quelque part entre salaires les plus hauts et salaires les plus bas.

Cette thèse inspirée d'un modèle néoclassique du marché mondial du travail semble à première vue confirmée par les événements de la dernière décennie, avec les pressions à la baisse sur les salaires dans beaucoup de pays développés à salaires élevés et la réduction de la part du travail dans le revenu total. Mais de multiples facteurs expliquent en fait cette pression sur les salaires, en particulier un phénomène de chômage de masse pouvant être imputé autant au niveau excessif des salaires qu'à une demande trop faible ou à des politiques économiques mal choisies. Le modèle du marché mondial du travail dont il est question ici présente cependant un grave défaut: il repose sur une analogie avec la concurrence entre les entreprises, mais l'analogie ne vaut pas pour les pays, et encore moins pour ceux qui ont une monnaie indépendante. Dans une économie de marché dynamique, le marché tend à égaliser les prix des marchandises et des services. Les entreprises doivent donc accepter les prix des biens d'équipement et/ou des biens intermédiaires ainsi fixés de façon exogène, ainsi que le prix courant à payer pour différents types de compétences. Le succès ou l'échec d'une entreprise dépend donc de la valeur spécifique qu'elle peut ajouter à ces marchandises et à ces services, et sa compétitivité dépend essentiellement de différences de productivité.

Dans un pays, les entreprises paient généralement des salaires identiques pour des qualifications et des compétences similaires, mais les coûts unitaires de main-d'œuvre (c'est-à-dire la somme des salaires payés pour créer une unité d'un produit) peuvent varier d'une entreprise à l'autre. Si grâce à des innovations et à de nouveaux produits certaines entreprises parviennent à être plus productives, elles réduiront leurs coûts unitaires de main-d'œuvre et s'assureront ainsi un avantage compétitif. Ces entreprises pionnières pourront donc offrir leurs produits à des prix plus bas ou accroître leur marge de bénéfice par unité produite aux prix établis. Tant que les prix de la main-d'œuvre et autres facteurs intermédiaires restent ainsi établis, les concurrents devront s'adapter en appliquant une technologie identique ou similaire, sans quoi ils seront évincés et feront faillite.

Il y a surévaluation à cause en général d'afflux massifs de capitaux à court terme dans un régime de taux de change nominaux flexibles...

Mais une productivité moyenne accrue au niveau national n'est pas forcément synonyme de compétitivité accrue par rapport au reste du monde pour l'ensemble des producteurs du pays. En effet, les avantages nationaux obtenus en termes de productivité ont souvent pour contrepartie des salaires nominaux (et réels) plus élevés, de sorte que les coûts unitaires de main-d'œuvre (ou la croissance de ces coûts) resteront inchangés pour l'essentiel. Et même si dans un pays la productivité augmente beaucoup plus vite que les salaires et les coûts unitaires de main-d'œuvre, cela ne renforcera pas automatiquement la compétitivité du pays ni celle de l'ensemble de ses entreprises. Dans un monde où il existe des monnaies nationales et des politiques monétaires nationales, le pays qui écoule ses produits sur le marché mondial à des prix très inférieurs à ceux des autres gagnera des parts de marché et accumulera temporairement d'énormes excédents commerciaux et courants, mais tôt ou tard il sera soumis à des pressions pour ajuster ses salaires et ses prix compte tenu du niveau que ceux-ci représentent en monnaie étrangère. Et s'il ne procède pas à ces ajustements en augmentant le niveau des salaires en monnaie locale, c'est une réévaluation de sa monnaie qui s'imposera.

... ou bien de l'existence d'importantes disparités dans les coûts unitaires de main-d'œuvre dans un régime de taux de change nominaux fixes.

Mais bien souvent, c'est une déviation à la hausse du taux de change nominal flexible par rapport au niveau qui serait justifié par les fondamentaux économiques qui a pesé sur la compétitivité d'un pays. Ce mouvement d'appréciation de la monnaie est souvent dû à des afflux de capitaux privés à court terme qui sont attirés par des différentiels positifs de taux d'intérêt et d'inflation avec d'autres pays, et donc par des conditions macroéconomiques qui pourraient au contraire justifier une dépréciation du taux de change. Et dès lors que ce différentiel de taux d'intérêt et d'inflation se réduit ou disparaît complètement, ou bien en cas de crise, on observe généralement un mouvement de dépréciation excessive de la monnaie qui ne cadre pas, encore une fois, avec les fondamentaux et qui nuit donc à l'efficacité du système commercial international.

Si tous les déséquilibres de la balance des opérations courantes ne sont pas dus à un désalignement des taux de change, les déviations du taux de change réel par rapport aux fondamentaux, surtout si elles persistent sur de longues périodes, ont un fort impact sur la compétitivité internationale des producteurs et en particulier des fabricants, et par conséquent sur la structure des échanges internationaux et sur les balances commerciales. La recherche d'un système approprié de gestion des taux de change pour mieux prévenir les perturbations des échanges commerciaux et pour promouvoir la stabilité dans les relations financières internationales est donc au cœur du débat sur la réforme de la gouvernance économique mondiale après la récente crise économique et financière.

Le présent chapitre fait valoir les avantages d'un système de taux de change flottants encadrés et réglementés compte tenu des récents déséquilibres mondiaux qui ont contribué à faire éclater la crise financière. Il prend aussi en considération les problèmes de compétitivité internationale qui se posent aux pays ayant un taux de change surévalué, en général à cause d'afflux massifs de capitaux à court terme qui conduisent

à une appréciation d'un taux de change nominal trop flexible, ou bien de l'existence d'importantes disparités dans l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre dans un régime de taux de change nominaux fixes.

Cette question, déjà abordée dans le *Rapport sur le commerce et le développement, 2009*, est ici développée pour tenir compte des faits nouveaux intervenus depuis, comme la crise dans la zone euro et l'afflux dans les pays émergents, après la crise, d'investissements de «carry trade». Il est examiné aussi deux méthodes possibles pour concevoir un régime de change réglementé assurant: a) une stabilité suffisante du taux de change réel pour promouvoir le commerce international et faciliter les décisions d'investissements productifs dans le secteur marchand; et b) une flexibilité suffisante du taux de change nominal pour prendre en compte les mouvements différents des taux d'intérêt selon les pays.

Ce régime de flottement encadré et réglementé peut être considéré, dans ses grandes lignes, comme

une version dynamique du système de Bretton Woods, qui reposait sur des objectifs d'inflation harmonisés et sur le principe d'un ajustement volontariste des taux de change dès lors qu'un pays ne pourrait pas tenir l'objectif d'inflation du pays dont la monnaie sert de référence. Mais à la différence du système de Bretton Woods, ce mécanisme de flottement encadré et réglementé vise à maintenir un taux de change nominal lié soit à la parité de pouvoir d'achat (PPA) soit à la parité de taux d'intérêt sans couverture de change. Ce taux de change nominal serait donc ajusté pour prendre en compte les évolutions divergentes d'un pays à l'autre des prix à la consommation ou des coûts unitaires de main-d'œuvre (dans le premier cas), ou les différentiels de taux d'intérêt (dans le second). Autre différence avec le système de Bretton Woods, le système proposé vise à éviter les déséquilibres fondamentaux de balance des paiements au moyen d'ajustements continus et réglementés. Il permet, si nécessaire, de procéder à des ajustements spécifiques du taux de change nominal chaque fois qu'il se produit un choc de type exceptionnel.

B. Repenser la gouvernance économique mondiale

Après le déclenchement de la crise financière en 2008, les pays développés et les pays en développement membres du G-20 ont pris l'initiative d'apporter une réponse internationale concertée en termes de politiques. Le G-20 a aussi fait valoir la nécessité de prendre la mesure des déséquilibres importants et persistants des balances des opérations courantes au niveau mondial et de réfléchir à ce qu'il fallait faire pour y remédier, en prêtant particulièrement attention aux problèmes d'équilibre structurel interne, de politique budgétaire et de réalignement monétaire. Tout cela impliquait donc une réflexion nouvelle sur le multilatéralisme et l'interdépendance économique.

Et la question de la gestion du taux de change avait pris une place de choix dans ce débat stratégique.

Il est généralement admis que si on «laisse le marché réglementer les monnaies», on fait peser des risques considérables à la fois sur le système financier mondial et sur le système commercial multilatéral. Il y a en effet une contradiction évidente entre l'idée que le jeu du marché conduit à des résultats économiquement désirables, d'une part, et les importantes fluctuations des taux de change et les fréquents désalignements monétaires sans relation avec les fondamentaux de la compétitivité

qui sont constatés, d'autre part. Cette contradiction a une fois de plus été mise en évidence au début de 2011 lorsque le Brésil, grand pays émergent avec un déficit courant et avec des taux d'inflation relativement élevés (bien qu'historiquement bas), a dû prendre des mesures pour se protéger d'afflux massifs de capitaux qui entraînaient une appréciation non supportable de sa monnaie.

Les déséquilibres commerciaux dus à un défaut d'alignement des taux de change ne sont pas un phénomène nouveau. En 1985, l'incapacité du marché de corriger les déséquilibres commerciaux persistants entre l'Allemagne, les États-Unis et le Japon n'a finalement été surmontée que par l'accord historique du Plaza. Toutes les autres stratégies ayant échoué, une intervention coordonnée des membres du G-5 a abouti à une dévaluation massive du dollar. Aujourd'hui, la coordination est encore plus nécessaire, mais aussi plus difficile à réaliser. Du fait de la mondialisation, ce sont quasiment toutes les économies du monde qui sont touchées, et l'ampleur des flux commerciaux et financiers en jeu est elle aussi sans précédent. Pour évaluer les déséquilibres commerciaux mondiaux et suivre les progrès dans la voie d'une viabilité externe dans le cadre d'un processus d'évaluation réciproque, le G-20 propose d'élaborer des lignes directrices techniques permettant de déterminer à partir de quel moment l'ampleur globale des déséquilibres compromet le maintien de positions viables. Il apparaît en effet crucial pour le commerce mondial de trouver «un mécanisme pour mieux déterminer dans les meilleurs délais s'il existe d'importants déséquilibres qui appellent des mesures préventives et correctives» (Communiqué du G-20, 2010). Le commerce ne pourra pas contribuer efficacement à la croissance et à la réduction de la pauvreté si la communauté mondiale ne parvient pas à mettre en place ce mécanisme. Une suggestion a été de considérer l'ampleur du déficit ou de l'excédent courant d'un pays, exprimée en pourcentage du produit intérieur brut. D'autres préconisent de s'intéresser à un ensemble d'indicateurs qui contribuent aux

En laissant le marché régler les monnaies, on fait peser des risques considérables à la fois sur le système financier mondial et sur le système commercial multilatéral.

Les déséquilibres des comptes courants ne révèlent pas en eux-mêmes un problème systémique nécessitant une intervention coordonnée...

déséquilibres, et de prêter attention aux politiques budgétaires, aux politiques monétaires et aux politiques de taux de change incohérentes. Ce regain d'intérêt pour la coopération multilatérale en vue de résoudre des déséquilibres permanents et la présentation de propositions concrètes concernant des mécanismes pour réduire l'instabilité monétaire et financière mondiale viennent à point nommé. Mais ce serait une erreur que d'utiliser les comptes courants comme indicateur privilégié pour mesurer la «viabilité» de grands déséquilibres sans prendre en compte les causes spécifiques à l'origine de ces déséquilibres.

En outre, si l'on se focalise sur les seuls déséquilibres des comptes courants, il faut tenir compte de toutes les circonstances qui pourraient justifier ces déséquilibres. Beaucoup de bonnes raisons peuvent en effet expliquer pourquoi tel ou tel pays a un solde courant déficitaire ou excédentaire à tel ou tel moment. Il se peut par exemple que l'économie du pays considéré croisse plus vite que celle de ses principaux partenaires commerciaux, d'où des importations en plus rapide augmentation que les exportations (comme cela s'est passé aux États-Unis dans les années 1990). Il peut arriver aussi qu'un pays soit un gros importateur d'un produit de base dont le prix tend à augmenter régulièrement, d'où une hausse de la facture des importations qui n'est pas compensée par une hausse parallèle des recettes d'exportation (le cas par exemple du groupe des pays à faible revenu et à déficit vivrier). Il se peut encore qu'un pays qui tire d'un produit de base des recettes d'exportation en forte augmentation ait une capacité d'absorption insuffisante (comme l'Arabie saoudite). Et il arrive enfin qu'un pays accueille de nombreuses entreprises étrangères qui y fabriquent à grande échelle des produits manufacturés, mais que sa population n'ait pas encore globalement un revenu assez élevé pour absorber un volume d'importations suffisant pour équilibrer les exportations (par exemple, la Chine). Dans tous ces cas, il faut un mécanisme d'«amortissement» à court terme des entrées ou des sorties nettes de capitaux

pour que le système commercial international puisse bien fonctionner. Autrement dit, les déséquilibres des comptes courants ne révèlent pas en eux-mêmes un problème systémique nécessitant une intervention coordonnée. C'est davantage une perte de compétitivité au niveau national qui peut être à l'origine d'un déficit courant intenable.

Le rôle crucial des taux de change dans le processus de rééquilibrage est attesté par les données empiriques permettant d'analyser les facteurs ayant influé, dans le passé, sur l'inversion des comptes courants. Le *Rapport sur le commerce et le développement, 2008* montrait que le solde du compte courant s'inversait moins sous l'effet des décisions autonomes d'épargne et d'investissement des acteurs économiques nationaux et étrangers que sous l'effet de chocs extérieurs sur les marchés des marchandises et sur les marchés financiers. En particulier, une amélioration du solde courant allait généralement de pair avec un choc positif pour les termes de l'échange, une dépréciation du taux de change réel, ou une panique sur les marchés financiers

... c'est davantage une perte de compétitivité au niveau national qui peut être à l'origine d'un déficit courant intenable.

internationaux suivie d'une interruption brutale des flux de capitaux.

Dans les deux sections qui suivent, on examine les problèmes actuels de taux de change et le bien-fondé d'un système de flottement encadré et réglementé, sous deux angles. On y met en avant la nécessité d'une approche macroéconomique globale centrée sur le taux de change réel et sur ses déterminants, c'est-à-dire sur les valeurs macroéconomiques clefs des taux de change nominaux, des salaires et des taux d'intérêt. La section C est consacrée au problème des flux de capitaux non désirés, compte tenu du nouvel afflux récent de capitaux dans le cadre d'opérations de «carry trade» dans les pays émergents. La section D examine les problèmes qui se posent quand les coûts unitaires de main-d'œuvre commencent à diverger dans un régime de taux de change nominaux non flexibles, et en particulier les difficultés actuelles dans la zone euro – un cas extrême de fixation des taux de change.

C. Les afflux de capitaux privés déstabilisants: retour au statu quo

1. Appétit pour le risque et opérations spéculatives de «carry trade»

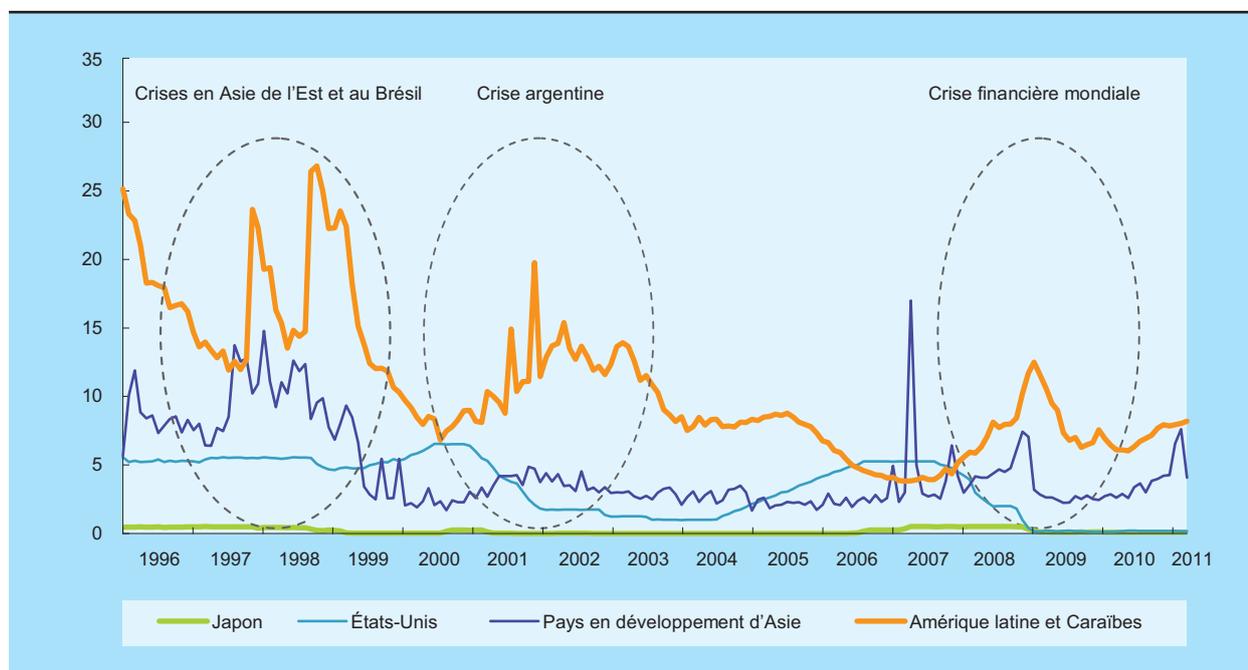
Après un fort repli à cause de la crise financière et de la récession mondiale, les afflux de capitaux privés dans les pays émergents ont vigoureusement repris en 2010. Ces mouvements de capitaux, tirés surtout par l'investissement de portefeuille privé, ont augmenté particulièrement vite en Afrique subsaharienne, en Amérique latine, en Asie et en Europe centrale et orientale, après s'être initialement contractés quand la crise financière a éclaté. Ces

mouvements sont attribués à l'appétit pour le risque accru des investisseurs internationaux alors que la reprise économique mondiale – surtout dans les pays émergents – avance. Mais qu'entend-on par appétit pour le risque? Les investissements à court terme sur les marchés émergents sont-ils plus risqués que ceux dans les pays développés et, si oui, pourquoi? Lorsqu'on examine de plus près les mouvements de capitaux à court terme et les facteurs économiques qui les motivent, il apparaît que les investisseurs sont impatients de revenir pour une raison plus fondamentale.

Graphique 6.1

ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME, JANVIER 1996-FÉVRIER 2011

(En pourcentage)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après FMI, base de données des Statistiques financières internationales.

Note: Les agrégats de taux d'intérêt au niveau régional sont pondérés en fonction du PIB calculé sur la base des parités de pouvoir d'achat (PPA), avec les pondérations courantes de PPA.

Les pays en développement et les pays émergents comptent sur les marchés financiers internationaux pour diriger vers leur économie des flux de capitaux réguliers et constants, utilisés pour faire des investissements de capital fixe et pour financer des déficits temporaires. Or ils reçoivent à la place des apports de capitaux instables et irréguliers qui bien souvent ne favorisent guère le développement économique durable et empêchent ces pays de rattraper les pays développés. Ni l'afflux de capitaux à un certain moment ni l'inversion de ces flux à un autre moment ne reflètent les besoins de capitaux véritables des pays ni l'état réel de leurs fondamentaux macroéconomiques. C'est bien pourquoi les banques centrales s'efforcent de mieux protéger l'économie des pays des effets préjudiciables de ces afflux de capitaux non désirés et instables. Une intervention directe apparaît désormais comme l'instrument le plus approprié pour atténuer les effets délétères de cette instabilité. Les réserves considérables de change que certains grands pays émergents ont accumulées après la crise asiatique montrent en effet qu'il s'exerce des

pressions permanentes à la hausse sur leur monnaie. Mais cette appréciation compromettrait bien entendu leur compétitivité sur le marché mondial ainsi que les gains socioéconomiques que peut procurer un système commercial multilatéral de type libéral.

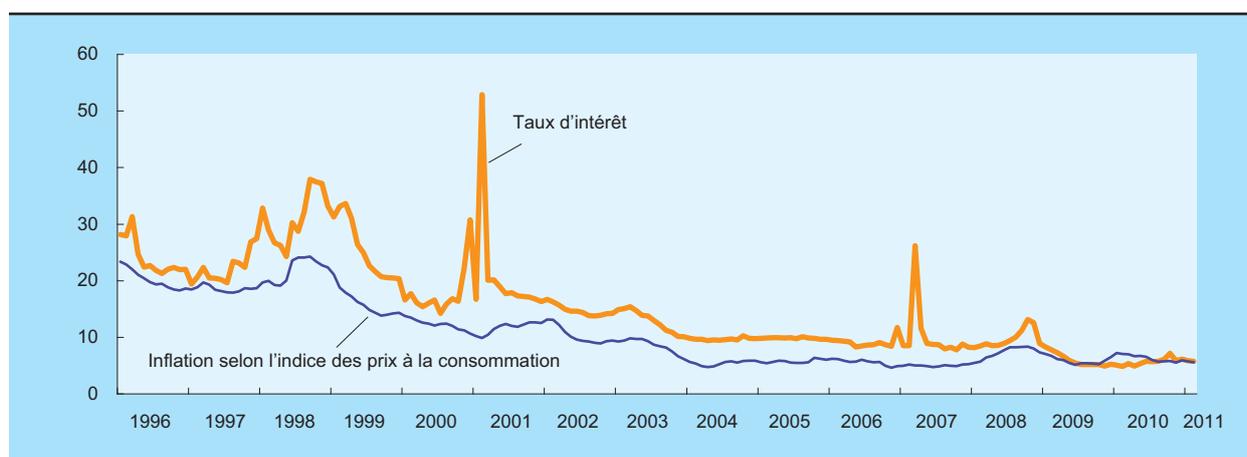
Ce «mouvement d'appréciation» (FMI, 2010) qui menace désormais beaucoup de pays émergents à économie de marché s'explique par le rendement plus attractif des actifs financiers à court terme dans ces pays¹. Depuis le milieu des années 1990, il y a eu presque constamment des écarts considérables entre les taux d'intérêt nominaux à court terme des pays émergents et ceux des pays développés (graphique 6.1).

C'étaient surtout l'ampleur et la persistance de l'écart de taux d'intérêt entre le Japon et la plupart des pays émergents au cours des quinze dernières années qui retenaient l'attention. Les taux d'intérêt dans la plupart des pays émergents d'Asie ont nettement chuté après la crise financière asiatique, et

Graphique 6.2

INFLATION ET TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME DANS LES PAYS ÉMERGENTS ET LES PAYS EN TRANSITION, JANVIER 1996-FÉVRIER 2011

(En pourcentage)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après FMI, base de données des *Statistiques financières internationales*.

Note: Les pays émergents et pays en transition incluent l'Afrique du Sud, le Brésil, le Chili, la Colombie, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, les Philippines, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie, Singapour, la Thaïlande et la Turquie. Les moyennes pour les pays émergents sont pondérées en fonction du PIB calculé sur la base des PPA, avec les pondérations de 2005.

sont ensuite restés inférieurs à 5 %, donc très voisins de ceux des grands pays développés. Dans les pays d'Amérique latine et des Caraïbes et en particulier au Brésil, les taux d'intérêt ont baissé eux aussi mais tout en restant à un niveau situé entre 5 et 10 %, donc régulièrement supérieur à celui des taux asiatiques.

Avec la politique offensive d'expansion monétaire suivie aux États-Unis à partir de 2008, les taux d'intérêt du dollar sont tombés au niveau des taux japonais, ce qui a modifié les relations entre le marché financier des États-Unis et les marchés des pays en développement et des pays émergents par rapport aux années avant la crise. Auparavant, la plupart des opérations de «carry trade» exploitant les écarts de taux d'intérêt à court terme utilisaient comme monnaie de financement le yen japonais peu rentable, tandis que le franc suisse était utilisé pour les opérations en Europe orientale. Ces opérateurs internationaux, par exemple un fonds spéculatif établi aux États-Unis ou dans un pays des Caraïbes, empruntaient de l'argent au Japon et le déposaient en Afrique du Sud, au Brésil ou en Turquie, ou bien encore, avant 2008, en Islande. Vu l'écart de taux d'intérêt de plus en plus grand entre les États-Unis et

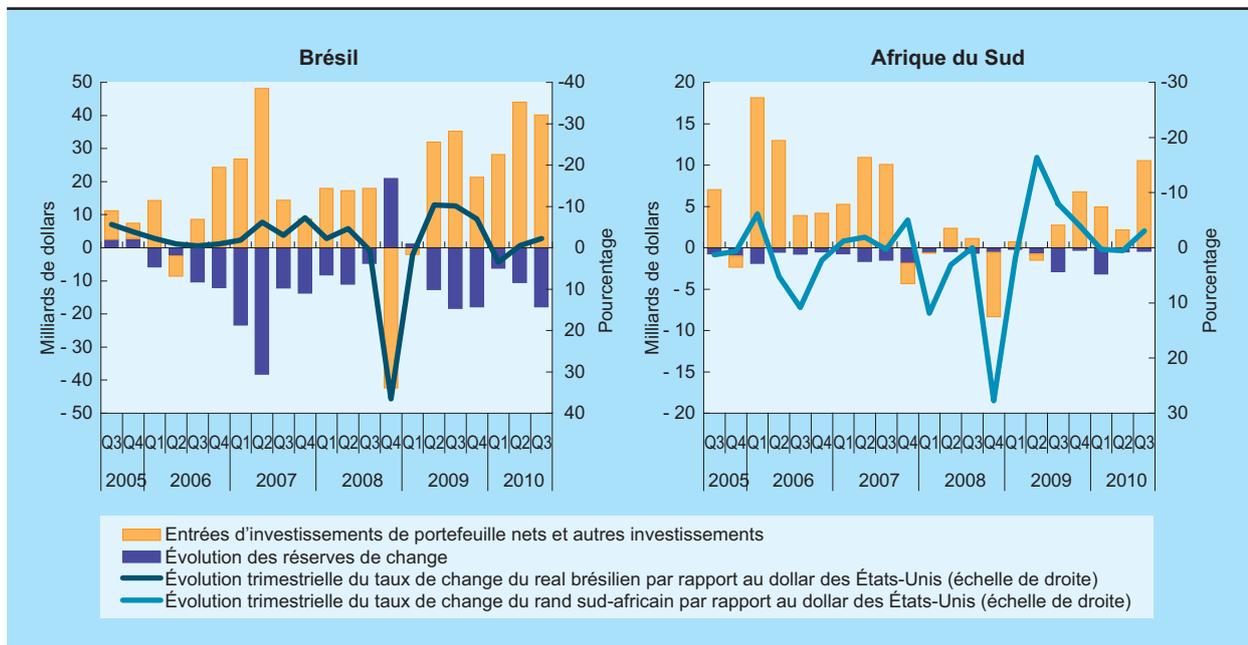
les pays émergents, peu à peu le dollar a été préféré au yen comme monnaie de financement. Il semble que les efforts de la Réserve fédérale des États-Unis pour agir sur les taux à long terme (les mesures dites d'«assouplissement quantitatif») n'aient guère joué de rôle dans ce contexte, puisque les rendements des opérations de portage sont essentiellement calculés sur la base des écarts de taux d'intérêt à court terme.

Selon la théorie classique, le marché détermine les taux de change en fonction de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change, les taux d'intérêt élevés étant alors compensés par l'attente d'une dépréciation de la monnaie, ou bien en fonction de la parité de pouvoir d'achat, les taux d'inflation élevés allant dès lors de pair avec l'attente d'une dépréciation compensatoire de la monnaie. Mais si les taux d'intérêt observés suivaient étroitement l'évolution de l'inflation (graphique 6.2), avec d'importantes différences selon les pays, rien ne prouvait que les taux de change s'ajustaient en fonction de ces différences, comme théoriquement supposé.

La persistance des écarts de taux d'intérêt fait aussi ressortir l'absence d'un mécanisme endogène pour assurer une convergence des taux d'intérêt sur

Graphique 6.3

MOUVEMENTS DES TAUX ET DES RÉSERVES DE CHANGE, ET INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE NETS, TROISIÈME TRIMESTRE 2005-TROISIÈME TRIMESTRE 2010

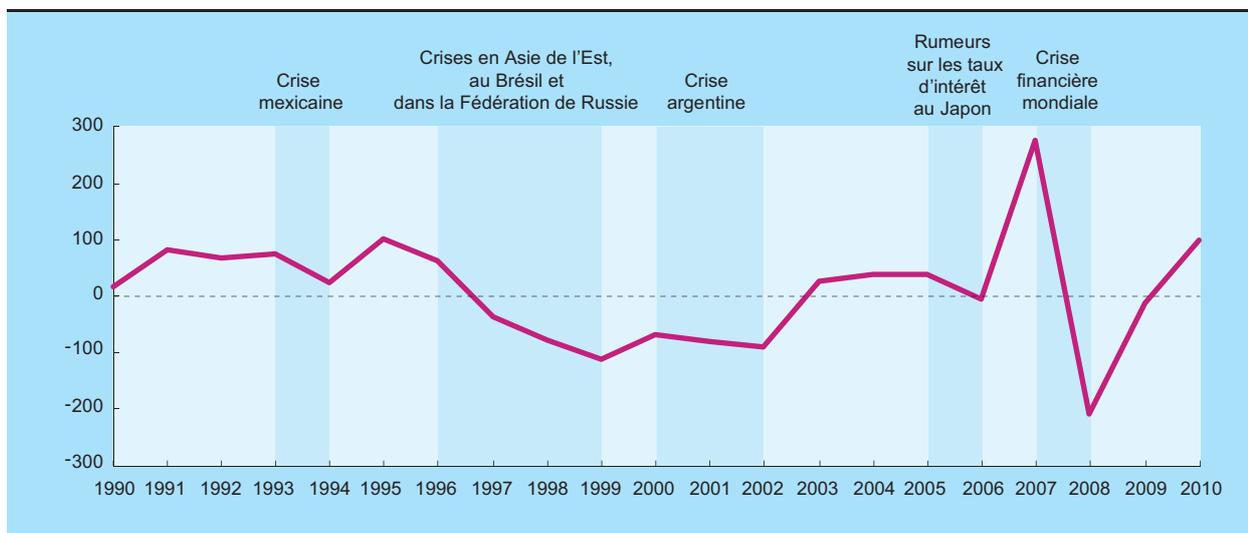


Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après FMI, base de données des *Statistiques financières internationales*.
Note: Une valeur négative pour les réserves signifie une augmentation des réserves (sorties de capitaux). Une valeur positive pour l'évolution du taux de change signifie une dépréciation de la monnaie.

Graphique 6.4

APPORTS DE CAPITAUX PRIVÉS NETS (HORS IED): PAYS ÉMERGENTS ET PAYS EN DÉVELOPPEMENT, 1990-2010

(En milliards de dollars)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

les différents marchés monétaires nationaux. Les afflux massifs de capitaux à court terme ne font pas baisser le taux d'intérêt dans le pays qui les reçoit, mais ils ne font pas non plus monter le taux d'intérêt dans le pays d'où ils proviennent. Cette stabilité des taux à court terme est due en réalité aux décisions de politique monétaire prises par les banques centrales pour fixer et maintenir le taux d'intérêt à court terme à un niveau qui permette d'atteindre les objectifs économiques nationaux.

Mais pour que les politiques monétaires contribuent effectivement à la réalisation des objectifs économiques nationaux tout en évitant les déséquilibres extérieurs, il faut un mécanisme d'ajustement extérieur efficace pour aider les banques centrales à mieux réagir aux chocs extérieurs. Pour le moment, les banques centrales tentent de faire face au problème unilatéralement, en intervenant sur les marchés des changes et en accumulant des réserves, ou bien en restreignant dans une certaine mesure les entrées ou les sorties de capitaux privés.

Ces mesures d'intervention sur les marchés des changes et d'accumulation de réserves ont été systématiquement utilisées pour contrer les effets des flux de capitaux instables (graphique 6.3). Au deuxième trimestre de 2007, par exemple, la Banque centrale du Brésil a acheté des dollars pour un montant qui représentait la quasi-totalité des entrées d'investissements de portefeuille et autres apports de capitaux durant la même période. La Banque centrale d'Afrique du Sud est intervenue de la même façon quand le rand a commencé à fortement s'apprécier à la fin de 2009 et au début de 2010.

Comme normalement les banques centrales sont réticentes à abaisser de façon volontariste les taux d'intérêt à court terme pour décourager ces afflux de capitaux, les apports de capitaux de type «carry trade» résistent bien et les interventions sur les marchés des changes peuvent vite se transformer en mission impossible. Mais la nécessité de maintenir des taux d'intérêt élevés serait moindre si d'autres instruments de politique macroéconomique, et en particulier une politique de revenus, étaient plus largement employés, comme argumenté dans le *Rapport sur le commerce et le développement, 2010*. L'adoption de tels instruments permettrait même d'amplifier la marge d'action macroéconomique en général, et elle éviterait le risque d'attirer d'importants flux de capitaux à court terme ayant un effet de déstabilisation

chaque fois que des pressions inflationnistes se font ressentir.

Les opérations de «carry trade» ont représenté des volumes gigantesques ces dernières années, et elles ont été plus déterminantes que la plupart des autres facteurs dans les mouvements des capitaux en général. Même s'il n'est pas possible statistiquement d'établir l'ampleur réelle de ces mouvements, leur existence et leur prépondérance sont la seule explication logique permettant de comprendre pourquoi si souvent, et malgré des interventions massives, les taux de change ont évolué à contre-courant des fondamentaux, sauf pendant les crises financières.

Le «carry trade» est un exemple classique de comportement d'investissement qui se nourrit de lui-même. Les investisseurs profitent non seulement des différences de taux d'intérêt mais aussi de l'appréciation du taux de change qu'ils génèrent eux-mêmes, ce qui alimente encore plus la spéculation. La surcorrection des taux de change qui en résulte, comme on l'a vu dans beaucoup de pays émergents ces dix dernières années, a probablement beaucoup plus perturbé les échanges commerciaux que les mesures de politique commerciale appliquées. Elle a aussi déstabilisé les investissements de capital fixe indispensables pour un développement durable.

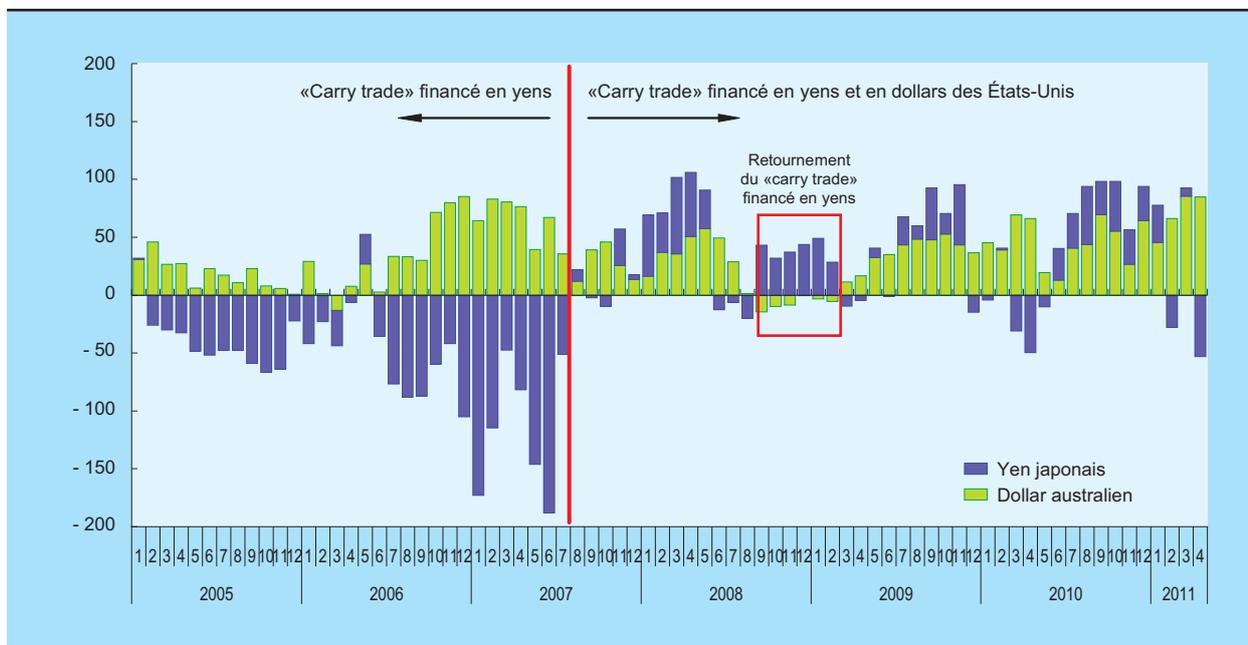
Avec des mouvements de capitaux importants et instables à court et à moyen terme qui laissent présager une situation intenable à plus long terme, il est inévitable qu'il se produise des chocs de grande ampleur. Au cours des deux dernières décennies, il y a eu cinq chocs importants, avec des conséquences évidentes sur les flux de capitaux (graphique 6.4). Le premier a été la crise mexicaine de 1994, suivie par les crises asiatique, russe et brésilienne en 1997, 1998 et 1999, respectivement, et par la crise argentine en 2001. Et en 2006 une crise mineure a affecté les apports de capitaux aux pays émergents à la suite de rumeurs laissant entendre que le Japon allait relever son taux d'intérêt. Enfin, la crise mondiale récente a entraîné une contraction d'une ampleur sans précédent des apports de capitaux aux pays émergents.

Ces chocs rendent les apports de capitaux extrêmement instables parce que lorsque le taux de change évolue à contre-courant des fondamentaux (le taux d'inflation ou le taux d'intérêt), les acteurs du marché sont particulièrement exposés «au risque extrême» inhérent à leur stratégie. Dès lors, différents

Graphique 6.5

POSITIONS NETTES DES OPÉRATEURS NON COMMERCIAUX SUR LE MARCHÉ À TERME POUR LE DOLLAR AUSTRALIEN ET LE YEN JAPONAIS, JANVIER 2005-AVRIL 2011

(Nombre de contrats, en milliers)

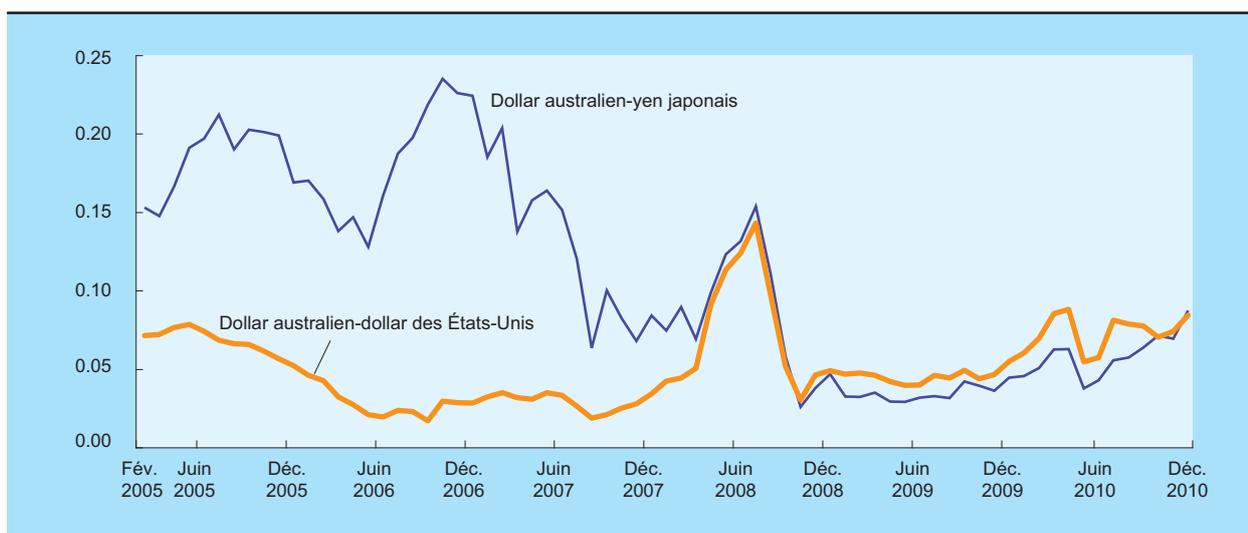


Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Bloomberg; et base de données de la Commodity Trading Futures Commission des États-Unis.

Graphique 6.6

RATIO PORTAGE/RISQUE, 2005-2010

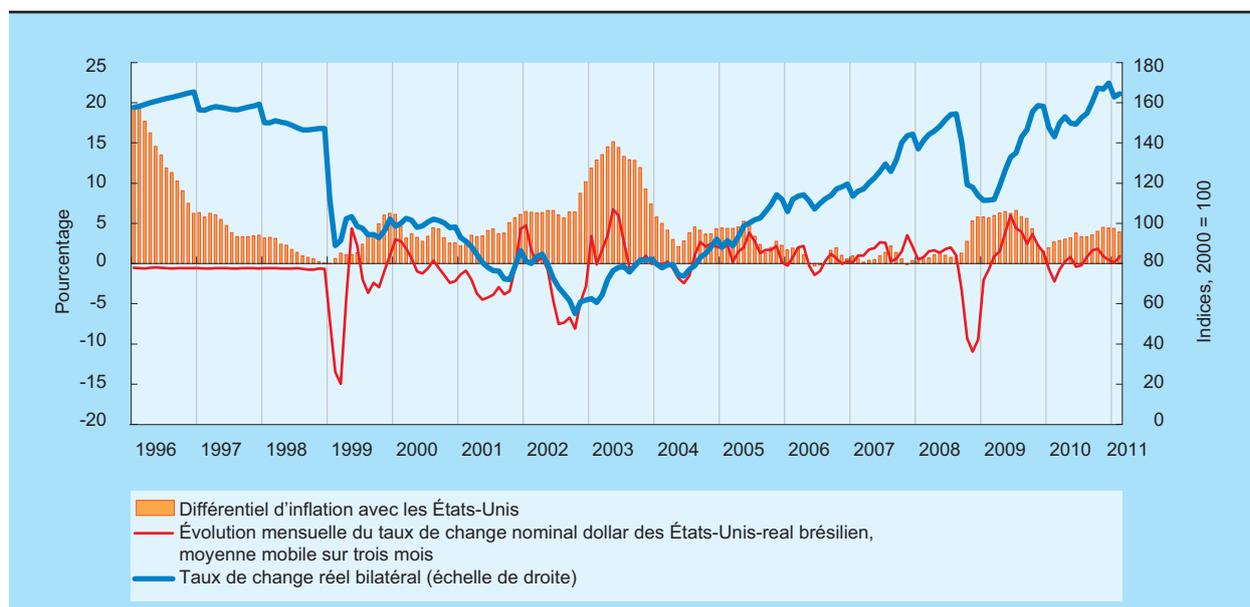
(En points de pourcentage)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après la base de données Bloomberg.

Graphique 6.7

DIFFÉRENTIEL D'INFLATION ET TAUX DE CHANGE NOMINAL ET RÉEL AU BRÉSIL, JANVIER 1996-FÉVRIER 2011



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après FMI, base de données des *Statistiques financières internationales*.

événements peuvent provoquer des inversions brutales des flux financiers qui sont exacerbées par les comportements moutonniers des marchés. Les opérations de portage ou de placement en devises sont donc jugées aussi risquées que les investissements dans d'autres classes d'actifs comme les actions ou les produits dérivés adossés aux produits de base. Dès qu'apparaissent des signes que la bulle risque d'éclater bientôt, le plus petit événement suffit à déclencher la panique.

2. Le yen japonais et le dollar des États-Unis comme monnaies de financement

Il est difficile de suivre les opérations de «carry trade» effectuées sur les marchés au comptant car il n'existe tout simplement pas de données détaillées sur les positions des investisseurs individuels et sur les fonds empruntés et déposés. Mais sur certains marchés à terme, par exemple aux États-Unis, les intervenants doivent notifier quotidiennement leurs positions en fin de séance. On peut avoir ainsi une indication des positions nettes des opérateurs non

commerciaux (opérateurs purement financiers) sur le marché à terme des devises aux États-Unis (graphique 6.5). Dans le graphique ci-après, faute de données sur les contrats à terme directs entre dollar australien et yen japonais, les opérations sur ces deux monnaies sont prises en compte vis-à-vis du dollar des États-Unis. Les barres montrent le nombre de contrats sur le marché, et les positions longues nettes correspondent à la différence entre positions longues et positions courtes sur l'une et l'autre monnaie vis-à-vis du dollar des États-Unis. On voit ainsi qu'une position longue nette sur le dollar australien s'exprime par une valeur positive, et une position courte nette par une valeur négative.

Il ressort clairement des données concernant ce marché à terme aux États-Unis qu'il y a eu une activité massive de «carry trade» financé en yens entre janvier 2005 et juillet 2007, un retournement de ces opérations de portage à cause de la crise financière de septembre 2008 à février 2009, et trois périodes de positions longues nettes sur la monnaie de financement comme sur la monnaie cible à partir de novembre 2007. Ces phases de renforcement et de retournement des positions de «carry trade» complètent les constatations déjà faites dans le *Rapport*

sur le commerce et le développement, 2008 et le Rapport sur le commerce et le développement, 2009.

En outre, depuis le troisième trimestre de 2007 on observe des positions longues nettes aussi bien sur les monnaies de financement que sur les monnaies cibles et un recours croissant au dollar des États-Unis comme monnaie de financement pour les activités de portage, ce qui correspond bien aux attentes des investisseurs telles que reflétées dans le ratio portage/risque («carry-to-risk») souvent utilisé pour mesurer la rentabilité *ex ante* des opérations de portage. Ce ratio mesure les gains procurés par l'écart de taux d'intérêt, ajusté pour tenir compte du risque de mouvements futurs des taux de change². Plus le ratio est élevé, plus la rentabilité *ex ante* de la stratégie de portage est grande. Jusqu'en avril 2008, la rentabilité attendue des opérations de portage financées en yens était très supérieure à celle des opérations financées en dollars des États-Unis, et les ratios portage/risque étaient toujours divergents (graphique 6.6). Mais quand la crise financière a fait sentir tous ses effets et que le taux d'intérêt aux États-Unis a baissé, les ratios portage/risque ont convergé, et les opérations financées en dollars des États-Unis en sont venues à être jugées plus rentables que celles financées en yens.

Ce changement de monnaie de financement pour les opérations de «carry trade» sur les marchés à terme montre que les stratégies des investisseurs sur les marchés des devises sont essentiellement déterminées par leurs attentes concernant les mouvements des taux d'intérêt. Il permet de penser aussi que la baisse des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis immédiatement après le début de la crise a beaucoup plus contribué au financement des flux de capitaux à court terme aux États-Unis que les deux séries ultérieures de mesures d'assouplissement quantitatif. Mais le fait que ces flux accrus non seulement provenaient des États-Unis mais aussi y étaient financés (plutôt que de provenir des États-Unis et d'être financés au Japon) n'a remis en cause ni la logique fondamentale ni les effets des opérations de «carry trade» sur les marchés des changes.

3. Le coût des interventions en cas d'appréciation

Le coût de ces flux financiers déstabilisants peut être catastrophique. Au fur et à mesure que les flux de «carry trade» prennent de l'ampleur dans les pays en développement et les pays émergents, l'appréciation de la monnaie qui en résulte dans ces pays pèse énormément sur leur commerce extérieur. Ainsi, pendant presque toute la période d'août 2005 à août 2008, le real brésilien s'est apprécié en valeur nominale (comme indiqué dans le graphique 6.3, chaque fois que la variation relative est supérieure à zéro), d'où une appréciation cumulée (en valeur nominale) vis-à-vis du dollar de plus de 45 %. Et comme le Brésil avait des taux d'inflation supérieurs à ceux des États-Unis pendant toute cette période, le taux de change réel entre le Brésil et les États-Unis s'est en fait apprécié de plus de 50 % (graphique 6.7).

Dès qu'il y a une crise et que les flux financiers s'inversent, les banques centrales tentent de défendre le taux de change de leur monnaie contre les surcorrections à la baisse en appliquant des politiques monétaires et budgétaires restrictives. Mais ces mesures de restriction – évoquant la réponse par des politiques procycliques à la crise asiatique – ne font qu'aggraver la crise ou retarder la reprise économique. Durant les crises en Asie et en Amérique latine, il y a eu des hausses considérables des taux d'intérêt dans beaucoup de pays. Aux États-Unis par contre, les taux d'intérêt ont été ramenés quasiment à zéro immédiatement après le début de la crise des sociétés «dot.com» en 2001 et une autre fois après la survenue de la récession en 2008, pour stimuler l'économie (voir plus haut, graphique 6.1).

L'assistance du FMI – parfois complétée par des accords de swap ou une aide financière directe de l'UE et des États-Unis – a permis d'atténuer les pressions immédiates sur la monnaie et le système bancaire des pays en difficulté. Mais vu l'origine du problème – la spéculation de type «carry trade» – on peut douter de la pertinence de l'approche classique suivie par le FMI. Appliquer des programmes d'assistance de type classique combinés à des mesures de restriction des dépenses publiques est inutile, voire contreproductif, et relever les taux d'intérêt pour éviter de nouvelles dévaluations équivaut à confondre la cause et les effets. Les pays aux prises avec une spéculation de type «carry trade» ont besoin en réalité

d'une dévaluation monétaire réelle pour rétablir leur compétitivité internationale. Ils ont également besoin d'une assistance financière pour éviter une dépréciation excessive de leur taux de change, qui compromettrait leur capacité de contrôler l'inflation et alourdirait leur endettement en devises, tout en provoquant des perturbations inutiles des échanges commerciaux internationaux. Ces pays ont également besoin de politiques budgétaires et monétaires expansionnistes pour éviter une récession, au moins tant que les effets expansionnistes de la dévaluation de la monnaie ne se seront pas concrétisés, ce qui peut prendre un certain temps.

Enrayer une dévaluation qui va trop loin peut coûter très cher si les mesures sont prises unilatéralement, mais presque rien si les pays contraints de dévaluer unissent leurs efforts à ceux des pays confrontés à une réévaluation. Les pays qui s'efforcent de freiner une dévaluation sont en position

de faiblesse, car ils doivent intervenir en utilisant leurs réserves de change, forcément limitées. Mais si les pays dont la monnaie s'apprécie interviennent de façon symétrique pour enrayer une appréciation excessive, la spéculation internationale n'essaiera même pas de s'y opposer, car la monnaie qui s'apprécie sera disponible en quantité illimitée: il suffit que la banque centrale l'imprime.

Faute d'engager une réflexion de fond sur le système de taux de change et sur la structure des programmes d'assistance, les crises financières auront sur l'économie réelle des répercussions négatives beaucoup plus grandes qu'elles ne devraient en avoir en réalité. Le recours à des mesures de contrôle des opérations en capital, en particulier pour prévenir les apports financiers indésirables, n'est pas forcément une solution pour régler le problème à sa source, mais faute de mieux cela permet d'en atténuer les conséquences.

D. Désalignement des taux de change réels dans l'Union économique et monétaire européenne

Nous venons de passer en revue dans la section précédente les problèmes soulevés par les afflux de capitaux déstabilisants, en particulier de type «carry trade», dans un système de taux de change flexibles et de libre circulation des capitaux. Mais les taux de change nominaux trop peu flexibles posent quant à eux d'autres problèmes lorsqu'il faudrait les ajuster pour prendre en compte les mouvements divergents, d'un pays à un autre, des fondamentaux macroéconomiques. C'est ce qui est clairement démontré par la crise actuelle dans la zone euro, où les pays ont adopté une monnaie commune (cas le plus extrême de fixation des taux de change). Il est déjà arrivé dans le passé que des pays ayant rattaché de manière trop peu flexible et pendant trop longtemps leur taux de change à une autre monnaie connaissent des problèmes comme ceux auxquels sont aujourd'hui confrontés certains pays de la zone euro. Mais quand le taux de change réel de ces pays s'était apprécié

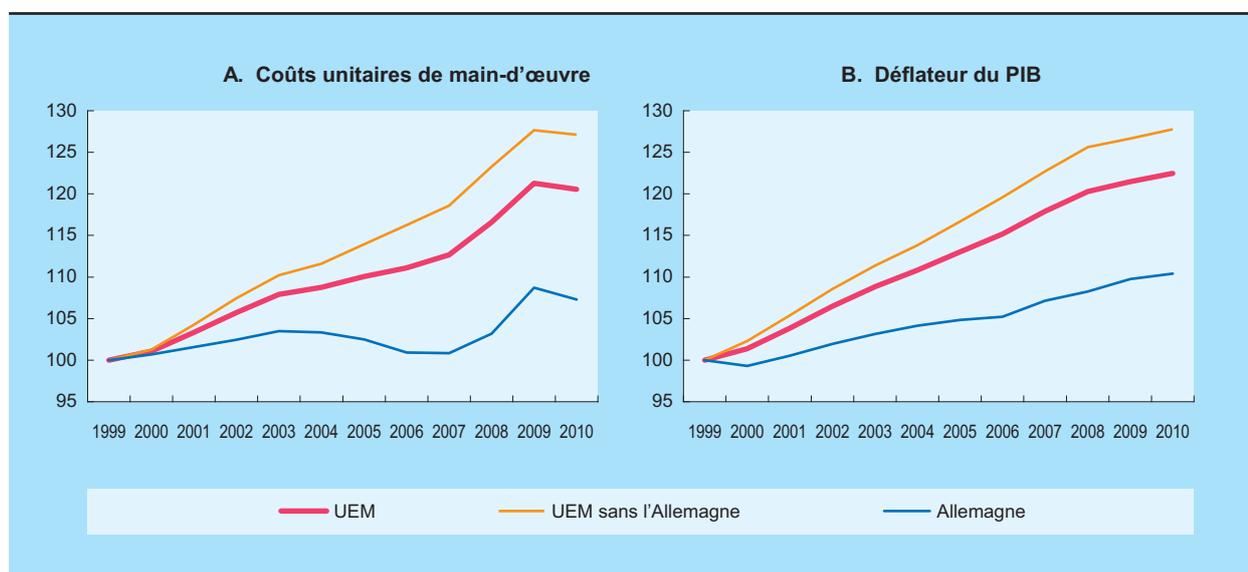
au point de déclencher une crise des paiements ils avaient encore pu procéder à des ajustements – même si ceux-ci avaient un coût – en dévaluant fortement leur taux de change nominal – une possibilité dont ne disposent pas les pays de la zone euro.

Dans un univers de taux de change absolument fixes ou dans une zone monétaire unique, si dans un pays les prix et les coûts unitaires de main-d'œuvre divergent durablement de ceux de ses principaux partenaires commerciaux, il en résulte des déficits extérieurs intenablement qui menacent l'existence même du mécanisme monétaire. En ce sens, la crise de la monnaie européenne commune était prévisible. Depuis la fin des années 1990, l'Allemagne, principale économie de la zone euro et principal partenaire commercial des autres membres de la zone, a pris des mesures vigoureuses pour tenter de réduire son taux de chômage, toujours élevé. Traditionnellement, les

Graphique 6.8

COÛTS UNITAIRES DE MAIN-D'ŒUVRE ET DÉFLATEUR DU PIB DANS L'UEM, 1999-2010

(Indices, 1999 = 100)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après la base de données CE-AMECO.

Note: Sont membres de l'UEM les pays suivants: Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal.

hausse des salaires nominaux en Allemagne avaient été modérées, et conformes à un objectif d'inflation bas, mais positif, d'environ 2 %. Mais les salaires réels (salaires nominaux corrigés de l'inflation) avaient progressé au même rythme globalement que la productivité (PIB divisé par le nombre d'heures travaillées). La nouvelle politique suivie – inspirée de la théorie néoclassique de l'emploi – entendait réduire le chômage en empêchant les coûts unitaires de main-d'œuvre d'augmenter. Ce changement de politique en Allemagne a coïncidé avec la mise en place de l'Union économique et monétaire européenne (UEM). Comme en Allemagne les coûts unitaires de main-d'œuvre – le principal déterminant des prix et de la compétitivité – n'ont pratiquement pas augmenté après la mise en place de l'Union économique et monétaire (graphique 6.8), on a assisté à des mouvements complètement divergents des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les pays membres de cette union.

Dans la plupart des pays d'Europe du Sud membres de la zone euro, la marge de progression des salaires nominaux par rapport à l'augmentation de la productivité nationale et à l'objectif d'inflation

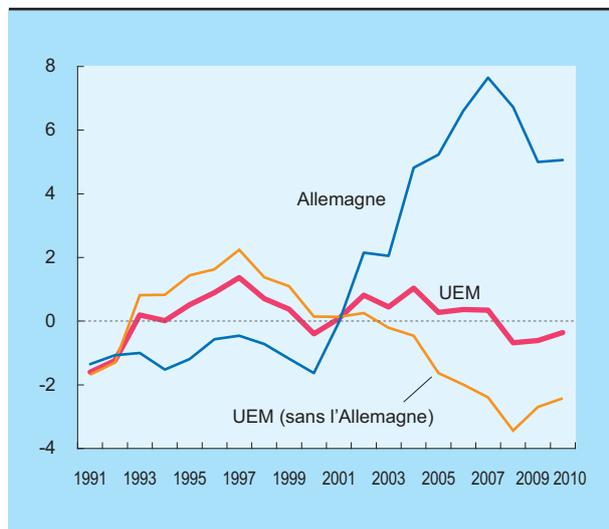
commun de 2 % a été assez stable. La France restait dans la moyenne souhaitable, avec une hausse des salaires nominaux en parfaite convergence avec la progression de sa productivité et l'objectif d'inflation de 2 %. Mais la dynamique d'une divergence annuelle même «modeste» devient catastrophique quand elle se poursuit sur une durée de dix ans, voire davantage. À la fin de la première décennie d'existence de l'Union économique et monétaire, il y avait ainsi un écart de 25 % des coûts et des prix entre l'Allemagne et les pays d'Europe du Sud membres de la zone euro, et de 15 % entre l'Allemagne et la France. Autrement dit, le taux de change réel de l'Allemagne s'était fortement déprécié quand bien même il n'y avait plus de monnaies nationales.

Et cette divergence des coûts unitaires de main-d'œuvre se reflétait dans les écarts de prix. Si l'Union économique et monétaire dans son ensemble avait atteint pratiquement à la perfection son objectif d'inflation de 2 %, il y avait d'importantes différences entre les pays membres (graphique 6.8). De ce point de vue encore, la France était de loin le «meilleur élève» avec un taux d'inflation parfaitement conforme à l'objectif européen, tandis

Graphique 6.9

BALANCES DES OPÉRATIONS
COURANTES DANS L'UEM, 1991-2010

(En pourcentage du PIB)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après la base de données CE-AMECO.

Note: Pour la liste des pays membres de l'UEM, voir la note du graphique 6.8.

qu'en Allemagne le taux d'inflation était inférieur à l'objectif, et dans les pays d'Europe du Sud membres de la zone euro largement supérieur à l'objectif. Mais l'idée que le marché unique européen conduirait à une égalisation des prix grâce à la libre circulation des marchandises, des capitaux et de la main-d'œuvre, ne s'est pas concrétisée. Les écarts accumulés donnent en effet à l'Allemagne un important avantage absolu dans le commerce international, et aux autres pays un handicap absolu. Un produit comparable qui était vendu en 1999 au même prix sur le marché européen et sur le marché mondial pouvait être vendu en 2010 par l'Allemagne à un prix inférieur de 25 % en moyenne – par rapport aux autres pays de l'Union économique et monétaire – à son prix de dix ans auparavant, sans peser sur la marge bénéficiaire.

Pour se convaincre de l'important rôle des considérables écarts de coûts et de prix ainsi accumulés durant la dernière décennie, il suffit de voir les effets énormes et cumulatifs qu'ils ont eus sur les échanges commerciaux. Comme l'Allemagne «vendait» de moins en moins cher que les autres pays, ses exportations ont prospéré et ses importations ont diminué. Dans le même temps, la France et les pays

d'Europe du Sud membres de la zone euro ont vu se creuser leurs déficits commerciaux et courants. Alors que la balance commerciale était globalement satisfaisante depuis de nombreuses années, la mise en place de l'union monétaire a marqué le début d'une longue période de creusement des déséquilibres (graphique 6.9). Et le choc de la crise financière avec ses effets dévastateurs sur le commerce mondial n'a pas modifié la tendance. En Allemagne, l'excédent courant a augmenté à nouveau en 2010, et il devrait atteindre un nouveau chiffre record en 2011.

La récession profonde due à la crise et les programmes d'austérité mis en place par la suite par les pays en déficit ont tendance à réduire les déficits. Mais si les pays concernés ne parviennent pas à améliorer leur compétitivité globale, il n'y a guère de chances d'une reprise rapide, précisément à cause des programmes d'austérité et des importantes réductions des dépenses publiques. En outre, si dans ces pays la demande intérieure reprend, le déficit courant se creusera de nouveau rapidement.

Sur le plus long terme, il est clair que sans la possibilité de procéder à des ajustements de leurs taux de change, les pays doivent converger à titre permanent vers un objectif d'inflation commun. L'énorme écart de compétitivité doit être comblé, faute de quoi il apparaîtra de moins en moins probable que les pays avec une monnaie considérablement surévaluée puissent rembourser leur dette. Tout remboursement net de la dette extérieure implique un excédent courant dans le pays débiteur et un déficit courant dans le pays créancier. Pour que cela fonctionne, une attitude de solidarité ou à tout le moins de négligence bienveillante de la part des pays à excédent est indispensable (Keynes, 1919).

Or les pays avec un déficit extérieur et un endettement extérieur intenable ne peuvent pas faire faillite ou disparaître comme des entreprises dans la même situation; ils doivent trouver des solutions pour éviter que pratiquement toutes leurs entreprises soient désavantagées dans l'absolu par rapport à leurs concurrents des autres pays. La solution la moins coûteuse serait de réduire les coûts de production (c'est-à-dire essentiellement les salaires nominaux) uniquement dans les secteurs économiques qui doivent affronter la concurrence internationale. Mais cela est impossible lorsque le niveau des salaires n'est pas différent entre les entreprises qui exportent et celles qui n'exportent pas, et lorsque la plupart des

entreprises produisent à la fois pour l'exportation et pour le marché intérieur. Seule une dévalorisation de la monnaie permettrait en ce cas de réduire les salaires – par rapport à leur niveau en monnaie étrangère – lorsque cette réduction s'impose. Ainsi, la demande intérieure souffrirait moins que s'il était procédé à une baisse généralisée des salaires, mais les importations deviendraient plus coûteuses et auraient donc tendance à être remplacées par des biens produits dans le pays; dans le même temps les exportations deviendraient moins coûteuses sur les marchés extérieurs³.

On voit donc que dans l'UEM et les arrangements similaires où il est impossible d'ajuster le taux de change nominal, la situation est particulièrement compliquée puisqu'un pays en déficit n'a pas l'option de dévaluer son taux de change nominal. La seule solution est une dévaluation du taux de change réel avec une baisse des salaires dans le pays concerné par rapport aux salaires dans les pays concurrents dont les taux de change réels sont sous-évalués. Mais si le processus passe exclusivement par une réduction généralisée des salaires dans les pays en déficit, il aura d'importants effets préjudiciables sur la demande intérieure. Par exemple, si les pays d'Europe du Sud membres de la zone euro veulent gagner en compétitivité vis-à-vis de l'Allemagne à l'intérieur de l'Union, ils devront tendre vers des coûts unitaires de main-d'œuvre s'inscrivant dans

un objectif d'inflation inférieur à celui de l'UEM, dans une assez forte mesure et pendant assez longtemps. L'effet pour l'UEM dans son ensemble serait clairement déflationniste et menacerait la reprise, en particulier si les mesures en question sont appliquées dans une conjoncture de demande durablement atone (voir aussi le chapitre I). Le processus de convergence des coûts de main-d'œuvre pourrait être facilité – sans effets déflationnistes indésirables pour l'UEM dans son ensemble – si les coûts unitaires de main-d'œuvre en Allemagne augmentaient plus vite que l'objectif d'inflation de l'UEM durant la période d'ajustement.

Il y a des leçons à tirer du cas de l'UEM non seulement pour les pays qui font partie de cette union mais aussi pour les autres pays, en particulier en développement ou émergents. Il en ressort en effet que pour éviter des désalignements du taux de change réel dangereux pour la compétitivité internationale des producteurs, pour l'investissement intérieur dans les capacités productives et donc pour tout le processus de diversification et de modernisation industrielles, ces pays feraient mieux de ne pas s'engager dans des mécanismes de taux de change trop rigides. Dans le même temps, ils ne doivent pas laisser la détermination de leur taux de change nominal au jeu du marché, trop souvent dominé par des mouvements de capitaux spéculatifs pouvant induire une instabilité excessive.

E. Un flottement encadré et réglementé comme solution possible⁴

1. Flexibilité du taux de change nominal

La crise financière actuelle a amplement démontré la vulnérabilité des pays en développement et des pays émergents face aux inversions soudaines des flux financiers. Pour contenir ces flux spéculatifs et éviter qu'ils compromettent la stabilité économique

mondiale, il faut une coopération internationale renforcée au niveau des politiques macroéconomiques et financières, ainsi qu'un nouveau cadre pour la gestion des taux de change. Comme argumenté dans le *Rapport sur le commerce et le développement, 2009*, un système qui éviterait les fluctuations excessives et les désalignements des taux de change réels apporterait davantage de stabilité pour les échanges

commerciaux internationaux et pour les décisions d'investissements dans les capacités productives réelles. Un flottement encadré et réglementé avec un objectif de taux de change réel stable permettrait d'y parvenir et réduirait dans le même temps l'attrait des opérations spéculatives de type «carry trade».

À la différence du système de Bretton Woods et du système monétaire européen (SME) de nature similaire existant avant la création de l'euro, le système proposé viserait davantage à éviter l'accumulation de déséquilibres importants qu'à les corriger une fois qu'ils existent. Le système de Bretton Woods et le SME reposaient l'un et l'autre sur l'idée que les pays membres pourraient en principe atteindre des objectifs d'inflation similaires, et que des ajustements des taux de change ne seraient nécessaires qu'en cas de circonstances exceptionnelles. Mais un système de taux de change réels stables, tout en autorisant voire dans certaines circonstances en exigeant des ajustements du taux de change nominal, n'imposerait pas aux pays des objectifs d'inflation identiques. Chaque pays pourrait décider individuellement du niveau d'inflation acceptable ou souhaitable, mais pour éviter que les différentiels d'inflation aient des effets indésirables sur les échanges internationaux et les balances courantes, toute différence de prix et de coûts qui apparaîtrait serait immédiatement compensée par des ajustements correspondants du taux de change nominal.

Le taux de change est une variable clef à la fois dans le commerce international et dans les transactions financières internationales. On pourrait donc envisager un système de flottement encadré et réglementé qui reposerait sur l'un ou l'autre des principes suivants: ajustements des taux de change nominaux en fonction de l'évolution de la parité de pouvoir d'achat (PPA); ou bien ajustements des taux de change nominaux en fonction de l'évolution de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change. Dans le premier cas, le taux de change réel serait maintenu en ajustant les taux de change nominaux pour tenir compte des différentiels d'inflation (ou de coûts unitaires de main-d'œuvre). L'effet sur le taux de change réel d'une inflation plus forte dans un pays serait ainsi compensé par une dévaluation du taux de change nominal. Dans le second cas, il serait procédé aux ajustements en fonction des différentiels d'intérêt

entre les pays. Ainsi, les incitations à s'engager dans des opérations financières de type spéculatif en profitant des écarts importants entre les taux d'intérêt à court terme disparaîtraient en grande partie, de même que l'effet de ces opérations sur le taux de change nominal. Le taux de change réel resterait stable dans l'un et l'autre cas si les différentiels d'inflation étaient reflétés exactement dans les écarts de taux d'intérêt. La première formule vise plus directement à éviter les déséquilibres dans les flux commerciaux, tandis que la seconde entend plutôt éviter les déséquilibres dans les flux financiers. Mais l'une et l'autre conduiraient en principe au même résultat, puisque les écarts entre les taux d'intérêt officiels reflètent en grande partie les différentiels d'inflation, le taux d'inflation lui-même étant très étroitement lié aux mouvements des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Un flottement encadré et réglementé avec un objectif de taux de change réel stable aiderait à créer des conditions stables pour le commerce international...

Mais trois importants problèmes techniques doivent être réglés pour pouvoir appliquer l'une ou l'autre formule. Le premier consiste à déterminer initialement le niveau et la fourchette des taux de change nominaux pour le mécanisme.

Pour déterminer le «taux de change d'équilibre initial» approprié, il faudra établir dans le détail le pouvoir d'achat absolu de toutes les monnaies. Le deuxième problème est le choix du bon indicateur pour mesurer le taux de change pertinent. Dans certains cas, il peut y avoir d'importantes différences entre les indicateurs des prix et ceux des coûts. Le troisième problème consiste à savoir comment les banques centrales appliqueront les règles. Le premier problème n'est pas traité ici, mais dans les sections qui suivent les solutions possibles aux deuxième et troisième problèmes sont passées en revue.

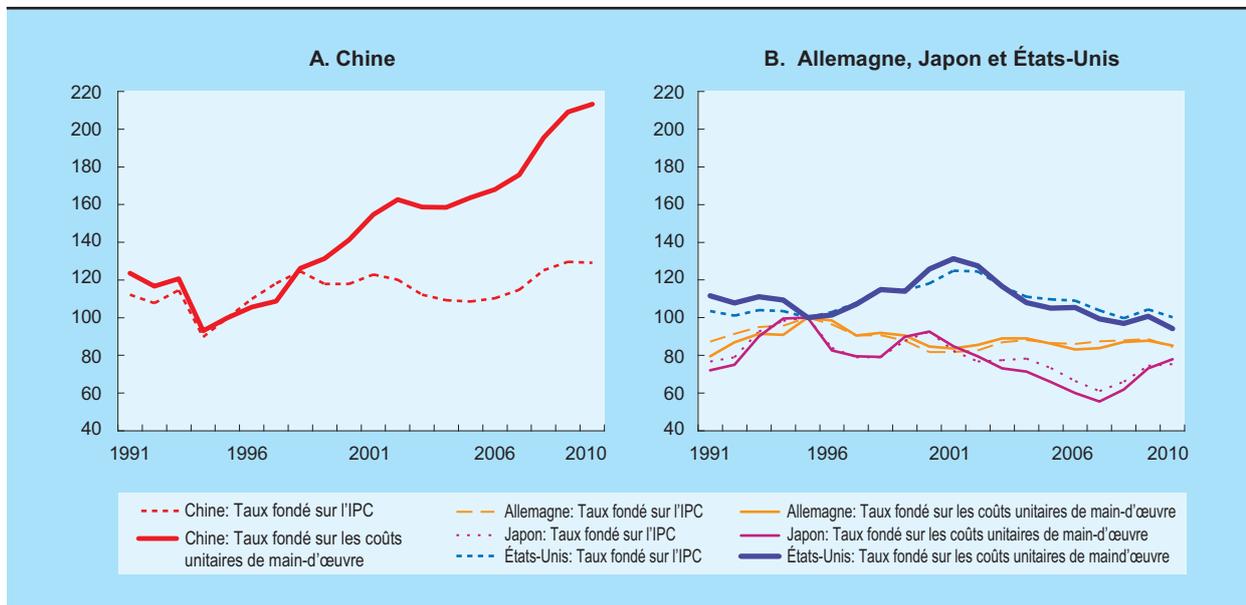
2. Vers une plus grande stabilité du taux de change réel

Lorsque les prix intérieurs augmentent, pour quelque raison que ce soit, le taux de change réel s'apprécie puisque les produits nationaux deviennent plus coûteux que les produits étrangers. Comme un pays commerce non pas avec un seul partenaire commercial mais avec de multiples partenaires, le

Graphique 6.10

**ÉVOLUTION DES TAUX DE CHANGE EFFECTIFS RÉELS FONDÉS SUR L'INDICE DES PRIX
À LA CONSOMMATION ET SUR LES COÛTS UNITAIRES DE MAIN-D'ŒUVRE
DANS CERTAINS PAYS, 1991-2010**

(Indices, 1995 = 100)



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après FMI, base de données des *Statistiques financières internationales*; et Economist Intelligence Unit.

taux de change *effectif* réel est sans doute la variable la plus pertinente, puisqu'il mesure les niveaux de prix de tous les principaux partenaires commerciaux et parce qu'il est calculé en utilisant la moyenne pondérée d'un panier de monnaies. Le taux de change effectif réel mesure la compétitivité globale d'un pays vis-à-vis de ses partenaires commerciaux, et lorsqu'il s'apprécie cela signifie que le pays perd en compétitivité⁵.

Il peut y avoir d'importantes différences dans la mesure de ce taux, selon qu'il est calculé sur la base de l'évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC) ou bien de l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre. Sur le long terme, les coûts unitaires de main-d'œuvre (c'est-à-dire la somme des salaires payés pour produire une unité d'un produit) sont le principal déterminant interne du taux d'inflation (Flassbeck et Spiecker, 2007: 66-70).

... Il faciliterait aussi des décisions d'investissements dans les capacités productives réelles et réduirait l'attrait des opérations spéculatives de type «carry trade».

Le graphique 6.10 montre l'évolution de ces deux indicateurs pour les quatre plus grandes économies en utilisant 1995 (une année de faibles déséquilibres commerciaux au sein du G-20) comme année de référence pour mesurer l'évolution de la parité de pouvoir d'achat. Avec l'un et l'autre indicateurs, les taux de change effectifs réels du Japon et de l'Allemagne montrent que la compétitivité de ces pays s'est notablement accrue par rapport à l'année de référence. Malgré les excédents persistants de ces deux pays et l'appréciation nominale récente du yen japonais, leurs taux de change réels ne se sont pas beaucoup appréciés au cours des années suivantes. Par contre, le dollar s'est fortement apprécié en termes réels entre 1995 et 2001, avec des déficits courants élevés et qui continuaient à augmenter. Même si depuis, la compétitivité des États-Unis s'est redressée de façon régulière, ce pays n'a retrouvé qu'en 2008

son niveau de taux de change effectif réel de 1995. Pour les trois pays, les deux indicateurs évoluent plus ou moins en tandem, ce qui indique qu'il est urgent d'agir pour réduire les déséquilibres en réalignant les taux de change nominaux et les coûts intérieurs.

En Chine, par contre, le taux de change effectif réel fondé sur l'IPC est resté raisonnablement constant depuis la fin des années 1990, mais le taux fondé sur les coûts unitaires de main-d'œuvre s'est beaucoup apprécié depuis 1994. Sa hausse forte et régulière entre 2000 et 2010 indique que le pays a perdu globalement de sa compétitivité, dans une proportion de 40 % environ, durant cette période. Même si les données utilisées pour l'exercice ne couvrent pas la main-d'œuvre chinoise tout entière, il y a de bonnes raisons de penser que les salaires dans l'économie chinoise ont rapidement augmenté ces dernières années (BIT, 2010). La consommation intérieure privée en très forte augmentation est un important indicateur de cette hausse tendancielle importante des salaires nominaux et réels.

Ainsi, d'après l'évolution sur plusieurs années du taux de change effectif réel fondé sur les coûts unitaires de main-d'œuvre en Chine, la progression du compte courant de ce pays a coïncidé avec une perte de compétitivité internationale de ses producteurs, ce qui peut s'expliquer par les particularités du développement économique de la Chine ces vingt dernières années. La Chine est la seule grande économie où les entreprises étrangères dominent les secteurs exportateur et importateur. Les filiales d'entreprises étrangères représentent plus de 60 % des exportations chinoises totales, et la plupart utilisent des technologies avancées, avec une productivité du travail élevée en même temps que des salaires bas en termes absolus. Ce modèle procure des marges de bénéfice considérables et permet aux entreprises de conquérir les marchés mondiaux grâce à des coûts et des prix inférieurs. Même si les salaires nominaux et les salaires réels et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont beaucoup augmenté en Chine depuis dix ans, les marges de bénéfice restent suffisamment grandes pour que les producteurs étrangers puissent maintenir des prix bas afin de préserver leurs parts de marché. Cet avantage des investisseurs étrangers ne disparaîtra que lentement car le processus de rattrapage prendra des années voire des décennies, compte tenu du faible niveau initial des salaires et du capital national en Chine en comparaison avec les pays les plus développés.

Contrairement à ce que pensent certains économistes éminents (voir par exemple Bergsten, 2010), on ne peut pas reprocher à la Chine de se comporter de façon déloyale dans le commerce international parce qu'elle garde un taux de change nominal fixe. Pour la concurrence dans le commerce international, l'important n'est pas le taux de change nominal mais le taux de change effectif réel et son évolution, car c'est ce dernier qui doit servir à mesurer les effets des coûts intérieurs sur les flux commerciaux et les déséquilibres correspondants. Même si l'on n'est pas absolument certain de l'exactitude des données, il est indiscutable qu'en valeur réelle la monnaie chinoise s'est fortement appréciée ces dernières années, puisque les salaires nominaux et les salaires réels en Chine ont progressé beaucoup plus vite, par rapport à la productivité, que dans les autres grandes économies.

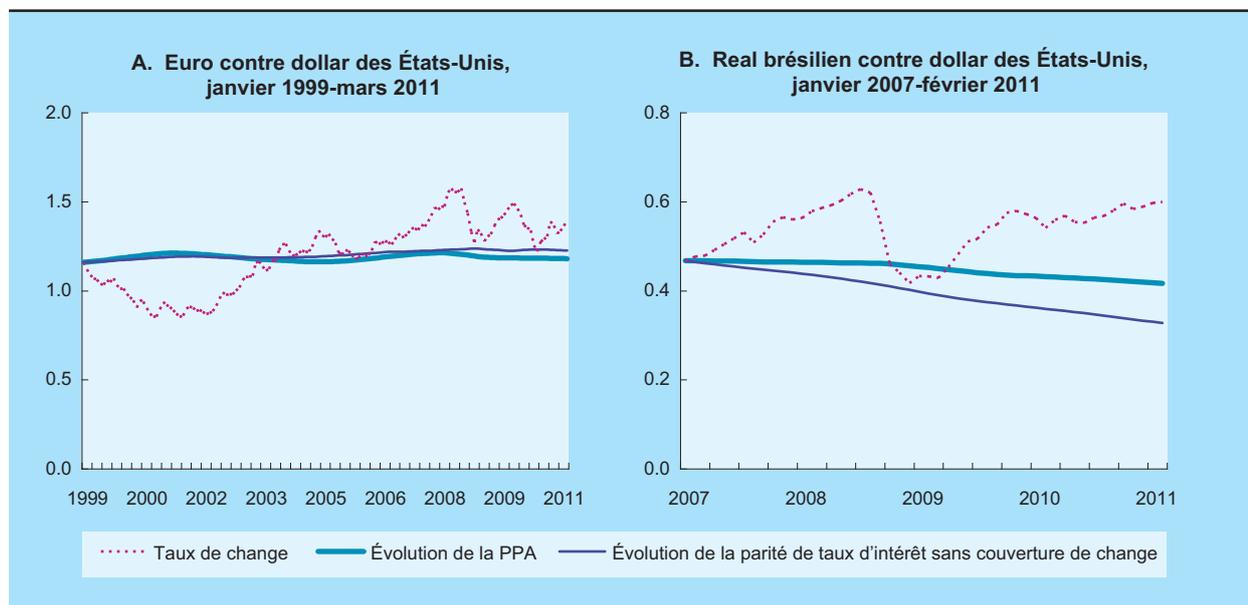
Comme la Chine est un pôle de production manufacturière où sont utilisées les technologies les plus complexes existant dans le monde, le taux de change effectif réel fondé sur les coûts unitaires de main-d'œuvre est l'indicateur le plus fiable de la compétitivité du pays. Si ces coûts augmentent fortement par rapport à la productivité, comme cela s'est produit en Chine, il y a une perte de compétitivité vis-à-vis des producteurs des pays où ces coûts ont moins augmenté. Si dans le même temps le taux de change effectif réel fondé sur l'indice des prix reste inchangé, la situation économique des producteurs n'est pas meilleure puisqu'ils acceptent de sacrifier leurs marges de bénéfice pour maintenir leurs volumes commerciaux. On voit bien ainsi que c'est le taux de change effectif réel fondé sur les coûts unitaires de main-d'œuvre qui indique le vrai résultat, et que le taux fondé sur l'IPC peut être trompeur.

3. Ajustement du taux de change en fonction de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change

Au lieu d'un objectif de taux de change réel en fonction de l'évolution de la PPA, on pourrait aussi envisager, dans un système de flottement encadré et réglementé, la notion d'écart de taux d'intérêt ou parité de taux d'intérêt sans couverture de change. Selon cette formule, le taux de change nominal serait ajusté régulièrement en fonction de l'écart entre le

Graphique 6.11

**TAUX DE CHANGE DE CERTAINES MONNAIES:
VALEURS EFFECTIVES ET TRAJECTOIRES SIMULÉES DE LA PARITÉ DE POUVOIR
D'ACHAT ET DE LA PARITÉ DE TAUX D'INTÉRÊT SANS COUVERTURE DE CHANGE**



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Bloomberg; et FMI, base de données des *Statistiques financières internationales*.

taux d'intérêt du pays et le taux d'intérêt d'une monnaie de référence.

Pour prévenir les opérations spéculatives de «carry trade», cette parité devrait être fondée sur le taux monétaire à court terme (idéalement le taux sur un mois, car il est plus stable que le taux au jour le jour), en général étroitement lié au taux directeur fixé par la banque centrale. Du point de vue technique, ce principe de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change serait plus facile à appliquer que le principe de la parité de pouvoir d'achat. Les données sur les taux d'intérêt sont en effet disponibles au jour le jour, alors qu'en général les données sur l'inflation ou les coûts unitaires de main-d'œuvre ne sont publiées qu'avec un décalage d'un mois environ.

À court terme les résultats obtenus en appliquant une règle ou l'autre peuvent être très différents, surtout si le taux d'intérêt à court terme est utilisé comme principal instrument de politique macroéconomique de la banque centrale. En d'autres termes, si le taux de change est établi en fonction de l'évolution de la PPA il peut demeurer certaines perspectives de profit avec des opérations de «carry trade», auquel cas il faudra peut-être compléter le flottement encadré par

des mesures de contrôle des opérations en capital. En revanche, l'application du principe de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change peut entraîner certaines divergences de PPA à court terme, qui seront toutefois atténuées si la politique macroéconomique contre l'inflation comporte une politique des revenus (*Rapport sur le commerce et le développement, 2010*, chap. V, sect. C). Mais on peut considérer les divergences temporaires de ce type comme un moindre mal par rapport aux importantes fluctuations à court et à moyen terme des taux avec l'actuel régime de taux flexibles⁶.

Le principe de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change peut théoriquement être considéré comme un principe de PPA implicite. Mais lorsque l'inflation intérieure, et par conséquent le taux directeur national, sont très élevés, toute dévaluation résultant du système de flottement contrôlé et de l'application du principe de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change entraînera une hausse rapide des prix des importations, et contribuera donc encore plus à alimenter l'inflation. On voit bien que dans ce cas-là, il pourrait être plus approprié d'appliquer le principe de la parité de pouvoir d'achat fondée sur le coût unitaire de main-d'œuvre.

Pour la parité euro-dollar au cours des douze dernières années, les différences sont quasiment négligeables (graphique 6.11A). Mais pour les autres monnaies, en particulier de pays émergents, les différences sont beaucoup plus importantes. Le

choix doit donc dépendre de la situation spécifique de chaque pays. Mais pour un pays comme le Brésil, l'application de l'un ou l'autre principe aurait évité l'appréciation trop forte et injustifiée du real (graphique 6.11B).

F. Limites et efficacité du flottement contrôlé

1. Efficacité des interventions sur les marchés des changes

L'une et l'autre formules de flottement encadré et réglementé décrites dans la section précédente impliquent une intervention régulière des banques centrales sur le marché des changes. Il est donc important de savoir si cette intervention est possible vu l'énorme volume des transactions sur les marchés monétaires aujourd'hui. Pour certains, ces interventions étaient inopérantes et il était impossible de tenir un objectif de taux de change en raison de l'extrême mobilité des capitaux et des vaines tentatives de stérilisation des flux internationaux de capitaux vu leur gigantesque volume. Et une banque centrale qui tenterait de tenir l'objectif de taux de change en intervenant sur le marché des devises perdrait tôt ou tard le contrôle de la masse monétaire nationale (Lee, 1997: 3).

Mais l'idée que les interventions sur les marchés des changes sont inefficaces comporte un important vice d'ordre méthodologique: comment prouver ce qui se serait passé en l'absence d'intervention? Pour ce faire, il faudrait en effet une théorie généralement acceptée de la détermination des taux de change dans un régime de taux complètement flexibles, mais il n'existe tout simplement pas de telle théorie. En outre, les objectifs concrets des banques centrales ne sont pas rendus publics et on peut supposer aussi qu'ils évoluent au fil du temps, d'où la difficulté d'évaluer empiriquement si les interventions ont permis ou non d'atteindre l'objectif voulu. Si elles étaient inefficaces, cela impliquerait que les ventes

ou les achats additionnels massifs d'un actif sont sans effet sur son prix sur le marché. L'argument ne serait plausible que si l'intervention de la banque centrale déclenchait chez les autres acteurs du marché une modification de la demande ou de l'offre de l'actif en question qui compenserait exactement les ventes ou les achats effectués par la banque centrale. Mais comme les interventions des banques centrales sont en général secrètes, des réactions compensatoires systématiques des acteurs du marché sont impossibles.

En réalité, les interventions des banques centrales sont plus ou moins efficaces en fonction de leur objet: une banque centrale essayant de stopper une dépréciation de sa monnaie a beaucoup moins de chances de réussir que si elle essayait de stopper un mouvement d'appréciation. Pour contrer un mouvement de dépréciation, la banque centrale doit acheter sa propre monnaie sur le marché des changes en vendant des devises. Dans le système actuel, la portée de ces interventions est limitée par le volume des réserves de change accumulées dans le passé. Les acteurs des marchés financiers connaissent évidemment cette limite, et ils peuvent donc souvent spéculer avec succès contre la banque centrale. Par contre, la banque centrale qui veut éviter l'appréciation de sa monnaie achète des devises en vendant de la monnaie nationale. Comme celle-ci est disponible sans limites, l'intervention n'est pas limitée quantitativement, de sorte que les acteurs des marchés ne seront pas tentés de spéculer avec insistance contre les interventions en ce sens⁷. Les pays en développement et les pays émergents devraient donc se fixer des objectifs de taux de change réels de manière à éviter une surévaluation (voir encadré 6.1).

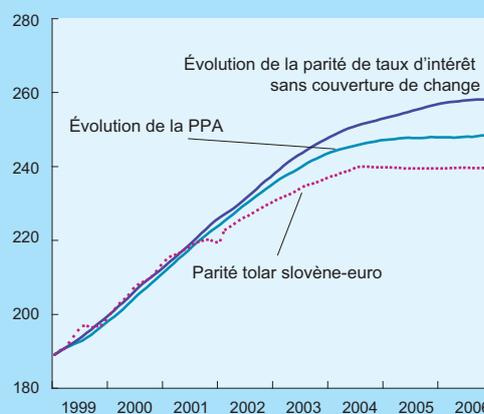
Encadré 6.1

LA SLOVÉNIE – UN EXEMPLE DE FLOTTEMENT CONTRÔLÉ RÉUSSI

On connaît peu la stratégie de flottement contrôlé appliquée avec succès par la Slovénie (voir Bohne et Košak, 2007) avant qu'elle intègre la zone euro. Dans son rapport annuel de 2003, la Banque de Slovénie décrivait comme suit sa stratégie: «La Banque de Slovénie a géré la parité euro-tolar conformément au principe de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change, en tenant compte de l'inflation passée et des attentes inflationnistes, des taux d'intérêt directeurs de la Banque centrale européenne et de la prime de risque implicite.

Dans le même temps, elle a cherché à maintenir le niveau des taux d'intérêt réels, à réduire l'inflation et à parvenir à la convergence des taux d'intérêt nominaux en vue de l'admission dans l'Union économique et monétaire» (Banque de Slovénie, 2003: 23). Pendant de nombreuses années, la parité euro-tolar slovène a suivi une trajectoire très stable par rapport à celle de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change (graphique), et même identique entre janvier 1999 et la fin de 2001. Puis sa courbe tendancielle s'est un peu aplatie, tout en restant très stable. À partir de janvier 2004, l'objectif est devenu un taux de change stable par rapport à l'euro, le tolar étant intégré dans le mécanisme de change européen II.

PARITÉ TOLAR SLOVÈNE-EURO: VALEURS EFFECTIVES ET TRAJECTOIRES SIMULÉES DE LA PARITÉ DE POUVOIR D'ACHAT ET DE LA PARITÉ DE TAUX D'INTÉRÊT SANS COUVERTURE DE CHANGE, JANVIER 1999-DÉCEMBRE 2006



Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après FMI, base de données des *Statistiques financières internationales*.

2. Portée des interventions sur les marchés des changes et coût de la stérilisation

Les adversaires des politiques d'intervention sur les marchés des changes invoquent aussi le coût potentiel de la stérilisation (Lee, 1997: 5; Bénassy-Quéré et Pisani-Ferry, 2011: 30). Normalement, les plus importantes positions inscrites à l'actif du bilan de la banque centrale servent à refinancer les crédits pour le système bancaire national et les obligations d'État nationales. La banque centrale qui achète un certain montant d'avoirs extérieurs doit réduire ses crédits de refinancement du même montant si elle veut éviter que l'intervention pèse sur la base monétaire. Par ailleurs, les crédits de refinancement pour le système bancaire national sont des crédits à

court terme qui peuvent être facilement ajustés, et le stock d'obligations d'État nationales détenu par la banque centrale peut être réduit très rapidement par des ventes sur le marché hors banque.

Même si les pressions à la hausse sur le taux de change sont si fortes qu'elles exigent une intervention dont l'ampleur dépasse la somme des crédits de refinancement et des autres avoirs intérieurs détenus par la banque centrale, celle-ci peut continuer à stériliser l'effet de liquidité de l'intervention sur le marché des changes en émettant des bons de caisse. Elle peut également offrir aux banques la possibilité de déposer la liquidité en excès dans un compte rémunéré auprès de la banque centrale. En principe, ces deux instruments pouvaient être utilisés sans limite quantitative, le système bancaire national passant ainsi d'une position débitrice nette à une position créditrice nette vis-à-vis de la banque centrale (voir

Encadré 6.2

INTERVENTION STÉRILISÉE ET BILAN DE LA BANQUE CENTRALE DE CHINE

Le bilan de la Banque centrale de Chine montre que celle-ci cherche à stériliser l'effet de liquidité sur le système bancaire du pays des interventions sur le marché des changes en attirant les dépôts bancaires et en émettant des titres de stérilisation.

BILAN SIMPLIFIÉ DE LA BANQUE CENTRALE DE CHINE, DÉCEMBRE 2010

(En milliards de yuans)

Actifs		Passif	
Avoirs extérieurs	21 542	Obligations à court terme	4 050
Créances sur d'autres institutions de dépôt	949	Base monétaire	18 531
Autres avoires intérieurs	3 437	Autres passifs	3 347
Total	25 928	Total	25 928

Source: Bilan de l'Autorité monétaire de la Banque centrale de Chine, Survey and Statistical database, voir: <http://www.pbc.gov.cn/publish/html/2010s04.htm>.

Du côté de l'actif, les réserves de change représentent 83 % de l'actif total, et les créances sur les institutions de dépôt 4 % seulement des avoires de la Banque centrale. Le passif est constitué à 16 % d'obligations. La Banque centrale de Chine fait largement appel pour stériliser les interventions sur le marché des changes à des réserves obligatoires, ce qui explique la forte part de la base monétaire dans le passif. Depuis avril 2011, il est imposé un taux de réserves obligatoires record de 20 %. Pour la Banque centrale, cette stérilisation par le biais des réserves offre l'avantage d'éviter de verser des intérêts aux banques. Mais ces réserves ne portant pas intérêt constituent une taxe implicite sur les services bancaires d'intermédiation de crédit, ce qui incite fortement à effectuer ce type d'opération sans passer par le système bancaire établi. Cet inconvénient peut toutefois être évité si, comme en Chine et dans un certain nombre d'autres pays, un intérêt est versé sur les réserves obligatoires (pour la Chine, voir Geiger, 2008).

l'exemple de la Banque centrale de Chine présenté dans l'encadré 6.2). Par voie de conséquence, le taux directeur à travers lequel la banque centrale contrôle le taux sur le marché monétaire national ne serait plus le taux de ses opérations de refinancement, mais le taux de la facilité de dépôt ou le rendement qu'elle offre pour ses bons de caisse.

Les coûts des interventions stérilisées dépendent des coûts en termes d'intérêt et des pertes ou des gains en termes de valorisation des réserves de change de la banque centrale. On entend par coûts en termes d'intérêt les intérêts non perçus à cause de la diminution des crédits de refinancement, plus les intérêts que la banque centrale doit éventuellement verser pour une facilité de dépôt ou pour des titres de stérilisation, moins les intérêts tirés des avoires extérieurs acquis par l'intervention. Si le taux directeur

national est supérieur au taux à court terme extérieur, la banque centrale supporte effectivement une perte de taux d'intérêt liée à l'intervention stérilisée. Mais le coût total des interventions stérilisées dépend aussi de la valeur des avoires extérieurs nets. Si le taux de change est lié à l'évolution de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change ou de la parité de pouvoir d'achat et que le taux d'intérêt national est supérieur au taux extérieur, la valeur des avoires extérieurs augmente au fur et à mesure que la devise s'apprécie. Ainsi, les coûts en termes d'intérêt des interventions stérilisées pour la banque centrale sont compensés par un gain de réévaluation.

Lorsque la banque centrale n'a pas d'avoires extérieurs avant l'intervention stérilisée et que, par conséquent, le taux de change est ajusté en fonction de la parité de taux d'intérêt sans couverture de

change, les gains de réévaluation des avoirs extérieurs compensent les pertes dues à l'écart entre les intérêts perçus sur les avoirs en devises et le coût des intérêts à verser aux banques nationales sur les instruments de stérilisation. Mais il peut aussi y avoir des coûts pour l'économie dans son ensemble: en effet, de même que la valeur des avoirs extérieurs de la banque centrale, la valeur en monnaie nationale de la dette extérieure privée et publique du pays augmentera elle aussi. L'effet net sera donc différent selon que l'économie dans son ensemble est un débiteur extérieur net, ou bien un créancier extérieur net. Tant que le pays a une dette extérieure nette importante, il devra sans doute se montrer prudent avant d'appliquer une telle stratégie.

En tout état de cause, même si l'application d'un système de flottement contrôlé reposant sur la parité de pouvoir d'achat ou sur la parité de taux d'intérêt sans couverture de change implique certains coûts, on peut penser que ceux-ci seront largement compensés par les gains macroéconomiques en termes de stabilité et de prévisibilité accrues du taux de change obtenus grâce à une meilleure compétitivité à l'international des producteurs nationaux, à des conditions d'investissement stables dans les capacités productives réelles, et par conséquent à une croissance plus rapide du PIB.

G. Coopération internationale pour la gestion des taux de change

Une stratégie de flottement encadré et réglementé des taux de change peut être appliquée de façon unilatérale ou, avec de bien plus grandes possibilités d'intervention, dans le cadre d'accords bilatéraux ou comme un élément clef de la coopération monétaire au niveau régional. En termes de stabilité financière internationale, le gain obtenu sera néanmoins optimal si les règles de flottement contrôlé sont appliquées au niveau multilatéral et s'inscrivent dans la gouvernance financière mondiale.

Lorsqu'elle est appliquée de façon unilatérale, la stratégie de flottement encadré permet aux pays de se protéger, à titre individuel, contre les opérations de «carry trade» lorsque le taux d'intérêt national est supérieur au taux d'intérêt du pays de la monnaie de référence, puisqu'elle réduit considérablement, voire totalement les perspectives de profit sans risques attendues de ces opérations. Cette stratégie permet donc d'éviter une appréciation des taux de change nominaux et réels, avec leurs effets délétères sur la compétitivité du secteur marchand de l'économie. Elle n'incite plus par ailleurs les débiteurs nationaux à s'endetter en monnaie étrangère quand cela

n'est pas indispensable, par exemple si les recettes d'exportation ne procurent pas assez de devises. La crise asiatique et aussi l'expérience de l'Islande et de certains pays d'Europe orientale au cours de la décennie écoulée ont mis en relief les importants risques que comporte l'endettement en monnaie étrangère des ménages et des entreprises. Mais cette stratégie unilatérale de flottement encadré et réglementé a ses limites, celles des réserves de change, en cas de pressions à la baisse, comme vu plus haut. Ce problème ne peut être surmonté que par une coopération entre les banques centrales. Si deux banques centrales impliquées dans la détermination au niveau bilatéral de leur taux de change sont prêtes à coopérer, l'une d'entre elles sera toujours en position plus forte que l'autre parce qu'elle pourra intervenir avec sa propre monnaie.

Les stratégies bilatérales de flottement encadré permettent à deux pays de contrôler de façon presque parfaite leur taux de change bilatéral. Comme les pressions à la hausse sur une monnaie sont toujours contrebalancées par des pressions à la baisse sur l'autre monnaie, les deux pays peuvent défendre leur

parité bilatérale sans être limités par un problème de réserves, comme pour une intervention unilatérale (ou symétrique). En d'autres termes, les deux pays ne seront plus victimes d'attaques spéculatives dirigées contre leur parité bilatérale. Mais il est clair que pour qu'une solution bilatérale puisse fonctionner sans heurt, il faut que les pays appliquent des politiques macroéconomiques plus ou moins similaires.

Pour les stratégies régionales de flottement contrôlé, un groupe de pays pourrait se mettre d'accord sur une politique commune de taux de change fondée sur les principes de flottement contrôlé examinés ici. Ils pourraient par exemple convenir d'une matrice de parités de taux d'intérêt au niveau bilatéral, qui serait modifiée en continu en fonction des mouvements de la parité de pouvoir d'achat et/ou de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change. Le système monétaire européen qui a précédé l'introduction de l'euro pouvait être considéré comme un système de flottement contrôlé de facto, où il était procédé à certains ajustements spécifiques (la Banque centrale allemande intervenant en faveur des monnaies plus faibles du système) et où d'amples crédits d'intervention à court terme étaient disponibles. Un système de flottement contrôlé similaire pourrait constituer le noyau d'une coopération monétaire régionale dans certaines parties de l'Asie et de l'Amérique latine.

On pourrait concevoir un mécanisme international de flottement contrôlé sous la forme d'un

système de points d'ancrage multiples. Les grandes monnaies (dollar, euro, renminbi, yen, livre sterling) formeraient un réseau de parités bilatérales fondées sur la parité de pouvoir d'achat et/ou la parité de taux d'intérêt sans couverture de change, des interventions bilatérales étant prévues lorsque nécessaire. Les autres pays pourraient choisir l'un de ces points d'ancrage comme monnaie de référence et organiser, en collaboration avec la banque centrale du pays

de la monnaie d'ancrage, un mécanisme de parités nominales bilatérales. Cela impliquerait bien entendu un engagement de la banque centrale du pays de la monnaie d'ancrage d'intervenir en faveur des pays à monnaie plus faible si de fortes pressions à la baisse s'exerçaient sur ces derniers.

En tout état de cause, si grâce à ce système on pouvait

éviter l'appréciation d'une monnaie à cause de flux de capitaux spéculatifs, le risque ensuite d'une attaque spéculative à la baisse serait bien moindre. Le système épargnerait aussi aux banques centrales la nécessité d'accumuler des réserves de change pour des raisons de précaution, et par conséquent la nécessité pure et simple d'une intervention symétrique. Et s'il s'exerçait malgré tout des pressions à la baisse, l'application de mesures de contrôle des opérations en capital offrirait un moyen de défense supplémentaire. Des taux de change prévisibles sont au moins aussi importants pour le bon fonctionnement du système commercial international que des règles commerciales convenues au niveau multilatéral.

S'il était possible d'éviter l'appréciation d'une monnaie à cause de flux de capitaux spéculatifs, on réduirait sensiblement le risque d'une attaque spéculative pouvant conduire à des pressions à la baisse.

H. La politique économique et le rôle de l'intervention

Il ressort clairement de la discussion qu'il est possible de mettre en place au niveau mondial un système monétaire réglementé, qui:

- Favoriserait un système commercial international équitable;
- Offrirait des chances égales aux entreprises;
- Éviterait les effets délétères de la concurrence entre les pays;

- Amplifierait la marge de manœuvre pour les politiques monétaires nationales; et
- Minimiserait les frictions provoquées par les flux de capitaux à court terme.

Un système prévoyant une intervention cohérente des autorités monétaires sur la base de règles convenues au niveau international aiderait les États souverains à ouvrir leur économie et à bénéficier mutuellement d'échanges de marchandises et de services accrus.

Il est indispensable de mettre en place un système monétaire qui fonctionne bien, car ce système est en quelque sorte la soupape qui règle la pression dans l'ensemble du système et qui empêche qu'une pression excessive dans certains éléments du système compromette l'intégrité du système tout entier. Il a été largement démontré que laissé à lui-même, le marché était incapable de fixer des taux de change qui reflètent les fondamentaux des pays désireux d'échanger des marchandises et des services. Lorsqu'il s'agit d'élaborer des politiques économiques, on a souvent considéré que c'était surtout les chocs réels qui devaient être absorbés par le système international. Mais il est apparu après plusieurs décennies d'expérience que les chocs monétaires, surtout dans un système de taux de change flexibles, étaient beaucoup plus graves et dangereux s'ils n'étaient pas contrôlés collectivement. La divergence des valeurs nominales est devenue dans l'économie mondialisée un phénomène beaucoup plus fréquent que celui des divergences réelles.

Mais il ne sera pas forcément facile de convaincre des États souverains, ayant pour certains une banque centrale indépendante, d'accepter la coopération monétaire nécessaire. C'est pourquoi la priorité essentielle de la communauté internationale est de se mettre d'accord sur un mécanisme pour définir les parités des différentes monnaies. Dans l'actuel «non-système», chaque pays s'efforce de trouver des solutions temporaires et pragmatiques à ses problèmes de surévaluation ou de sous-évaluation. L'une des solutions possibles consiste à intervenir, quotidiennement s'il le faut, sur les marchés des changes; une autre consiste à contrôler les opérations en capital ou à taxer les entrées de capitaux spéculatifs. Ces mesures sont tout à fait justifiées tant que l'on continue à considérer que le marché est en mesure d'établir les «bons» taux de change. Mais elles n'apportent pas de solution au problème

le plus pressant: appliquer le principe de l'«impératif catégorique» pour les opérations de change au niveau international, en trouvant la valeur internationale de la monnaie d'un pays que tous ses partenaires commerciaux puissent accepter.

Il est préconisé pour ce faire, dans le présent chapitre, deux principes que l'on peut considérer comme complémentaires. Le principe de la parité de pouvoir d'achat, fondé sur les différentiels d'inflation, vise à offrir des conditions égales à tous pour les échanges internationaux et à prévenir les chocs dus à la perte de compétitivité d'un pays dans son ensemble. Le principe de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change vise à éviter les écarts de taux d'intérêt et par conséquent à minimiser les flux financiers à court terme qui utilisent ces écarts pour spéculer avec les monnaies, et qui trop souvent poussent la valeur de la monnaie dans le mauvais sens (c'est-à-dire à contre-courant des fondamentaux) pendant des périodes de temps prolongées. Si l'on peut considérer la PPA comme l'«impératif catégorique» parce qu'elle neutralise directement les chocs nominaux dus aux différentiels d'inflation et offre des chances égales à tous pour le volet monétaire de l'économie, la parité de taux d'intérêt sans couverture de change est une règle plus pratique qui peut être appliquée sur des périodes beaucoup plus brèves. Ce dernier argument n'est pas négligeable dans un monde d'opérations financières instantanées, où les acteurs intervenant sur les marchés réagissent à la seconde pour exploiter les différences de prix. Face à cette situation, le système de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change permet aux banques centrales d'utiliser des programmes informatiques pour agir sur le taux de change aussi rapidement que les opérateurs de marché, afin de décourager cette forme de spéculation déstabilisante. Le principe de la parité de pouvoir d'achat, où les fondamentaux (les différentiels d'inflation) ne sont normalement disponibles que mensuellement, peut être considéré comme la règle absolue à moyen terme à laquelle on doit revenir en cas de «dérapage» des taux de change fondés sur la parité de taux d'intérêt sans couverture de change à cause d'interventions de politique monétaire extraordinaires.

Un accord devrait pouvoir être trouvé sur le principe de ce mécanisme, même si ses termes concrets mériteraient d'être discutés plus avant. Ceux qui le rejettent, par exemple au prétexte que les gouvernements ne peuvent pas mieux connaître la

valeur correcte d'une monnaie que les marchés, pourraient constater s'ils examinaient la performance des marchés financiers que ces marchés se sont souvent trompés. Il est facile de comprendre la raison de cet échec, qui ne remet d'ailleurs pas en cause l'idée de la supériorité du marché pour déterminer les prix sur les marchés individuels en général. Mais il existe une importante différence entre les marchés financiers et les marchés normaux des marchandises et des services: l'information (comme vu dans le chapitre V). Les prix sur les marchés des marchandises sont déterminés sur la base des éléments d'information dont disposent à titre individuel de nombreux producteurs et consommateurs indépendants (le marché morcelé à l'extrême décrit par Hayek (1949)). Sur les marchés financiers, il n'y a guère d'informations individuelles fondées sur des préférences; ces marchés s'en remettent davantage à des intuitions permanentes quant au comportement de tous les autres acteurs du marché. Tous les acteurs ont plus ou moins les mêmes informations générales sur l'économie dans son ensemble ou sur un marché particulier, mais le marché est de ce fait beaucoup plus déterminé par les attentes concernant le comportement des autres. Ce comportement moutonnier est une caractéristique générale et constante des marchés financiers qui a l'effet exactement inverse de celui attendu d'un marché morcelé tel que décrit par Hayek. L'analyse des informations individuelles indépendantes est remplacée par des suppositions voire des paris sur l'évolution la plus probable du marché, sur la base d'informations généralement partagées et toujours incomplètes sur les perspectives futures. Il n'y a pas de raison de penser que les

gouvernements ou les banques centrales ne puissent pas jouer ce jeu avec autant de succès que les acteurs des marchés.

En ce qui concerne le marché des monnaies, les gouvernements et leurs banques centrales respectives produisent eux-mêmes les informations les plus importantes, celles qui concernent les taux d'inflation et les taux d'intérêt. Comme les taux d'intérêt à court terme sont fixés directement par les banques centrales afin d'atteindre un objectif d'inflation donné, il serait absurde de croire que le marché sait mieux que deux banques centrales quelle est la juste parité entre leurs deux monnaies. De manière tout aussi efficace qu'elles fixent les objectifs nationaux et utilisent les instruments dont elles disposent pour y parvenir, les banques centrales peuvent se mettre d'accord sur la parité entre deux monnaies, pour autant que celle-ci repose sur le principe de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change ou de la parité de pouvoir d'achat.

L'intervention des gouvernements et des banques centrales dans les marchés financiers ne devrait pas être considérée comme une exception au principe des libres marchés, mais comme un moyen de rendre les marchés plus efficaces.

Par conséquent, l'intervention des gouvernements et des banques centrales dans les marchés financiers ne devrait pas être considérée comme une exception au principe des libres marchés, mais comme un moyen de rendre les marchés plus efficaces. On sait d'expérience qu'en laissant la détermination des valeurs macroéconomiques les plus importantes (par exemple taux de change, taux d'intérêt et niveau des salaires) entièrement au marché, il faut s'attendre à des effets de déstabilisation importants, qui exigeront pour finir une intervention de plus grande ampleur encore des gouvernements. ■

Notes

- 1 Mais beaucoup de pays en développement qui ne reçoivent pas ces flux à court terme sont moins soumis à des pressions à la hausse sur leur monnaie, malgré leurs taux d'intérêt plus élevés. En effet, comme les coûts de transaction dans ces pays sont importants, pour que la transaction soit profitable il faudrait qu'il y ait un très fort écart entre les taux d'intérêt. Ces coûts de transaction élevés sont dus à l'absence d'une infrastructure financière adéquate qui permette ou qui facilite les placements financiers à court terme, ou bien au fait que les acteurs du marché ne sont pas certains qu'ils peuvent investir dans ces pays en toute sécurité.
- 2 Le ratio correspond à l'écart de taux d'intérêt sur trois mois entre la monnaie cible et la monnaie de financement, divisé par l'instabilité implicite sur un mois de la parité bilatérale.
- 3 En tout état de cause, dans le pays qui dévalorise sa monnaie, les salaires réels diminuent globalement dans la mesure où l'inflation a tendance à progresser en même temps que les prix des produits importés augmentent.
- 4 La présente section fait fond sur le document d'information établi par Bofinger, 2011.
- 5 Dans la présente analyse, on entend par taux de change réels les taux de change effectifs réels.
- 6 À moyen terme, la différence entre les deux approches n'est pas considérable. Si l'on prend pour faire simple le cas de deux pays, on peut supposer que dans l'un et l'autre pays le taux d'intérêt directeur (i) est déterminé selon la formule de Taylor: $i = r + \pi + 0,5 (\pi - \pi_T) + 0,5 y$. Si l'un et l'autre pays utilisent la même formule et si l'on suppose qu'à moyen terme l'écart de production (y) et le différentiel d'inflation (c'est-à-dire la différence entre le taux d'inflation réel (π) et l'objectif d'inflation (π_T)) seront de zéro et que le taux d'intérêt réel (r) sera identique, les différences entre les taux d'intérêt nominaux et les taux d'inflation seront identiques elles aussi.
- 7 Comme la banque centrale peut créer les engagements qui lui servent à acquérir des réserves de change ex nihilo, il n'est pas juste de dire que les interventions stérilisées «drainent une épargne qui pourrait être utilisée à des fins plus productives» (Bénassy-Quéré et Pisani-Ferry, 2011: 31; voir aussi *Rapport sur le commerce et le développement, 2009*, chap. IV, encadré 4.2).

Bibliographie

- Banque de Slovénie (2003). *Annual Report 2003*. Ljubljana, Slovénie. Voir: http://www.bsi.si/iskalniki/letna_porocila_en.asp?MapaId=711.
- Bénassy-Quéré A. et Pisani-Ferry J. (2011). What international monetary system for a fast-changing world economy? *Bruegel Working Paper No. 06*, avril, Bruxelles.
- Bergsten C. F. (2010). Correcting the Chinese exchange rate. *Testimony before the Hearing on China's Exchange Rate Policy, Committee on Ways and Means, United States House of Representatives*, 15 septembre. Voir: <http://www.iie.com/publications/testimony/bergs-ten20100915.pdf>.
- BIT (Bureau international du Travail) (2010). *Rapport mondial sur les salaires 2010/11: Politiques salariales en temps de crise*. Genève.
- Bofinger P. (2011). The scope for foreign exchange market interventions. Mimeo. Document d'information établi pour le *Rapport sur le commerce et le développement, 2011* de la CNUCED.
- Bohnec D. et Košak M. (2007). Central Bank Sterilization Policy: The Experiences of Slovenia and Lessons for Countries in Southeastern Europe. In: *Proceedings of OeNB Workshops. Oesterreichische nationalbank, Workshop No. 12*, mars. Voir: http://www.oenb.at/de/img/workshop_12_tem14-65927.pdf.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2008. Prix des produits de base, flux de capitaux et financement de l'investissement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.08.II.D.21, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2009. Faire face à la crise mondiale* – *Atténuation des changements climatiques et développement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.09.II.D.16, New York et Genève.
- CNUCED. *Rapport sur le commerce et le développement, 2010. Emploi, mondialisation et développement*. Publication des Nations Unies, numéro de vente: F.10.II.D.3, New York et Genève.
- Communiqué du G-20 (2010). Réunion des Ministres des finances et des Gouverneurs des banques centrales, Gyeongju, République de Corée, 23 octobre 2010. Voir: www.g20.utoronto.ca/2010/g20finance101023.pdf.
- Flassbeck H. et Spiecker F. (2007). *Das Ende der Massenarbeitslosigkeit, Mit richtiger Wirtschaftspolitik die Zukunft gewinnen*. Frankfurt, Westend.
- FMI (2010). *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere*, octobre, Washington, D. C.
- Geiger M. (2008). Instruments of Monetary Policy in China and their Effectiveness: 1994-2006. UNCTAD Discussion Paper No. 187, février, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, Genève.
- Hayek F. A. (1949). *Individualism and Economic Order*. Londres, Routledge et Kegan Paul.
- Keynes M. (1919). The Economic consequences of the Peace. In: Johnson E. et Moggridge D., éd. (1971), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. II. Londres et Basingstoke, Macmillan.
- Lee J. Y. (1997). Sterilizing capital inflows. *Economic issues* No. 7. Washington, D. C., Fonds monétaire international.



**CONFÉRENCE DES NATIONS UNIES
SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT**

Palais des Nations
CH-1211 GENÈVE 10
Suisse
(www.unctad.org)

Choix de publications de la CNUCED

Rapport sur le commerce et le développement, 2010 Publication des Nations Unies, No de vente: F.10.II.D.3
Emploi, mondialisation et développement ISBN 978-92-1-212388-2

- Chapitre I Après la crise mondiale: une reprise inégale et fragile
 Annexe: Les contrats de couverture de défaillance de crédit
- Chapitre II Effets sur l'emploi d'un rééquilibrage de l'économie mondiale
 Annexe: Simulation des effets d'un rééquilibrage mondial sur le commerce et l'emploi: note technique
- Chapitre III Les aspects macroéconomiques de la création d'emplois et du chômage
- Chapitre IV Transformation structurelle et création d'emplois dans les pays en développement
- Chapitre V De nouvelles politiques pour une croissance soutenue, la création d'emplois et la réduction de la pauvreté

Rapport sur le commerce et le développement, 2009 Publication des Nations Unies, No de vente: F.09.II.D.16
Faire face à la crise mondiale ISBN 978-92-1-212371-4
Atténuation des changements climatiques et développement

- Chapitre I L'impact de la crise mondiale et les mesures à court terme pour y faire face
 Annexe: La récession mondiale aggrave la crise alimentaire
- Chapitre II La financiarisation des marchés de produits de base
- Chapitre III Les enseignements de la crise: Comment rendre les systèmes financiers plus sûrs et plus viables?
- Chapitre IV Réforme du système monétaire et financier international
- Chapitre V Atténuation des changements climatiques et développement

Rapport sur le commerce et le développement, 2008 Publication des Nations Unies, No de vente: F.08.II.D.21
Prix des produits de base, flux de capitaux et financement de l'investissement ISBN 978-92-1-212358-5

- Chapitre I La situation actuelle de l'économie mondiale
Tableau annexe du chapitre premier
- Chapitre II Hausses des prix des produits primaires et instabilité
- Chapitre III Flux internationaux de capitaux, solde des opérations courantes et financement du développement
Annexe: Analyse économétrique des déterminants de retournements du solde des opérations courantes accompagnés d'une expansion ou d'une contraction de l'économie
- Chapitre IV Sources intérieures de financement et investissement dans les capacités de production
- Chapitre V L'aide internationale pour la réalisation des OMD et la croissance
Annexe: Description des études économétriques
- Chapitre VI Le débat actuel sur la dette extérieure des pays en développement

Rapport sur le commerce et le développement, 2007 Publication des Nations Unies, No de vente: F.07.II.D.11
La coopération régionale au service du développement ISBN 978-92-1-212342-4

- Chapitre I La situation actuelle de l'économie mondiale
Annexe statistique du chapitre premier
- Chapitre II La mondialisation, la régionalisation et le défi du développement
- Chapitre III Le «nouveau régionalisme» et les accords commerciaux Nord-Sud
- Chapitre IV Coopération régionale et intégration commerciale entre pays en développement
- Chapitre V La coopération financière et monétaire régionale
Annexe 1: La communauté de développement de l'Afrique australe
Annexe 2: Le Conseil de coopération du Golfe
- Chapitre VI La coopération régionale dans les domaines de la logistique commerciale, de l'énergie et de la politique industrielle

Rapport sur le commerce et le développement, 2006 Publication des Nations Unies, No de vente: F.06.II.D.6
Partenariat mondial et politiques nationales de développement ISBN 92-1-212329-5

- Chapitre I Les déséquilibres mondiaux, problème systémique
Annexe 1: Prix des produits primaires et termes de l'échange
Annexe 2: Les théories de l'épargne et de l'investissement
- Chapitre II L'évolution des stratégies de développement – au-delà du Consensus de Monterrey
- Chapitre III L'évolution de l'environnement extérieur du développement
Tableaux de l'annexe du chapitre III
- Chapitre IV La politique macroéconomique à l'ère de la mondialisation
- Chapitre V Politiques nationales à l'appui d'une dynamique productive
- Chapitre VI Institutions et développement économique

Rapport sur le commerce et le développement, 2005 Publication des Nations Unies, No de vente: F.05.II.D.13
Nouvelles formes d'interdépendance mondiale ISBN 92-1-212322-8

- Chapitre I La situation actuelle de l'économie mondiale
- Chapitre II Progression des revenus et évolution de la structure du commerce extérieur en Asie
- Chapitre III L'évolution des termes de l'échange et ses effets sur les pays en développement
Annexe: Distribution de la rente pétrolière et minière: le cas de l'Amérique latine, 1999-2004
- Chapitre IV Vers une nouvelle forme d'interdépendance mondiale

**The Global Economic Crisis:
Systemic Failures and Multilateral Remedies**

Publication des Nations Unies, No de vente: E.09.II.D.4
ISBN 978-92-1-112765-2

*Report by the UNCTAD Secretariat Task Force
on Systemic Issues and Economic Cooperation*

- Chapter I A crisis foretold
- Chapter II Financial regulation: fighting today's crisis today
- Chapter III Managing the financialization of commodity futures trading
- Chapter IV Exchange rate regimes and monetary cooperation
- Chapter V Towards a coherent effort to overcome the systemic crisis

* * * * *

The Financial and Economic Crisis of 2008-2009

Publication des Nations Unies, No de vente: E.11.II.D.11
ISBN 978-92-1-112818-5

Edited by Sebastian Dullien, Detlef J. Kotte,
Alejandro Márquez and Jan Priewe

Introduction

The Crisis – Transmission, Impact and Special Features

Jan Priewe

What Went Wrong? Alternative Interpretations of the Global Financial Crisis

Daniela Magalhães Prates and Marcos Antonio Macedo Cintra

The Emerging-market Economies in the Face of the Global Financial Crisis

Jörg Mayer

The Financialization of Commodity Markets and Commodity Price Volatility

Sebastian Dullien

Risk Factors in International Financial Crises: Early Lessons from the 2008-2009 Turmoil

The Crisis – Country and Regional Studies

Laike Yang and Cornelius Huiyenga

China's Economy in the Global Economic Crisis: Impact and Policy Responses

Abhijit Sen Gupta

Sustaining Growth in a Period of Global Downturn: The Case of India

André Nassif

Brazil and India in the Global Economic Crisis: Immediate Impacts and Economic Policy Responses

Patrick N. Osakwe

Africa and the Global Financial and Economic Crisis: Impacts, Responses and Opportunities

Looking Forward – Policy Agenda

Alejandro Márquez

The Report of the Stiglitz Commission: A Summary and Comment

Ricardo French-Davis

Reforming Macroeconomic Policies in Emerging Economies: From Procyclical to Countercyclical Approaches

Jürgen Zattler

A Possible New Role for Special Drawing Rights In and Beyond the Global Monetary System

Detlef J. Kotte

The Financial and Economic Crisis and Global Economic Governance

* * * * *

Ces publications peuvent être obtenues auprès de librairies et de distributeurs partout dans le monde. Adressez-vous à votre libraire habituel ou écrivez à: Section des ventes et des publications de l'ONU, Palais des Nations, CH-1211 Genève 10 (Suisse), télécopieur: +41-22-917-0027, courriel: unpubli@un.org; ou Publications des Nations Unies, Two UN Plaza, DC2-853, New York, NY 10017, États-Unis d'Amérique, téléphone: +1-212-963-8302 ou +1-800-253-9646, télécopieur: +1-212-963-3489, courriel: publications@un.org. Internet: <http://www.un.org/publications>.

**Regional Monetary Cooperation and Growth-enhancing Policies:
The new challenges for Latin America and the Caribbean**

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2010/1

- Chapter I What Went Wrong? An Analysis of Growth and Macroeconomic Prices in Latin America
- Chapter II Regional Monetary Cooperation for Growth-enhancing Policies
- Chapter III Regional Payment Systems and the SUCRE Initiative
- Chapter IV Policy Conclusions

* * * * *

Price Formation in Financialized Commodity Markets: The role of information

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2011/1

1. Motivation of this Study
2. Price Formation in Commodity Markets
3. Recent Evolution of Prices and Fundamentals
4. Financialization of Commodity Price Formation
5. Field Survey
6. Policy Considerations and Recommendations
7. Conclusions

* * * * *

UNCTAD Discussion Papers

No. 202	June 2011	Pilar FAJARNES	An overview of major sources of data and analyses relating to physical fundamentals in international commodity markets
No. 201	Feb. 2011	Ulrich HOFFMANN	Assuring food security in developing countries under the challenges of climate change: Key trade and development issues of a fundamental transformation of agriculture
No. 200	Sep. 2010	Jörg MAYER	Global rebalancing: Effects on trade flows and employment
No. 199	June 2010	Ugo PANIZZA, Federico STURZENEGGER and Jeromin ZETTELMEYER	International government debt
No. 198	April 2010	Lee C. BUCHHEIT G. MITU GULATI	Responsible sovereign lending and borrowing
No. 197	March 2010	Christopher L. GILBERT	Speculative influences on commodity futures prices 2006–2008
No. 196	Nov. 2009	Michael HERRMANN	Food security and agricultural development in times of high commodity prices
No. 195	Oct. 2009	Jörg MAYER	The growing interdependence between financial and commodity markets
No. 194	June 2009	Andrew CORNFORD	Statistics for international trade in banking services: Requirements, availability and prospects
No. 193	Jan. 2009	Sebastian DULLIEN	Central banking, financial institutions and credit creation in developing countries
No. 192	Nov. 2008	Enrique COSIO-PASCAL	The emerging of a multilateral forum for debt restructuring: The Paris Club
No. 191	Oct. 2008	Jörg MAYER	Policy space: What, for what, and where?
No. 190	Oct. 2008	Martin KNOLL	Budget support: A reformed approach or old wine in new skins?
No. 189	Sep. 2008	Martina METZGER	Regional cooperation and integration in sub-Saharan Africa
No. 188	March 2008	Ugo PANIZZA	Domestic and external public debt in developing countries
No. 187	Feb. 2008	Michael GEIGER	Instruments of monetary policy in China and their effectiveness: 1994–2006
No. 186	Jan. 2008	Marwan ELKHOURY	Credit rating agencies and their potential impact on developing countries
No. 185	July 2007	Robert HOWSE	The concept of odious debt in public international law
No. 184	May 2007	André NASSIF	National innovation system and macroeconomic policies: Brazil and India in comparative perspective
No. 183	April 2007	Irfan ul HAQUE	Rethinking industrial policy
No. 182	Oct. 2006	Robert ROWTHORN	The renaissance of China and India: Implications for the advanced economies

* * * * *

UNCTAD Discussion Papers are available on the website at: www.unctad.org. Copies of *UNCTAD Discussion Papers* may be obtained from the Publications Assistant, Macroeconomic and Development Policies Branch, Division on Globalization and Development Strategies, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Palais des Nations, CH-1211 Geneva 10, Switzerland; fax +41-22-917-0274.

G-24 Discussion Paper Series

Research papers for the Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development

No. 59	June 2010	Andrew CORNFORD	Revising Basel 2: The Impact of the Financial Crisis and Implications for Developing Countries
No. 58	May 2010	Kevin P. GALLAGHER	Policy Space to Prevent and Mitigate Financial Crises in Trade and Investment Agreements
No. 57	December 2009	Frank ACKERMAN	Financing the Climate Mitigation and Adaptation Measures in Developing Countries
No. 56	June 2009	Anuradha MITTAL	The 2008 Food Price Crisis: Rethinking Food Security Policies
No. 55	April 2009	Eric HELLEINER	The Contemporary Reform of Global Financial Governance: Implications of and Lessons from the Past
No. 54	February 2009	Gerald EPSTEIN	Post-war Experiences with Developmental Central Banks: The Good, the Bad and the Hopeful
No. 53	December 2008	Frank ACKERMAN	Carbon Markets and Beyond: The Limited Role of Prices and Taxes in Climate and Development Policy
No. 52	November 2008	C.P. CHANDRASEKHAR	Global Liquidity and Financial Flows to Developing Countries: New Trends in Emerging Markets and their Implications
No. 51	September 2008	Ugo PANIZZA	The External Debt Contentious Six Years after the Monterrey Consensus
No. 50	July 2008	Stephany GRIFFITH-JONES with David GRIFFITH-JONES and Dagmar HERTOVA	Enhancing the Role of Regional Development Banks
No. 49	December 2007	David WOODWARD	IMF Voting Reform: Need, Opportunity and Options
No. 48	November 2007	Sam LAIRD	Aid for Trade: Cool Aid or Kool-Aid
No. 47	October 2007	Jan KREGEL	IMF Contingency Financing for Middle-Income Countries with Access to Private Capital Markets: An Assessment of the Proposal to Create a Reserve Augmentation Line
No. 46	September 2007	José María FANELLI	Regional Arrangements to Support Growth and Macro-Policy Coordination in MERCOSUR
No. 45	April 2007	Sheila PAGE	The Potential Impact of the Aid for Trade Initiative
No. 44	March 2007	Injoo SOHN	East Asia's Counterweight Strategy: Asian Financial Cooperation and Evolving International Monetary Order
No. 43	February 2007	Devesh KAPUR and Richard WEBB	Beyond the IMF
No. 42	November 2006	Mushtaq H. KHAN	Governance and Anti-Corruption Reforms in Developing Countries: Policies, Evidence and Ways Forward
No. 41	October 2006	Fernando LORENZO and Nelson NOYA	IMF Policies for Financial Crises Prevention in Emerging Markets
No. 40	May 2006	Lucio SIMPSON	The Role of the IMF in Debt Restructurings: Lending Into Arrears, Moral Hazard and Sustainability Concerns
No. 39	February 2006	Ricardo GOTTSCHALK and Daniela PRATES	East Asia's Growing Demand for Primary Commodities – Macroeconomic Challenges for Latin America

* * * * *

G-24 Discussion Paper Series are available on the website at: www.unctad.org. Copies of *G-24 Discussion Paper Series* may be obtained from the Publications Assistant, Macroeconomic and Development Policies Branch, Division on Globalization and Development Strategies, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Palais des Nations, CH-1211 Geneva 10, Switzerland; fax +41-22-917-0274.

QUESTIONNAIRE

Rapport sur le commerce et le développement, 2011

Pour améliorer la qualité et la pertinence du Rapport sur le commerce et le développement, le secrétariat de la CNUCED aimerait avoir votre avis sur cette publication. Nous vous prions de bien vouloir compléter le formulaire et de le renvoyer à l'adresse ci-dessous:

Readership Survey
Division de la mondialisation et des stratégies de développement
CNUCED
Palais des Nations, Bureau E.10009
CH-1211 Genève 10 (Suisse)
Télécopieur: (+41) (0)22 917 0274
Courriel: tdr@unctad.org

Nous vous remercions de votre coopération

- | 1. Quelle est votre évaluation de la présente publication? | Excellent | Bon | Satisfaisant | Médiocre |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Évaluation globale | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Pertinence des questions traitées | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Qualité de l'analyse | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Qualité des conclusions | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Présentation | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

2. Quels sont à votre avis les points forts de cette publication?

3. Quels sont à votre avis les points faibles de cette publication?

4. À quelles fins employez-vous cette publication?

Analyse et recherche	<input type="checkbox"/>	Enseignement et formation	<input type="checkbox"/>
Formulation et mise en œuvre des politiques	<input type="checkbox"/>	Autres (à préciser)	_____

5. Dans quel secteur travaillez-vous?

Administration publique	<input type="checkbox"/>	Entreprise publique	<input type="checkbox"/>
Organisation non gouvernementale	<input type="checkbox"/>	Université ou recherche	<input type="checkbox"/>
Organisation internationale	<input type="checkbox"/>	Presse/Média	<input type="checkbox"/>
Secteur privé	<input type="checkbox"/>	Autres (à préciser)	_____

6. Nom et adresse (facultatif):

7. Observations?
