

Pour Eduardo Aninat, l'Amérique latine est à un point décisif et non au bord du gouffre



M. Aninat : «2003 sera un tournant décisif, car la croissance devrait redémarrer.»

Lors de sa tournée en Amérique latine en janvier, M. Aninat, Directeur général adjoint du FMI, a proposé une stratégie en trois volets pour faire face à la récente cascade de crises. Voici des extraits d'allocutions prononcées à l'université Viña del Mar (Chili) et à la Banque centrale du Pérou à Lima.

On a pris l'habitude de décrire les péripéties économiques de l'Amérique latine en termes extrêmes, et la période troublée des dernières années ne fait pas exception à la règle. Dans un article de novembre intitulé «Au bord du volcan», le *Guardian* britannique proclamait «l'échec du néolibéralisme, du marché planétaire et des politiques recommandées par le FMI». D'autres se font l'écho de cette idée qu'à cause de sa faiblesse économique des deux dernières années, l'Amérique latine est au bord du gouffre — à la veille de bouleversements soudains et majeurs.

La réalité est plus prosaïque. Le continent n'est pas au bord du gouffre, mais à un tournant conjoncturel — après le ralentissement causé par le cycle économique mondial, la reprise s'annonce. Il ne faut voir dans les résultats économiques récents ni le

Le G7 prêt à réagir à tout signe de faiblesse

Réunis à Paris le 22 février, les ministres des finances et gouverneurs de banque centrale du G7 se sont dits prêts à réagir si les perspectives économiques se dégradent. Faisant allusion aux tensions au Moyen-Orient et ailleurs, ils ont reconnu que «les incertitudes géopolitiques se sont accrues, mais que leurs économies «conservent une capacité de rebond».

Les ministres et gouverneurs du G7 s'engagent à rester en étroite coopération, et se déclarent «prêts à prendre les mesures qui s'imposent si les perspectives économiques devaient s'assombrir». Ils entendent aussi continuer à surveiller de près les marchés des changes et à agir en conséquence.

Si certains indices semblent faire état, pour cette année, d'une croissance plus faible que prévu

dans les pays du G7, le FMI s'appête à publier le 9 avril ses prévisions semestrielles de l'économie mondiale, en préalable aux réunions de printemps.

Les ministres et gouverneurs reconnaissent qu'il est nécessaire de stimuler la croissance et sont convenus d'agir dans ce sens. Ainsi «l'Europe s'engage à accélérer les réformes qu'elle a entreprises sur les marchés

du travail, des produits et des capitaux afin d'accroître la réactivité de son économie; le Japon a réaffirmé sa volonté d'entreprendre des réformes structurelles, notamment dans le secteur financier et des entreprises; enfin, les États-Unis prennent des initiatives pour créer des emplois, favoriser l'accumulation du capital et l'épargne et accroître la productivité».

Le G7 se compose de l'Allemagne, (suite à la page 53)



Francis Mer, Ministre français des finances, en conversation avec John Snow (à droite), Secrétaire américain au Trésor, à la réunion de Paris.

Dans ce numéro

49
Eduardo Aninat évoque la situation en Amérique latine

49
Réunion du Groupe des Sept à Paris

54
Paul Krugman n'exclut pas un effondrement économique majeur

56
Les générations de la transition économique

58
Pourquoi plus de transparence?

60
Les réformes prioritaires des sept pays les plus pauvres de la CEI

62
L'interconnexion croissante des économies

Lire aussi . . .

55
Publications récentes

57
Sur le site du FMI

58
Principaux taux du FMI

M. Aninat propose un schéma d'autosuffisance

signe de l'échec des politiques mises en œuvre dans les années 90, ni la preuve des dangers de la mondialisation. Sans bon nombre des réformes de la dernière décennie, la région aurait encore bien

plus souffert du ralentissement mondial. Et loin de tourner le dos à la mondialisation, il faut, comme le notait récemment une agence régionale des Nations Unies, que les pays conçoivent des stratégies nationales «visant à tirer parti [de la mondialisation] et à répondre

aux exigences d'une plus grande intégration dans l'économie mondiale».

Interconnexions mondiales

La faiblesse dont témoigne depuis deux ans l'économie latino-américaine tient pour une large part au cycle mondial, en particulier au ralentissement de l'activité aux États-Unis en 2001. En 2000, la région affichait un rythme de croissance un peu inférieur seulement à la moyenne mondiale. Sur les 33 pays de la zone Amérique latine et Caraïbes, deux seulement — l'Argentine et l'Uruguay — étaient en récession. Les autres connaissaient une croissance modérée à raisonnable, les pays en pointe étant le Brésil, le Chili et le Mexique.

Vers la fin de 2000, nous avons vu le terme de ce qui avait été une très longue phase d'expansion de l'économie mondiale et des États-Unis. La croissance s'est ralentie sur l'ensemble de l'année 2001, et l'Amérique latine s'en est bien sûr ressentie, puisqu'elle est déjà à maints égards dans une relation d'intégration avec son voisin du Nord.

Le cas du Mexique est exemplaire. Jamais l'ancien Président Porfirio Díaz, à qui l'on attribue souvent la boutade décrivant le Mexique comme «si proche des États-Unis et si loin de Dieu», n'aurait pu s'imaginer que les plus récents de ses successeurs entreprendraient de propos délibéré de tisser des liens encore plus étroits entre leur pays et les États-Unis, notamment en signant l'ALENA. Fait remarquable, la corrélation entre la variation sur 12 mois de la production industrielle aux États-Unis et au Mexique est passée de 0,15 avant l'ALENA à 0,9 ces dernières an-

nées : une correspondance presque parfaite. Le Mexique a donc été le premier à subir le contrecoup du ralentissement aux États-Unis, avec une légère contraction de l'activité en 2001. Mais le rebond y a aussi été rapide, à l'image du redressement que les États-Unis ont connu en 2002. Pour 2003, on table sur une croissance de 3 % au Mexique, selon les dernières prévisions du secteur privé.

Dans bien d'autres pays, le schéma est le même : repli de la croissance lors du ralentissement mondial et signes de reprise en 2003 à mesure que la conjoncture s'améliore.

Mais la région ne doit évidemment pas se contenter d'attendre que la vague de croissance mondiale la remette à flot. Je suggère pour chaque pays une démarche volontariste en trois volets : d'abord, faire en sorte que le cadre macroéconomique et financier soit «à l'épreuve des crises»; ensuite, accélérer les réformes structurelles nécessaires pour stimuler la croissance (et, dans certains cas, faciliter la prévention des crises); et, enfin, tirer mieux parti de la mondialisation.

Prévention

Pour que les pays d'Amérique latine soient moins sujets aux crises, il faudra, au minimum, les doter de régimes de change souples (avec ciblage de l'inflation, pour ancrer la politique monétaire), limiter strictement l'endettement public et éviter la dollarisation excessive de la dette.

Si les régimes de stabilisation des changes ont permis au début des années 90 d'abaisser l'inflation, ils ont à la longue engendré des rigidités qui ont empêché de réagir efficacement aux chocs internes et externes. Ils ont aussi encouragé les afflux de capitaux et déséquilibré les bilans du fait de la dollarisation indirecte. Les entrées de capitaux ont d'abord stimulé l'activité, mais, en définitive, la compétitivité a été minée par l'appréciation de la monnaie en termes réels. L'encouragement des entrées de capitaux a aussi été dommageable à la discipline budgétaire. La libéralisation commerciale a en outre été stoppée dans son élan, car il manquait la souplesse du taux de change qu'il aurait fallu pour en absorber les effets. L'Amérique latine, forte de cette leçon, devrait donc se défier des régimes de parités fixes qui, presque partout ailleurs, ont eu des effets désastreux.

Autres facteurs courants à l'origine des crises récentes : la hausse de l'endettement public et la dollarisation de la dette. Même s'ils ne sont pas particulièrement élevés en comparaison de certains autres pays, le ratio dette/PIB des pays d'Amérique latine masque souvent d'importantes faiblesses. Dans certains cas, par exemple, le ratio d'endettement n'a cessé d'augmenter durant la dernière décennie, même



Ouvriers de l'usine Ford de Hermosillo (Mexique) préparant des pièces détachées pour le montage.

Il ne faut voir dans les résultats économiques récents ni le signe de l'échec des politiques mises en œuvre dans les années 90, ni la preuve des dangers de la mondialisation.

Eduardo Aninat

en période d'expansion, ce qui dénote un manque de discipline budgétaire. Ajoutons à cela le manque de crédibilité, qui a obligé les pays à s'endetter en dollars ou en instruments indexés sur le dollar. Notons aussi que, du fait de la surévaluation des monnaies nationales, le ratio dette/PIB était, dans une perspective à moyen terme, sous-estimé et mal interprété.

La hausse de l'endettement est causée par des failles plus profondes du système budgétaire. Citons pêle-mêle l'étroitesse de la base d'imposition et l'inefficacité du recouvrement de l'impôt; les rigidités des dépenses courantes (en majorité préaffectées, à partir d'un niveau plancher); la rigidité des relations avec les échelons infranationaux de l'administration. Il importe d'améliorer les structures et les institutions pour assouplir la mise en œuvre de la politique budgétaire, favoriser la progression des dépenses sociales et stimuler la croissance à long terme. C'est en fait là un élément essentiel de la stratégie de changement de l'Amérique latine.

Un nouvel élan pour les réformes

Les efforts de réformes structurelles sur bien des fronts, notamment la libéralisation du commerce et la fiscalité, se sont essouffés dans la deuxième moitié des années 90, et il faut maintenant les ranimer.

L'intégration commerciale des pays d'Amérique latine a pris du retard par rapport à l'ouverture de leurs marchés de capitaux. Cela a accru leur vulnérabilité, sous forme notamment de ratios dette (publique en particulier) extérieure/exportations très élevés, qui éclipsent le fait qu'en général le ratio dette extérieure/PIB est plus bas. Leur potentiel de croissance en a souffert. Il apparaît que les pays dont les échanges extérieurs sont développés progressent plus vite que ceux qui sont davantage autocentrés. La part du commerce extérieur est en général deux fois plus faible dans les pays latino-américains que dans les pays d'Asie orientale, et leurs taux de croissance à long terme ont aussi toujours été plus faibles.

L'étroitesse relative du secteur exportateur dans les pays d'Amérique latine et la concentration des exportations sur un petit nombre de produits primaires ont amplifié les problèmes liés à la hausse de l'endettement extérieur, à la fragilité des structures financières et à la rigidité du régime de change. Comme les exportations représentent une petite part du PIB, il aurait fallu de vastes mouvements des taux de change pour améliorer les comptes extérieurs afin de faire face à la hausse du service de la dette ou à d'autres chocs, ce qui ajoutait à la difficulté de maintenir la solvabilité externe. Par contre, les pays asiatiques ont pu rebondir plus vite après la crise de 1997-98 grâce à l'ouverture de leur économie qui a permis aux exportations de réagir plus fermement aux dévaluations.

Les réformes structurelles dans les domaines commercial, budgétaire et autres ne porteront pas pleine-

ment leurs fruits à moins que la gouvernance ne soit aussi réformée. La corruption rampante a entravé la croissance et miné la popularité des réformes, et plusieurs pays d'Amérique latine sont classés parmi les plus corrompus au monde. Il serait clairement souhaitable de réduire visiblement la corruption pour rallier le soutien au processus de réforme, car il en résulterait une société plus juste et équitable. Il est prouvé que la qualité de l'investissement étranger dépend de la transparence et de l'absence de corruption. Les réformes, notamment les privatisations, doivent être conçues de façon à donner le moins de prise possible à l'appropriation illégale des profits. Il est indispensable d'établir un pouvoir judiciaire indépendant et responsable pour accroître la crédibilité de l'état de droit et créer un climat plus propice au fonctionnement des forces du marché.

Un consensus mondial?

Dans l'économie mondiale intégrée, les pays ne doivent pas seulement poursuivre leurs objectifs internes, mais aussi savoir comment tirer au mieux parti de la mondialisation. Chacun sait maintenant combien les échanges sont bénéfiques à la croissance et à l'amélioration du niveau de vie. Le constat a été particulièrement clair en Asie de l'Est : en Corée, par exemple, le revenu réel a doublé tous les 12 ans depuis 1960. De même que le commerce s'est développé, l'intégration des marchés de capitaux a progressé. Les apports de capitaux privés aux pays émergents et en développement dépassent désormais très largement l'aide publique au développement. L'ouverture aux flux de capitaux, accompagnée de bonnes politiques internes, donne aux pays accès à un gisement beaucoup plus important de fonds pour financer leur développement. Mais les avis — y compris celui du FMI — convergent sur l'idée que les pays en développement doivent créer certaines conditions pour bénéficier de la libéralisation financière sans amplifier les risques de crise monétaire ou bancaire. C'est pourquoi la libéralisation des mouvements de capitaux suscite beaucoup plus de circonspection : comme le dit Kenneth Rogoff, Conseiller économique du FMI, les pays en développement «cherchent à s'abreuver dans les eaux des marchés de capitaux internationaux sans s'y noyer».

Il faut certes encourager l'investissement direct étranger (IDE), car il est plus stable que les autres formes de financement extérieur et qu'il accélère l'accumulation de capital et l'absorption des technologies étrangères. Il est démontré que, comme le commerce, l'IDE favorise la croissance économique. Les prises de participations étrangères, bien que parfois instables, ont l'avantage de répartir les risques. Et leur instabilité tient sans doute plutôt aux régimes de parités fixes rigides en place qu'à je ne sais quelle caractéristique propre aux participations transfrontalières. La question des restric-

La corruption rampante a entravé la croissance et miné la popularité des réformes, et plusieurs pays d'Amérique latine sont classés parmi les plus corrompus au monde.

Eduardo Aninat

Nous pouvons tirer les leçons de la décennie 90 et des dernières années pour rendre la région moins vulnérable aux crises et instaurer une croissance plus vigoureuse.

Eduardo Aninat

tions se pose donc plus dans le cas des instruments de créance, tant à court terme (capitaux fébriles) qu'à long terme (dettes remboursables en devises ou indexées sur les taux d'intérêt courts intérieurs, par exemple). L'emprunt ne permet pas comme l'IDE et l'investissement de portefeuille de répartir le risque, et les pays sont à la merci d'un revirement de l'attitude de leurs créanciers, qui peut causer des revers de fortune et même, dans certains cas, des problèmes d'insolvabilité.

Maintenir le contact

Les échanges internationaux et le recours prudent aux capitaux étrangers sont deux moyens importants pour les pays en développement de mettre à profit la mondialisation. Mais, de plus en plus, les pays en développement devront s'efforcer de tirer parti des progrès technologiques à l'étranger.

Au début du XX^e siècle, l'Amérique latine a laissé passer des chances d'expansion rapide dans les secteurs forestier ou minier, qui ont été exploités par des pays dotés de ressources similaires, comme l'Australie, le Canada, les pays scandinaves et, dans une certaine mesure, les États-Unis. Pourquoi? Une étude récente de la Banque mondiale suggère deux réponses. Premièrement, le pouvoir de monopole créé par des politiques d'industrialisation introspectives a fait obstacle à l'innovation et à l'adoption des techniques nouvelles. Les industriels préféraient jouir des rentes de monopole garanties par des décisions gouvernementales plutôt que de se lancer dans la course au profit en cherchant à gagner un avantage technologique sur leurs concurrents.

Deuxièmement, le capital humain et les réseaux institutionnels qui facilitent l'adoption et la création de nouvelles technologies étaient déficients par rapport à ceux des autres nations. L'Amérique latine avait un bien moindre pourcentage d'ingénieurs que les autres régions au début du XX^e siècle. La réussite des États-Unis et de l'Australie dans le secteur minier doit beaucoup à l'existence de réseaux intellectuels établis entre des universités de classe mondiale et par les efforts de recherche tant publics que privés. De même, la prééminence de la Scandinavie dans l'exploitation forestière tient en grande partie aux réseaux de savoir rassemblant universités et instituts de recherche publics et privés, qui ont favorisé la croissance de la productivité. Ce n'est sans doute pas un effet du hasard si la première usine de pâte à papier de Finlande a été créée à Nokia, qui est maintenant le siège et le symbole du leadership national dans les télécommunications. Bien sûr, il y a de rares exceptions dans quelques pays latino-américains.

L'Amérique latine d'aujourd'hui n'a pas le même visage. La plupart des pays de la région sont résolument tournés vers l'extérieur. Et beaucoup ont investi pour améliorer leur capital humain et la qualité de

leurs établissements éducatifs. De plus, l'accès aux technologies de l'information (TI) permet aux pays de combler leur retard de connaissances par rapport aux nations plus avancées plus vite qu'auparavant. Les TI permettent de dispenser l'enseignement à moindre frais à un ensemble bien plus vaste d'individus. Ceux qui se trouvent en marge des marchés intérieur et international peuvent s'y intégrer grâce à de meilleures informations et des coûts de transaction réduits.

Les dépenses de TI, certes fort basses au départ, ont augmenté tout au long des années 90 dans la plupart des pays en développement, souvent à un rythme bien plus rapide que dans les pays avancés. Par ailleurs, les TI se sont diffusées plus vite que les précédentes technologies universelles. Bref, les pays en développement, d'Amérique latine et d'ailleurs, font les investissements dans les TI qui leur permettront de maintenir le contact.

En résumé

Nul doute que la région a été bien plus à la peine ces dernières années que beaucoup d'autres. Elle a, bien sûr, subi les conséquences du ralentissement économique mondial. Mais des facteurs particuliers ont aussi joué dans certains pays, l'abandon désordonné de la parité fixe par l'Argentine, par exemple, dans un contexte de débâcle budgétaire; l'effet sur les marchés de l'incertitude quant à l'issue des élections au Brésil en 2002; les graves troubles politiques au Venezuela, etc. Mais d'après nos prévisions, 2003 sera un tournant marqué par le redémarrage de la croissance dans la région.

Certains ont tiré argument des déboires des dernières années pour dire qu'il faut tourner le dos aux politiques économiques des années 90 et aux avancées de la mondialisation au cours des dernières décennies. Je m'incris en faux contre ces propos. Les années 90 ont été riches d'accomplissements en Amérique latine, nous sommes nombreux à en être convaincus et nombreux sont les citoyens de la région qui en ont profité.

Certes, aucune époque n'est parfaite, il y a toujours des choses que l'on aurait pu mieux faire. Et les avancées des années 90, quoique honorables, sont bien en deçà de ce qu'il aurait fallu accomplir. Nous pouvons tirer les leçons de la décennie 90 et des dernières années pour rendre la région moins vulnérable aux crises et instaurer une croissance plus vigoureuse.

L'Amérique latine ne doit pas non plus tourner le dos à la mondialisation. En dépit des protestations véhémentes de certains, il se dégage en fait un consensus sur la manière dont les pays en développement peuvent tirer avantage de la mondialisation. Les pays en développement — d'Amérique latine notamment — devraient se lancer à cœur ouvert dans la voie de la mondialisation, en s'y adaptant par toutes sortes de méthodes plus perfectionnées. ■

Le G7 disposé à aider massivement l'Afrique

(suite de la première page) du Canada, des États-Unis, de la France, de l'Italie, du Japon et du Royaume-Uni. La Russie participe à certaines réunions (on parle alors de G8), tout comme les représentants de la Banque mondiale, du FMI et de l'Union européenne.

Réunis dans la perspective du Sommet du G8 qui se tiendra à Évian en juin, les ministres et gouverneurs ont rappelé qu'ils mettent actuellement en œuvre leur plan d'action d'avril 2002 visant à prévenir et résoudre les crises financières dans les pays émergents. On constate plus de rigueur dans l'octroi des financements publics en situation de crise, qui précisent les niveaux d'accès ordinaires et les conditions d'accès exceptionnel.

Évoquant certains grands programmes appuyés par le FMI, les ministres et gouverneurs se sont félicités que «le Brésil applique des politiques économiques saines et procède à des réformes sociales» et ils attendent des autorités argentines «qu'elles prennent les mesures nécessaires pour que les contrats soient de nouveau exécutés et qu'elles entament un dialogue avec leurs créanciers privés» en poursuivant la mise en œuvre des engagements envers le FMI. Ils ont aussi salué la détermination de la Turquie à appliquer le programme de stabilisation économique et financière conclu avec le FMI.

Dettes : des propositions complémentaires

S'agissant de l'initiative du FMI en vue d'un mécanisme collectif de restructuration des dettes souveraines intenable, le G7 a reconnu qu'il y avait plusieurs parties au débat et que diverses solutions sont envisageables. Les ministres et gouverneurs du G7 précisent en effet : «Nous nous félicitons de la réaction favorable du secteur privé sur les clauses d'action collective et des travaux menés avec le secteur public sur des clauses types. Nous espérons une mise en œuvre rapide des clauses d'action collective et attendons avec intérêt

d'examiner, lors des réunions de printemps, une proposition concrète du FMI visant à instaurer un mécanisme de restructuration des dettes souveraines. Nous nous félicitons que des travaux complémentaires aient été engagés en vue de l'élaboration d'un code de bonne conduite s'appuyant sur des principes de négociation. Nous demandons au FMI d'améliorer le cadre de prévention des crises, notamment en renforçant l'efficacité de sa surveillance.»

Les propositions visant à inclure des clauses d'action collective dans les contrats obligataires ont reçu un nouvel élan le 24 février, lorsque le Mexique a annoncé qu'il entendait émettre 1 milliard de dollars d'obligations assorties de ce type de clauses, qui permettent à une majorité de détenteurs de décider d'une renégociation lorsque le pays débiteur est en difficulté. Saluant cette initiative, le FMI y voit «un grand pas en avant pour faire de l'adoption de clauses d'action collective une pratique courante à New York et sur d'autres places, conformément à ce qui se fait de longue date à Londres et à Luxembourg», et souligne la complémentarité entre ces clauses et le mécanisme de restructuration qu'il propose.

Le communiqué ne fait pas référence à l'initiative du Chancelier de l'Échiquier, Gordon Brown, pour la création d'un nouveau mécanisme de financement qui doublerait l'aide aux pays les plus pauvres d'ici 2015, en la portant à 100 milliards de dollars par an. Il convient toutefois de relever résolument le défi que constitue la pauvreté dans le monde.

Le G7 s'est déclaré prêt à fournir «un soutien important aux pays africains qui appliquent les principes du Nouveau partenariat pour le développement de l'Afrique (NEPAD), ont à cœur d'améliorer leur gouvernance et donnent la preuve de l'efficacité de leurs politiques». ■

renforcer substantiellement la contribution du FMI à la lutte internationale contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Le Conseil d'administration a ajouté aux domaines d'intervention et aux normes et codes correspondants qui relèvent du FMI les quarante recommandations pour un cadre efficace de lutte contre le blanchiment de capitaux et les huit recommandations spéciales sur le financement du terrorisme établies par le Groupe d'action financière (GAFI).

Basé à Paris, le GAFI est un organisme intergouvernemental chargé de définir et de promouvoir des politiques destinées à combattre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Le G7 a demandé au GAFI de renforcer l'efficacité du gel des actifs financiers et recommandé «l'exercice d'une surveillance plus efficace des institutions financières informelles et des organisations à but non lucratif», et il attend «la conclusion en juin de la révision des recommandations du GAFI».

Les propositions visant à inclure des clauses d'action collective dans les contrats obligataires ont reçu un nouvel élan le 24 février, lorsque le Mexique a annoncé qu'il entendait émettre 1 milliard de dollars d'obligations assorties de ce type de clauses.

Lutte contre le financement du terrorisme

Le G7 a demandé au FMI et à la Banque mondiale d'intensifier le concours qu'ils apportent aux pays pour combattre le financement du terrorisme. Un rapport d'étape conjoint sur la question sera présenté aux deux institutions durant leurs réunions de printemps.

Le G7 appelle «tous les pays à appliquer et à faire respecter les législations visant à lutter contre le financement du terrorisme», s'engage à continuer d'«apporter une assistance technique aux pays qui n'ont pas de dispositif approprié pour combattre le financement du terrorisme», et demande «au FMI et à la Banque mondiale d'intensifier leurs évaluations du secteur financier et, en concertation avec les Nations Unies, leur assistance technique».

En novembre, le Conseil d'administration du FMI a approuvé un projet pilote de douze mois qui devrait

Krugman donne la conférence Razin . . .

Le monde est-il à un point de rupture?



M. Krugman: «Les principaux moteurs de la croissance donnant des signes de ratés, l'économie mondiale n'est pas à l'abri d'un effondrement sans précédent.»

La reprise s'essouffle aux États-Unis, les récents chiffres économiques de l'Europe sont en deçà des attentes, et le marasme de l'économie japonaise dure depuis plus de dix ans. De quoi cela augure-t-il? Pour Paul Krugman, de l'université de Princeton, il ne faut pas exclure un éventuel basculement du monde dans un profond marasme économique. Au cours d'une récente conférence tenue à l'université de Georgetown, il n'a pas manqué de souligner son étonnement devant le manque de détermination des décideurs à agir vigoureusement

pour contrer l'éventualité d'une autre Grande Crise, même si les solutions sont bien connues.

Prononçant la conférence Razin de politique économique, M. Krugman a signalé qu'au début du XX^e siècle, les récessions étaient quasiment perçues comme des catastrophes naturelles ou des sanctions divines contre des excès antérieurs. La Grande Crise des années 30 a tout bouleversé. On s'accorde aujourd'hui à considérer les récessions comme des situations provoquées par l'action humaine auxquelles une réaction avisée des décideurs peut permettre de remédier.

Desserrer les politiques monétaires

Comment en est-on arrivé à ce tournant? Au lieu de refaire une histoire de l'économie, il serait plus instructif de revenir sur l'expérience de la coopérative de garde d'enfants du Capitole. Il s'agit d'une mutuelle dans laquelle 150 couples se sont engagés à garder leurs enfants à tour de rôle. Pour tenir les comptes, la coopérative a mis au point un système de «coupons» valant une demi-heure de garde. Les couples pouvaient accumuler des coupons en gardant d'autres enfants, qu'ils peuvent utiliser par la suite quand ils désirent avoir une soirée libre.

Dès le début, la coopérative a trouvé le moyen d'entrer en récession. Il y avait si peu de coupons en circulation que les couples hésitaient à les dépenser en s'offrant une sortie. Ceux qui voulaient passer une soirée en ville mais qui n'avaient pas de coupons faisaient tout pour effectuer une garde. Ces couples, parmi lesquels de nombreux avocats, ont essayé de modifier les règles de la coopérative pour sortir de la récession. Certains ont estimé, par exemple, que le problème tenait, au fond, au comportement anti-social d'autres membres un peu trop casaniers. Il fut donc imposé à chaque membre de sortir au moins une fois tous les deux ou trois mois, mais en vain.

Il aurait fallu recourir à la solution que les économistes n'auraient pas renié, c'est-à-dire émettre plus de coupons ou, dans le jargon économique, d'assouplir la politique monétaire. Chaque membre de la coopérative a en effet obtenu un complément de coupons pour une valeur de dix heures, et les nouveaux membres ont bénéficié de conditions plus généreuses à leur adhésion. Libérés de la crainte de manquer de coupons, les couples ont repris goût aux sorties, ce qui a augmenté les gardes et permis de reconstituer le capital de coupons; ainsi avait pris fin la récession.

Au chevet de l'économie

M. Krugman a déclaré qu'en définitive, la solution de la Grande Crise des années 30 s'est révélée aussi simple que celle de la garderie d'enfants du Capitole. Cette solution consistant à «émettre plus de coupons» a été proposée dans un mémorandum adressé au Président Roosevelt par ses conseillers économiques, mais elle a été écartée parce qu'elle paraissait «trop simple». En fait, les «veilleurs» au chevet de l'économie, c'est-à-dire les responsables des banques centrales et les ministres des finances, devaient assouplir les politiques pour sortir l'économie mondiale de la crise.

La situation économique actuelle n'est toutefois pas aussi grave que durant la période qui a précédé la Crise de 1929. Il n'empêche que les principaux moteurs de l'économie mondiale, États-Unis — zone euro et Japon — donnent des signes de ratés, et l'éventualité d'une défaillance économique majeure n'est pas à écarter. Les décideurs économiques de ces trois ensembles devraient s'efforcer d'éliminer cette menace en assouplissant les politiques monétaire et budgétaire.

Pour M. Krugman, si les décideurs sont sur la bonne voie, leurs actions manquent de vigueur. Le

Une affaire de famille

La conférence Razin porte ce nom en hommage à Ofair Razin, qui a succombé à une sclérose en plaques en 1996, peu de temps après avoir obtenu un doctorat en économie à l'université de Georgetown. Son père, Assaf Razin, économiste de renom (voir l'article du *Bulletin* sur son 60^e anniversaire, 23 avril 2001), a créé cette conférence annuelle à la mémoire de son fils. Elle a été prononcée les années précédentes par des personnalités comme Jeffrey Sachs, Michael Mussa, Elhanan Helpman et Stanley Fischer.

M. Krugman a noté qu'il ne pouvait, en aucun cas, décliner l'invitation qui lui avait été faite. Avec la présence de Assaf Razin, Susan Collins (directrice de thèse d'Ofair), de l'université de Georgetown, et de Robert Flood, du FMI, il a déclaré s'être senti tout à fait «en famille».

Japon est le maillon faible. Sa banque centrale s'est émancipée il y a six ans à peine et s'est engagée à appliquer une politique monétaire responsable pour en faire le «prototype d'une banque centrale moderne» des années 90. Mais, pour l'instant, «faire des choses insensées est la seule démarche raisonnable» en matière de politique monétaire. La Banque du Japon s'est certes résolue avec réticence à orienter les taux d'intérêt vers zéro, mais elle doit prendre des mesures peu orthodoxes pour injecter de la liquidité dans l'économie.

Pour leur part, les Européens ont adopté un carcan de politiques monétaire et budgétaire rigides pour atteindre leur rêve de monnaie commune. La BCE est obnubilée par la stabilité des prix. Elle n'a pas suffisamment abaissé les taux d'intérêt bien qu'elle ait une marge de manœuvre pour le faire. Les mécanismes budgétaires européens constituent un carcan. Selon M. Krugman, il y a une anomalie lorsque les déclarations du Président de la BCE sur le Pacte de stabilité et de croissance permettent aux observateurs d'y faire dorénavant référence comme le «Pacte de stupidité».

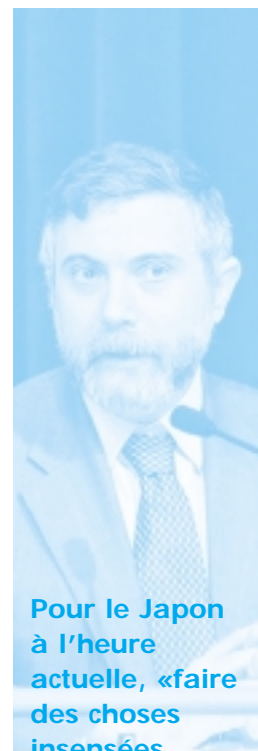
En revanche, le gouvernement américain a montré qu'il ne craignait pas les déficits, ne serait-ce qu'au niveau fédéral. Mais M. Krugman se demande pourquoi le plan de relance à l'étude vise le long, et non le court terme. «Pourquoi relancer l'économie à l'horizon 2010?» Les États-Unis ont aussi leur propre version du «Pacte de stupidité», a-t-il ajouté, sous forme de l'obligation pour de nombreux États d'avoir des

budgets annuels en équilibre. Les contractions budgétaires imposées à chaque État vont anéantir toute relance budgétaire au niveau fédéral.

M. Krugman s'est montré plus favorable à la conduite de la politique monétaire américaine. La Réserve fédérale (la «Fed») a fermement abaissé les taux d'intérêt, ramenés à 1,25 %. Ben Bernanke, nouveau Gouverneur de la Fed, a déclaré l'année dernière qu'il n'hésiterait pas à envisager très vite d'autres méthodes d'injection de liquidité dans l'économie si les taux d'intérêt tombaient à zéro. Dans cette déclaration qui remonte à novembre 2002, M. Bernanke signalait que «la responsabilité du maintien de la stabilité des prix ... impose à l'évidence d'éviter la déflation et l'inflation»; par conséquent, «la Fed utilisera tous les moyens nécessaires pour éviter une déflation prononcée aux États-Unis... La logique de l'émission monétaire doit s'affirmer, et les injections de liquidité finiront toujours par inverser une déflation.»

M. Krugman a conclu en notant que l'expérience de la Grande Crise a mené à la découverte d'un «antibiotique miracle» qui garantit qu'elle ne se reproduira pas. Les récessions observées depuis lors ayant été de faible ampleur, le public s'est habitué à des remèdes plus doux. Il est temps, a-t-il déclaré, de remplacer les «doses homéopathiques» par l'antibiotique qui consiste à injecter massivement de la liquidité. ■

Prakash Loungani
FMI, Département des relations extérieures



Pour le Japon à l'heure actuelle, «faire des choses insensées est la seule solution raisonnable» en matière de politique monétaire.

Paul Krugman

Publications récentes

IMF Working Papers (Documents de travail, 15 dollars)

- 03/02: "A Comparison Between Two Public Expenditure Management Systems in Africa," Ian C. Lienert
- 03/03: "How Much Leverage Is Too Much, or Does Corporate Risk Determine the Severity of a Recession?" Iryna V. Ivaschenko
- 03/04: "What Determines the Reservation Wages of Unemployed Workers? New Evidence from German Micro Data," Eswar S. Prasad
- 03/05: "Optimal Monetary Policy in a Small Open Economy with Habit Formation and Nominal Rigidities," Woon Gyu Choi and Yongseung Jung
- 03/06: "Small African Stock Markets—The Case of the Lusaka Stock Exchange," Heloisa Marone
- 03/07: "Currency Demand, the Underground Economy, and Tax Evasion: The Case of Guyana," Ebrima A. Faal

- 03/08: "What Determines the Implementation of IMF-Supported Programs?" Anna Ivanova, Wolfgang Mayer, Alexandros T. Mourmouras, and George C. Anayiotos
- 03/09: "Inflation Targeting Regimes," Alina Carare and Mark R. Stone

IMF Country Reports (Rapports sur les pays membres, 15 dollars)

- 03/23: Federated States of Micronesia
- 03/24: Nicaragua
- 03/25: Grenada
- 03/26: Grenada: Statistical Appendix

Divers

- Japan's Lost Decade: Policies for Economic Revival*, Timothy Callen and Jonathan Ostry (28 dollars)
- Government Finance Statistics Manual 2001* (50 dollars)

Vous pouvez vous procurer ces publications en vous adressant à : IMF Publication Services, Box X2003, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : publications@imf.org. Vous trouverez sur le site www.imf.org des informations en anglais concernant le FMI. Le site www.imf.org/external/fre/index.htm propose une sélection de documents en français, dont le texte intégral du *Bulletin du FMI*, du *Supplément annuel consacré au FMI* et du magazine *Finances & Développement*.

Les générations de la transition économique

Les réformes favorisant la création d'entreprises peuvent entraîner la paupérisation d'un nombre étonnamment élevé de travailleurs âgés.

Les entreprises des pays en transition semblent préférer les jeunes, ce qui peut mettre les anciennes générations en position d'infériorité à mesure que le secteur privé prend de l'ampleur. Dans une récente étude, Svend E. Hougaard Jensen (directeur de recherche au Centre for Economic and Business Research), Tobias Rasmussen (économiste au Département Europe II du FMI) et Thomas Rutherford (professeur à l'université du Colorado) analysent le lien qui existe entre la croissance rapide des entreprises dans les pays de l'ex-Union soviétique et l'évolution de la répartition des revenus en fonction de l'âge.

La moyenne d'âge du gouvernement estonien est de 46 ans; deux des quatorze ministres ont moins de 30 ans. Mart Larr, le premier à occuper les fonctions de Premier Ministre après l'indépendance en 1991, avait à l'époque 32 ans. Cette concentration de jeunes dans les sphères dirigeantes de l'État témoigne du basculement des générations dans nombre d'anciennes économies centralisées, où les jeunes générations semblent souvent avoir pris l'ascendant sur leurs aînés.

L'impression que les jeunes sont privilégiés dans le processus de transformation des pays en transition est renforcée par l'évolution du marché de l'emploi. Dans les pays baltes, par exemple, les nouvelles entreprises ont fortement tendance à employer des jeunes. En 1998, les moins de 30 ans avaient en moyenne deux fois plus de chances que les personnes âgées de plus de 50 ans de trouver un emploi dans une entreprise créée après la transition amorcée à la fin des années 80. Les travailleurs âgés n'ont donc pas beaucoup tiré parti des salaires sensiblement plus élevés et de la croissance rapide des nouvelles entreprises.

Les générations précédentes ne partageant pas les fruits des réformes qui obéissent aux règles du marché, elles auront tendance à s'y opposer. Ainsi, des réformes peuvent être rejetées alors qu'elles présentent un intérêt évident à long terme. Examinant la relation entre la croissance induite par les entreprises et le revenu par tranche d'âge, les auteurs constatent que les incitations à la création d'entreprises peuvent dégrader la situation d'un nombre étonnamment élevé de travailleurs âgés.

L'âge et l'esprit d'entreprise

Les entreprises, récemment privatisées ou nouvellement créées, foisonnent à travers l'ex-bloc soviétique. Les réformes ont dopé l'initiative privée, et l'intégration accrue aux marchés internationaux a ouvert de nouveaux débouchés commerciaux et stimulé la diffusion des connaissances, d'où la multiplication des nouvelles entreprises. Le secteur privé contribue aujourd'hui pour plus de la moitié au PIB de ces pays,

contre le quart à peine il y a dix ans. Cette évolution est surtout liée à une exploitation plus efficiente des ressources et au relèvement des niveaux de vie.

L'avènement de la libre entreprise est au cœur de la transition qui s'opère dans les anciennes économies planifiées. Le succès ou l'échec d'une économie en transition peut être à juste titre attribué à son aptitude à promouvoir l'initiative privée. Il importe donc de comprendre les ressorts de la promotion de l'entreprise privée ainsi que l'incidence des réformes obéissant aux règles du marché sur une économie.

Les droits de propriété doivent être protégés pour encourager les entrepreneurs à investir. La création d'entreprises impose des coûts fixes; les investisseurs doivent avoir l'assurance de récupérer leur mise de départ, bien qu'il faille plusieurs années pour dégager un bénéfice. La productivité d'une économie étant fonction du nombre de personnes qui choisissent de réaliser de tels investissements, il faut du temps pour en récolter tous les fruits.

La structure de l'emploi dans les nouvelles entreprises montre que la capacité à entreprendre est liée à l'âge des employés. Les jeunes ont un sens de l'initiative plus développé, sont mieux formés, ce qui est un atout du point de vue de l'employeur, et ils sont plus ouverts à l'acquisition des compétences nécessaires. Les jeunes sont donc les mieux placés pour en tirer le meilleur parti. Le lien entre l'âge et l'esprit d'entreprise est évident partout, et plus encore dans les économies en transition, où l'évolution du climat des affaires a été spectaculaire et où les travailleurs âgés n'ont pas, le plus souvent, les compétences requises dans un environnement professionnel moderne.

En 1998, en Lituanie, 44 % des travailleurs âgés de 30 ans ou moins étaient employés dans des entreprises créées après 1988, contre 17 % seulement des plus de 50 ans. Il a été constaté que le salaire net médian des ouvriers était de 8 % plus élevé dans les entreprises nouvelles, et que, pour les travailleurs âgés de moins de 30 ans, de 9 % supérieur à l'ensemble de la population. Le même schéma vaut certainement pour les autres économies en transition.

Le volet investissement de la création d'entreprises et le rôle des différentes classes d'âge au sein des nouvelles entreprises sont liés au degré de formation. Le prestataire de service local dont l'activité repose sur Internet et le jeune qui décide

Photographies : Denio Zara, Padraic Hughes, Pedro Márquez et Michael Spilotro (FMI), pages 49, 51, 54, 55, 58, 59, 63 et 64; Jacques Demarthon (AFP), page 49; Heriberto Rodriguez (Reuters), page 50; Jean-Paul Pelissier (Reuters), page 53; Valerii Corcimari (Reuters), page 56; Samuel Otoo (Banque mondiale), pages 60 et 61.

de se former aux dernières techniques de programmation investissent tous les deux dans les nouvelles connaissances. Dans une économie, l'infrastructure des entreprises est à l'image des compétences disponibles et du niveau de formation de la population.

S'il est vrai qu'en règle générale les politiques d'incitation à l'innovation technologique sont essentielles pour accroître la prospérité, elle ne profite pas nécessairement aux personnes âgées. Premièrement, les anciennes générations ont peu de chances d'obtenir des postes à salaires élevés et ne tireront pas parti de l'augmentation des revenus à long terme. Deuxièmement, un environnement économique en mutation profonde peut rendre les compétences traditionnelles caduques et amoindrir la valeur du savoir que détiennent les travailleurs d'un certain âge.

MM. Jensen, Rasmussen et Rutherford ont mis au point un modèle qui analyse l'évolution de la répartition des revenus entre générations, induite par les réformes du marché et la création d'entreprises. Il en ressort que l'augmentation du niveau de revenu peut entraîner des inégalités accrues, mais aussi une réduction absolue du revenu des générations plus âgées. Dans certains cas, plus de la moitié de la population s'est paupérisée suite à la mise en œuvre de politiques qui profitent aux générations montantes.

Pour les réformes

Les politiques de promotion de la croissance peuvent constituer un fardeau pour les couches âgées de la population et avoir des conséquences évidentes. Ainsi, les réformes visant à stimuler l'initiative privée peuvent être rejetées, bien que leur intérêt pour la prospérité à long terme soit incontestable.

Il apparaît donc entre les générations des divergences d'objectifs qui peuvent faire obstacle aux réformes. Les générations âgées peuvent craindre l'émergence d'un secteur privé dynamique, n'ayant pas l'assurance de bénéficier des nouveaux emplois ou d'en récolter les fruits à long terme. Elles peuvent se voir aussi marginalisées par les profondes mutations de l'environnement économique. En général, ces générations ont une faible capacité d'adaptation et sont donc plus susceptibles que les jeunes de résister aux changements radicaux. Cela pourrait expliquer la lenteur des réformes du marché dans les pays en transition et le fait que les générations âgées soutiennent souvent la vieille garde politique.

L'étude a montré que l'évolution de la répartition des revenus entre générations a contribué à freiner les réformes dans les économies en transition. Pour que la classe politique rallie largement l'opinion autour des réformes, elle devrait prendre en considération les préoccupations des couches tant âgées que jeunes de la population. Ceci pourrait permettre de faire en sorte qu'une partie du produit des réformes — celui des privatisations ou l'augmentation des recettes fiscales — soit affectée aux programmes destinés à venir en aide aux personnes poussées au chômage par les transformations du paysage économique. ■

Tobias Rasmussen
FMI, Département Europe II

Le document de travail du FMI n° 02/180, «Economic Transitional, Entrepreneurial Capacity, and Intergenerational Distribution», est en vente au prix de 15 dollars au Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 55. Le texte intégral est aussi disponible sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

En anglais sur le site www.imf.org

Communiqués de presse

- 03/18 : Le FMI achève la sixième revue du programme FRPC en faveur du Cambodge et approuve un décaissement de 12 millions de dollars, 20 février
- 03/19 : Le FMI achève la deuxième revue du programme triennal FRPC avec la République kirghize et approuve une demande de dérogation à un critère de réalisation, 21 février
- 03/20 : Les services du FMI et les autorités uruguayennes s'accordent sur les grandes lignes du programme économique pour 2003, 21 février
- 03/21 : Les services du FMI et la Bolivie conviennent du cadre économique pour 2003, 22 février
- 03/22 : Le FMI achève la première revue du programme FRPC avec l'Albanie et approuve un décaissement de 5 millions de dollars, 26 février

- 03/23 : L'Afghanistan apure ses arriérés de paiements envers le FMI, 27 février
- 03/24 : Le FMI achève la troisième revue de l'accord de confirmation conclu avec la Lituanie, 27 février

Notes d'information au public

- 03/13 : Achèvement des consultations de 2002 au titre de l'article IV avec Chypre, 14 février
- 03/14 : Achèvement des consultations de 2002 au titre de l'article IV avec Saint-Vincent-et-les Grenadines, 14 février
- 03/15 : Achèvement des consultations de 2002 au titre de l'article IV avec les Maldives, 19 février
- 03/16 : Achèvement des consultations de 2002 au titre de l'article IV avec la Barbade, 21 février

Transcription

- Point de presse de Thomas C. Dawson, Directeur du Département des relations extérieures, 13 février

L'évolution de la répartition des revenus entre générations a contribué à freiner les réformes dans les économies en transition.

Entretien avec R. Gaston Gelos et Shang-Jin Wei . . .

La transparence peut aider à contenir l'hypervolatilité des marchés émergents

En période de crise, les gestionnaires de portefeuille ont tendance à fuir plus les pays opaques que les pays transparents.

R. Gaston Gelos

Les économies des pays en développement peuvent être déstabilisées par les brusques reflux de capitaux. Comment contenir ces volte-face? Deux économistes du FMI, R. Gaston Gelos et Shang-Jin Wei, pensent avoir une partie de la réponse, soutenant qu'une transparence accrue peut rassurer les investisseurs de portefeuille et les rendre plus à même de résister aux fléchissements des marchés. La rédaction du Bulletin s'en est entretenue avec eux.

LE BULLETIN : Qu'est-ce qui explique votre intérêt pour la transparence et le comportement des investisseurs?

M. GELOS : Il a beaucoup été question au FMI, depuis la crise mexicaine et davantage encore après la crise asiatique, de l'importance de la transparence dans la prévention des crises sur les marchés émergents. De l'avis général, il faut promouvoir la transparence dans les pays membres, et, à cet égard, le FMI donne l'exemple en rendant son fonctionnement plus transparent. Aussi surprenant que cela paraisse, il n'y a presque pas de travaux empiriques sur la relation entre la volatilité des marchés financiers, l'incidence des crises et le comportement des investisseurs internationaux, d'une part, et, de l'autre, la transparence.

M. WEI : Le FMI fait un important travail de promotion de la transparence, notamment par l'établissement de rapports sur l'observation des normes et codes (RONC). L'un de nos paramètres d'évaluation de la transparence est fondé, dans une large mesure, sur les informations tirées des RONC. Notre étude fait ressortir qu'une transparence accrue a un impact significatif sur l'aptitude d'un pays à attirer l'investissement étranger.

LE BULLETIN : De quels types de transparence s'agit-il?

M. WEI : Notre étude en aborde trois types : celle des opérations des entreprises et deux aspects liés au fonctionnement des pouvoirs publics, à savoir la collecte et la diffusion des données macroéconomiques, et la conduite des politiques monétaire et budgétaire. Nous avons constaté que, pour les gérants de portefeuille, ces trois aspects importent, comme le souligne le fait qu'ils semblent investir plus dans les pays dont la cote de transparence est élevée sur chacun de ces trois volets.

LE BULLETIN : Qu'est-ce qui empêche les pays d'être plus transparents, s'il y va de leur intérêt?

M. WEI : Il arrive qu'un pays ne réalise pas pleinement les avantages qu'il pourrait en retirer. Les actions menées par le FMI en matière de normes et de codes visent à sensibiliser les pays sur les retombées d'une transparence accrue et à les aider à renforcer

leurs capacités techniques à cet égard. Notre étude montre que la transparence est un atout majeur pour les pays. Cela ne signifie pas pour autant que les personnes en situation privilégiée en bénéficieront. En général, les pays où la bonne gouvernance est de mise et qui disposent d'un cadre institutionnel robuste sont plus susceptibles de renforcer leur transparence.

LE BULLETIN : Y a-t-il une différence entre la transparence et l'exactitude ou la crédibilité de l'information?

M. WEI : La transparence suppose l'exactitude et la complétude de l'information. Des données erronées diffusées rapidement n'ajoutent rien à la transparence, même si elles en donnent l'illusion. Mais il est très difficile de mesurer la qualité de l'information. Les investisseurs doivent démêler le vrai du faux. Dans les pays peu transparents, une information précise peut être noyée dans un large effet d'annonce, ce qui détourne l'attention du public.

LE BULLETIN : Pourquoi les gérants de portefeuille privilégient-ils la transparence? Ne doivent-ils pas préférer les pays opaques quand ils ont des entrées en haut lieu?

M. WEI : La transparence est un mécanisme garant de l'équité. Un investisseur peut avoir accès à des informations confidentielles et être tenté de les garder pour lui; dans ce cas, c'est le pays qui en pâtit et l'ensemble des investisseurs est pénalisé par l'absence d'information. La transparence vise surtout à mettre l'information à la portée de tous. Par définition, dans un milieu opaque, les informations confidentielles circulent en cercle restreint. La plupart des investisseurs

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
24 février	1,81	1,81	2,32
3 mars	1,76	1,76	2,25

Le taux d'intérêt du DTS et le taux de rémunération des avoirs correspondent à une moyenne pondérée des taux d'intérêt d'instruments à court terme émis sur les marchés monétaires des pays dont les monnaies — euro, yen, livre sterling et dollar EU — composent le panier de calcul du DTS. Le taux de rémunération des avoirs est le taux de rendement de la position rémunérée des États membres dans la tranche de réserve. Le taux de commission correspond à un pourcentage du taux du DTS et représente le coût d'utilisation des ressources du FMI. Les trois taux sont calculés le vendredi et appliqués la semaine suivante. Les taux de rémunération et de commission de base sont ajustés en fonction des arrangements conclus au titre de la répartition des charges. Pour connaître les derniers taux, appeler le (202) 623-7171.

Des informations générales sur les finances, y compris ces taux, sont disponibles à www.imf.org/external/fin.htm.

Source : Département de la trésorerie.

choisiront alors de rester à l'écart, ce qui fera chuter la valeur des actifs du pays concerné.

M. GELOS : La réponse est fonction de la nature exacte de l'asymétrie de l'information, c'est-à-dire qui sait quoi. On pourrait penser que ces gérants de portefeuille sont passés maîtres dans l'art de vaincre toute rétention d'information et, en fait, en bénéficier parce qu'ils sont mieux placés que d'autres pour surmonter ces entraves. Si l'on constate donc un effet de la transparence sur cette catégorie d'investisseurs internationaux, il serait marginal. Si les gérants de portefeuille ont de l'aversion pour l'opacité des marchés émergents, les investisseurs individuels y seront encore plus réticents. Nous avons constaté que les fonds de placement actifs sur un marché émergent détiennent peu d'avoirs dans les pays peu transparents.

LE BULLETIN : Les gérants de portefeuille s'intéressent-ils plus à l'information financière des entreprises où ils investissent qu'aux données macroéconomiques d'un pays donné?

M. GELOS : Ils s'intéresseront aux deux. Dans les pays émergents surtout, les grands paramètres — situation et politique macroéconomique — sont des facteurs qui déterminent les rendements. Un investisseur peut connaître sur le bout des doigts la situation de toutes les entreprises du pays, mais leurs résultats seront grevés si le gouvernement décide inopinément de mener une politique qui provoque des distorsions.

LE BULLETIN : En quoi la transparence est-elle utile en cas de crise?

M. GELOS : On constate qu'en période de crise, les gestionnaires de portefeuille ont tendance à fuir plus les pays opaques que les pays transparents. En règle générale, les placements sont redéployés entre les pays.

M. WEI : Les pays peu transparents semblent inciter les investisseurs internationaux à un comportement grégaire, ce qui accroît la volatilité. Cela signifie donc qu'une transparence accrue permet d'atténuer le suivisme, ce qui renforce la stabilité des marchés financiers intérieurs.

LE BULLETIN : Les comportements grégaires ont quelque chose d'un peu irrationnel, n'est-ce pas?

M. GELOS : Ils peuvent être tout à fait rationnels, selon la manière dont le marché capte d'abord certaines informations. Si chaque investisseur a une information confuse, il peut être logique que chacun se borne à imiter l'autre et, à la limite, à ignorer totalement l'information dont il dispose.

M. WEI : Le suivisme peut être rationnel pour chaque individu, mais il est inefficace au plan social. Une partie de nos travaux a montré que les comportements grégaires observés sur les marchés

émergents, en Corée par exemple, lors de la crise asiatique, transcendent la simple réaction à une même information de base. Cela montre qu'une partie des transactions corrélées peut être liée à d'autres raisons que l'information commune. La corrélation des opérations, condition nécessaire au comportement grégaire, semble systématiquement liée au degré d'opacité du pays.

LE BULLETIN : Quel aspect devraient privilégier les gouvernements pour être plus transparents aux yeux des investisseurs internationaux?

M. WEI : La transparence des entreprises et de la politique macroéconomique est celle qui influence probablement le plus le comportement des investisseurs internationaux.

M. GELOS : Les gouvernements peuvent essayer de se conformer à certaines directives du FMI pour rendre les procédures budgétaires et la conduite de la politique monétaire plus transparentes. En ce qui concerne les entreprises, il existe une large gamme de mesures, allant des normes comptables à l'application de la réglementation des marchés boursiers.

LE BULLETIN : Quelles sont les principales conclusions de votre étude?

M. WEI : Depuis la crise asiatique, nombreux sont ceux qui estiment que les flux de capitaux internationaux sont hypervolatiles et que les investisseurs internationaux, y compris les fonds communs de placement et les fonds de pension, font souvent preuve de suivisme. Ce faisant, on présente les marchés émergents comme des victimes innocentes aspirées par la volatilité des flux de capitaux. L'une de nos principales conclusions est que le degré de volatilité varie d'un marché émergent à l'autre. Ces différences sont systématiquement liées aux caractéristiques du pays, notamment à son degré de transparence. Ceci a d'importantes incidences sur la politique mise en œuvre. Un pays en développement ne peut prendre prétexte de la confusion des marchés internationaux pour se replier sur lui-même. La capacité à absorber les chocs exogènes est liée au degré de transparence du pays et à d'autres considérations politiques. Il faut donc considérer les réformes intérieures visant à accroître la transparence comme un élément essentiel d'une stratégie d'intégration au processus de mondialisation des marchés financiers. ■

Le document de travail du FMI n° 02/174, «Transparency and International Investor Behavior», par R. Gaston Gelos et Shang-Jin Wei, est en vente au prix de 15 dollars au Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 55. Le texte intégral est aussi disponible sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Un pays en développement ne peut prendre prétexte de la confusion des marchés internationaux pour se replier sur lui-même.

Shang-Jin Wei



Conférence de Lucerne . . .

Internalisation et coopération régionale : clés du relèvement des niveaux de vie dans la CEI-7

Pour M. Gaïdar, le véritable tournant en Russie est intervenu lorsque les autorités ont réellement pris en main l'élaboration des stratégies.

Dix ans après avoir renoncé à la planification centrale, les sept pays les plus pauvres de la Communauté des États indépendants (CEI-7) — Arménie, Azerbaïdjan, Géorgie, Moldova, Ouzbékistan, République kirghize et Tadjikistan — sont encore loin de disposer des structures et institutions économiques nécessaires pour réaliser une croissance soutenue et pour améliorer les niveaux de vie. Quelles sont les priorités d'avenir de la région et de la communauté internationale? Une rencontre tenue à Lucerne (Suisse) du 20 au 22 janvier rassemblant les représentants des gouvernements et de la société civile de ces pays avec ceux d'organisations multilatérales, de pays donateurs, du monde universitaire et des ONG internationales a permis de souligner l'importance de la coordination de l'action des donateurs, de la bonne gouvernance, de l'internalisation des réformes, du renforcement des capacités et de la coopération régionale.

Au début de cette décennie, il est apparu évident que des mesures décisives devraient être prises pour permettre aux pays de la CEI-7 de préserver la stabilité macroéconomique des années 90, de faire face à l'augmentation de la dette extérieure de certains d'entre eux et de stimuler la croissance tout en faisant reculer la pauvreté. Comme l'a souligné Shigemitsu Sugisaki, Directeur général adjoint du FMI, dans son allocution d'ouverture, l'initiative CEI-7 est née de la prise de conscience de la nécessité d'un partenariat renoué pour contribuer à résoudre les problèmes de la région. La détermination des pays à mettre en œuvre les réformes qui s'imposent devra aller de pair avec la volonté de la communauté internationale de fournir une assistance financière et technique accrue.

L'un des volets de l'initiative consiste à faire le bilan des dix dernières années, notamment du rôle de la communauté internationale, pour relancer la dynamique des réformes. La conférence de Lucerne avait pour but d'accompagner cet effort. Les principaux exposés ont été présentés par Kaspar Villiger, Ministre des finances de la Suisse, Egor Gaïdar, ancien Premier Ministre russe et actuel Directeur de l'Institut des économies en transition, George Soros, Président de la Fondation Soros, et Chingiz Aitmatov, auteur de renom et Ambassadeur de la République kirghize auprès de l'Union européenne et de l'OTAN. Des universitaires et décideurs politiques ont présenté des communications qui ont fait l'objet de débats et ont permis de dégager un consensus sur les priorités des autorités des pays et de la communauté internationale.

Avec du recul...

Quelles leçons tirer de l'expérience de la CEI-7 jusqu'à présent? Les participants se sont demandé ce que la communauté internationale aurait pu faire pour favoriser la transition, et dans quelle mesure l'accumulation de la dette extérieure aurait pu être évitée. Il est clair que les institutions financières internationales, et la communauté internationale en général, ont sous-estimé l'ampleur des bouleversements dus à l'éclatement de l'Union soviétique et le temps nécessaire pour disposer des capacités requises pour une mise en œuvre effective des réformes. Les projections initiales d'un retour rapide de la croissance se sont avérées trop optimistes. Les intervenants ont critiqué certains aspects du rôle de la communauté internationale au début de la transition, notamment les modalités de financement, sans toutefois proposer de solution fondamentalement différente pour la région.

Les représentants des gouvernements de la CEI-7 ont reconnu la valeur des conseils de politique, du renforcement des capacités et de l'assistance financière dont ils ont bénéficié des institutions financières internationales, mais il a aussi été largement admis que, pour que les programmes de réforme soient opérants, les décideurs doivent asseoir leur action sur l'expérience de leur pays. M. Gaïdar considère que le véritable tournant en Russie est intervenu lorsque les autorités ont réellement pris en main l'élaboration des stratégies. Les récents succès de la réforme de la fiscalité contrastent singulièrement avec les précédents efforts qui ont échoué par défaut d'internalisation.

Comme l'a également souligné Marat Sultanov (député kirghize), les institutions financières internationales ont contribué tant à l'endettement qu'au renforcement des institutions. En effet, la capacité à emprunter massivement auprès de ces institutions a contribué à gonfler la dette extérieure de plusieurs pays. Pour les importateurs d'énergie, l'incapacité à restructurer promptement le secteur énergétique a été un souci de plus, entraînant d'importants déficits quasi budgétaires qui ont dû être finalement titrisés.

En conclusion, cette charge aurait pu être allégée par un dosage de financements comportant plus de dons et de prêts concessionnels dans les premières phases de la transition. À court de crédits «bonifiés», les pays ont dû emprunter au prix fort pour éviter la dégradation continue des conditions de vie, qui a eu néanmoins lieu au cours des premières années de la transition, avant une certaine stabilisation dans la deuxième moitié de la décennie.

Les défis en perspectives

Le programme de réforme de la CEI-7 est un défi majeur que les pays doivent cependant relever parce que les perspectives de croissance et de réduction de la pauvreté à long terme seront directement fonction de la capacité des gouvernements à mener à bien les réformes structurelles. Il s'agira en particulier de veiller à ce que toute accélération de la croissance se traduise par un recul de la pauvreté et une amélioration des conditions de vie. Les réformes devront porter en priorité sur les domaines suivants.

Gouvernance et institutions. Les intervenants ont reconnu la nécessité de lutter contre la corruption, d'améliorer la gouvernance et de renforcer l'internationalisation du programme de réforme. Une meilleure coordination des interventions des donateurs, le cas échéant dans le cadre de l'élaboration des documents de stratégie pour la réduction de la pauvreté (DSRP), et un calendrier de réforme mieux ciblé aideront à dynamiser le processus de réforme.

Dépenses et recettes. Les sept pays doivent procéder à de délicats arbitrages en matière de dépenses, compte tenu des contraintes financières actuelles. Il s'agira de concilier les impératifs antagoniques d'accroissement des dépenses sociales, de service de la dette extérieure et de maintien d'une situation budgétaire viable. Reconnaissant qu'il faut améliorer l'allocation des ressources et accroître l'efficacité des dépenses, les représentants des pays ont appelé au renforcement de l'appui des donateurs pour réaliser les compromis nécessaires. Des améliorations notables ont été apportées à la politique et à l'administration fiscales, mais il est encore possible d'élargir la base d'imposition et de gérer plus efficacement la fiscalité en vigueur. Les appels en faveur d'un allègement de la pression fiscale se sont fait discrets, reflétant peut-être une prise de conscience de la faible marge de manœuvre qui subsiste quant à la réduction des dépenses budgétaires.

Développement du secteur privé. Ce domaine peut avoir un impact significatif sur la croissance et est considéré comme un volet essentiel des réformes. Des progrès sensibles ont été accomplis ces deux dernières années en matière d'assainissement du climat des affaires et de lutte contre la corruption, mais la CEI-7 accuse encore du retard par rapport aux économies en transition d'Europe centrale et orientale. Les avis concordent sur la nécessité de faire de la réduction de l'intervention de l'État dans l'activité économique une priorité absolue, de même que d'éliminer les entraves au commerce afin de stimuler les flux d'investissement étranger vers la région. Comme l'a signalé la délégation géorgienne, les pays doivent faire évoluer les mentalités en instaurant une culture de développement après les privatisations.

Coopération régionale. Les délégués des pays ont salué l'intérêt accru des institutions financières internationales pour la coopération régionale. Ils estiment que, dans plusieurs domaines — commerce, transport, eau, énergie, environnement et lutte contre le VIH/SIDA et la tuberculose, par exemple — une coopération renforcée serait bénéfique. Si cela a été particulièrement difficile en matière de commerce, les participants l'estiment toutefois vitale pour les petits pays enclavés, éloignés des marchés industrialisés. À cet égard, les institutions financières internationales ont décidé d'organiser, cette année, une série d'ateliers régionaux. Ils rassembleront des experts qui échangeront leur expérience de l'élaboration et de la mise en œuvre de solutions aux problèmes communs qui ont trait à la réforme du secteur financier, de l'administration fiscale, de la gestion des dépenses publiques et des secteurs sociaux.

Un meilleur accès et une aide accrue. Les délégués ont aussi insisté sur le fait que la vigueur de la croissance dépend de facteurs externes. Ils demandent un meilleur accès aux marchés des pays industrialisés, notamment de l'Union européenne. M^{me} Zinaida Gracianai (Ministre des finances de Moldova) a souligné que les exportations moldaves doivent bénéficier d'un accès préférentiel au marché européen. Un complément d'aide sera nécessaire aux pays de la CEI-7 pour renforcer leurs institutions et répondre plus efficacement aux défis inhérents à la mise en œuvre des réformes.

La longue marche

Si la conférence a mis en lumière le long chemin que les pays de la CEI-7 doivent parcourir pour devenir des économies de marché à part entière et accroître leurs niveaux de vie, les délégués des pays font preuve, pour leur part, d'un certain optimisme. La reprise de la croissance observée ces dernières années dans ces pays, malgré le fléchissement de l'activité économique mondiale, a permis un léger recul de la pauvreté et montré qu'ils sont sur la bonne voie.

Clôturent les travaux, Shengman Zhang, Directeur général de la Banque mondiale, a souligné le consensus qui se dégage sur les points suivants : une action plus concertée des donateurs et une augmentation des concours financiers — de l'allègement de la dette, le cas échéant — pour les pays qui mènent une politique appropriée; amélioration de la gouvernance et renforcement de l'internalisation et de l'exécution des réformes, dans le cadre du processus d'élaboration des DSRP; consolidation des capacités à mieux élaborer et exécuter les réformes; renforcement de la coopération régionale, notamment en matière commerciale et énergétique. ■

Marta Castello-Branco et David O. Robinson
FMI, Département Europe II

La reprise de la croissance observée ces dernières années dans ces pays, malgré le fléchissement de l'activité économique mondiale, a permis un léger recul de la pauvreté et montré qu'ils sont sur la bonne voie.

10 mars 2003
61

Les caractéristiques sectorielles d'un domaine d'activité déterminent actuellement l'évolution des marchés développés, tandis que la volatilité des rendements des marchés boursiers des économies émergentes est davantage imputable aux facteurs spécifiques aux pays.

Stefano Cavaglia

Forum économique du FMI . . .

Vers une politique économique mondiale?

Quelle importance revêt pour les investisseurs, les décideurs et les institutions financières internationales l'interconnexion des économies induite par les échanges commerciaux et les flux de capitaux? Elle joue un rôle essentiel même si les relations économiques sous-jacentes sont souvent complexes et n'obéissent pas à une recette préétablie. Au terme de deux jours de conférence sur les liens économiques entre les pays (voir encadré page 64), le FMI a convié des représentants de gouvernements et du secteur privé à débattre des répercussions politiques de ce phénomène. Stefano Cavaglia, Directeur exécutif chargé de la stratégie boursière au Département de la gestion des actifs de l'UBS, Randal Kroszner, Conseiller économique à la Maison-Blanche, et Vincent Reinhart, Directeur des affaires monétaires au Conseil des gouverneurs du Système de la réserve fédérale, ont pris part au débat. Anoop Singh, Directeur du Département Hémisphère occidental du FMI, a cadré la discussion sur la situation en Amérique latine.

Animant le débat, Ashoka Mody, du Département des études du FMI, a résumé les conclusions de la conférence pour planter le décor. Des études montrent qu'il y a de plus en plus de mouvements synchrones des marchés boursiers, davantage sur les sept pays les plus industrialisés que sur les marchés émergents. Il n'en va pas de même pour le secteur réel, mais, dans les pays développés et en développement, la corrélation entre les taux de croissance du PIB est restée remarquablement stable. Il y a cependant débat pour savoir si la synchronisation de l'économie réelle a augmenté, diminué ou stagné.

La question est posée en raison du contraste entre l'augmentation régulière des échanges et l'accroissement plus marqué de l'ouverture financière. La conférence s'est penchée sur les explications et les conséquences de l'évolution des relations financières et commerciales, et notamment sur leur interconnexion. M. Mody a insisté sur le fait que les chocs mondiaux de grande ampleur comme le récent éclatement de la bulle boursière peuvent s'accompagner d'une synchronisation passagère des mouvements des marchés financiers, qu'il faut se garder d'interpréter comme un signe d'intégration accrue des marchés.

Interconnexion et cours boursiers

L'interconnexion des économies concerne aussi les intervenants du secteur privé sur les marchés financiers. Les gérants de portefeuille se demandent ce qui, des facteurs spécifiques aux pays ou des caractéristiques mondiales d'un secteur d'activité, détermine la valeur des actions. Pour Stefano Cavaglia, ces caractéristiques dominent actuellement l'évolution des marchés développés, tandis que la volatilité des rendements des

marchés boursiers des économies émergentes est davantage imputable aux facteurs spécifiques aux pays. Avec le temps, la corrélation des facteurs propres à un secteur d'activité tend à s'accroître. Ainsi, l'évolution du secteur des technologies tend à s'uniformiser dans les pays développés comme dans les économies émergentes. L'évolution des valeurs boursières est-elle liée aux fondamentaux? Selon lui, la réponse est oui. Si les prix des actifs fournissent une indication sur le capital productif, ce devrait aussi être le cas sur l'emploi. Ainsi, à mesure que l'intégration mondiale se renforce, les indices boursiers sectoriels devraient constituer une bonne indication de la situation de l'emploi, variable sur laquelle les décideurs peuvent agir.

Quelles leçons pour les macroéconomistes?

S'exprimant en tant que macroéconomiste, et non comme responsable de la Réserve fédérale, Vincent Reinhart décrit brièvement les enseignements que les macroéconomistes devraient tirer de la conférence, en insistant sur trois points : l'ouverture financière et la volatilité du PIB réel, les divergences observées dans la gouvernance des entreprises et l'incidence du renforcement des interconnexions financières sur l'action des responsables de la politique monétaire du pays qui se trouve au cœur du système financier mondial, les États-Unis.

Notant que la volatilité de la croissance du PIB des États-Unis fléchit à partir de 1982, M. Reinhart estime que les macroéconomistes ont tendance à attribuer cette baisse à l'évolution du comportement des investisseurs, des achats de biens durables et aux différents cycles de l'industrie automobile. À son avis, cette vision est centrée sur les États-Unis et n'explique pas pourquoi la diminution de la volatilité est encore plus évidente sur le PIB mondial. L'approfondissement des marchés financiers pourrait aussi expliquer la baisse de la volatilité de la croissance du PIB réel. Mais ceci pourrait ne valoir que pour les marchés matures dotés d'infrastructures financières développées, alors que les marchés émergents seraient plus vulnérables aux crises financières. Quel aspect de la structure des marchés expliquerait que certains pays tirent parti de l'effet macroéconomique du renforcement de l'interconnexion financière et d'autres non?

Abordant la gouvernance des entreprises, M. Reinhart relève des différences entre les pays qui forment le noyau central du système financier international et ceux de la périphérie. Pour ces derniers, le loyer de l'argent ayant un coût nettement supérieur à celui du marché mondial, ils ont tendance à investir moins en capital. Ceci est contraire à la théorie selon laquelle plus une économie s'ouvre, plus le loyer de l'argent diminue en s'alignant sur les taux du marché mondial,

ce qui doit avoir pour effet d'augmenter le stock de capital et enrichir les marchés émergents. Les flux de capitaux du noyau central vers la périphérie sont cependant insuffisants par rapport aux besoins de développement. Quand il y a une forte propension à mal gérer les crédits dans les pays de la périphérie, le coût du capital s'accroît. Lorsque ces pays s'ouvrent, le stock de capital diminue, ce qui impose une meilleure gouvernance de leurs entreprises et l'adoption de codes et de normes de portée internationale à cet effet.

En concluant, M. Reinhart s'est demandé si la politique monétaire américaine avait perdu de son efficacité avec le renforcement de l'interconnexion des places financières. À l'évidence, que ce soit sous un régime de change fixe ou flottant, les conditions économiques aux États-Unis risquent d'être influencées par des facteurs extérieurs. La Réserve fédérale devra en mesurer les effets sur l'activité et l'inflation aux États-Unis, et arrêter sa politique en conséquence. Pour les économies de la périphérie, la politique monétaire américaine a toujours été un facteur non négligeable, raison pour laquelle «le renforcement de l'interconnexion des marchés financiers ne justifie pas un changement fondamental de la conduite de la politique» des pays émergents.

Les leçons pour l'Amérique latine

Anoop Singh s'est penché sur l'effet de l'intégration économique accrue sur l'Amérique latine. Notant que le FMI a généralement prôné la libéralisation (des échanges, du compte de capital et des marchés financiers) en soulignant son effet sur l'efficacité et la croissance, il a indiqué que l'équilibre entre intégration commerciale et intégration financière a un effet sur la vulnérabilité et la prédisposition des pays aux crises. En Amérique latine, région plus ouverte aux flux financiers qu'aux échanges commerciaux, cet équilibre diffère de celui que l'on observe ailleurs.

Bien que le ratio de la dette au PIB de l'Amérique latine ne semble pas diverger foncièrement de celui d'autres régions du monde, le ratio de la dette (publique en particulier) aux exportations est beaucoup plus élevé, signe patent de vulnérabilité. S'agissant de l'impact de ce déséquilibre sur la politique conduite, M. Singh estime qu'à mesure que les taux de change s'ajustent, l'Amérique latine pourrait avoir des difficultés à provoquer une reprise tirée par les exportations, comme celle de l'Asie de l'Est. Les économies latino-américaines pourraient aussi avoir du mal à maintenir une situation budgétaire viable en raison de l'éventuel effet des variations des taux de change sur les recettes et les dépenses publiques.

Quelle serait alors l'étape suivante? À l'évidence, il faut privilégier la libéralisation du commerce qui accroît indéniablement l'efficacité économique et stimule la croissance. En outre, les pays industria-

lisés peuvent jouer un rôle déterminant dans l'ouverture de l'accès aux marchés. Mais il faut aussi reconnaître que les économies ne peuvent être radicalement transformées du jour au lendemain. Ceci montre qu'il faudra du temps pour que certains pays d'Amérique latine se remettent complètement des difficultés actuelles. [Pour plus de détails sur l'Amérique latine, voir page 49, Eduardo Aninat, Directeur général adjoint du FMI.]

Le regard des États-Unis sur les autres pays

Randal Kroszner a évoqué l'édition 2003 du *Economic Report of the President*, qui aborde pour la première fois le rôle de la politique de coopération économique des États-Unis.

Dans les pays émergents, l'interconnexion des économies peut avoir un effet déstabilisateur, ce qui pénalise la croissance, ou être source d'intégration accrue, ce qui est de nature à la doper. Parlant de l'accroissement des flux de capitaux, sujet évoqué par M. Reinhart, il a réaffirmé que, pour cela, les pays de la périphérie doivent promouvoir la bonne gouvernance et l'état de droit. Revenant aux chiffres du commerce et du PIB, M. Kroszner a noté qu'en volume, le commercial international de marchandises a presque quadruplé depuis le milieu des années 70, passant de 15 à près de 25 % du PIB mondial, et que la participation à ce mouvement est de nature à réduire l'instabilité et à favoriser la croissance.

En matière de politique monétaire et d'inflation, M. Kroszner a noté la baisse de l'inflation au cours des dix dernières années. Malgré les craintes d'une flambée de l'inflation en Russie, au Brésil et en Argentine, pays en proie à des difficultés financières, aucun d'eux n'a succombé à l'hyperinflation pour deux raisons : une concurrence accrue entre les monnaies, à la faveur de la mondialisation, et l'innovation technologique qui permet de transférer des sommes importantes d'une monnaie à l'autre et d'un pays à l'autre. Il convient, avec M. Reinhart, que la politique monétaire des États-Unis a des répercussions sur le reste du monde; il est de plus en plus difficile à un pays de s'éloigner beaucoup du niveau de l'inflation américaine. En définitive, pour M. Kroszner, «nous pouvons prôner une plus grande ouverture au commerce, car ... elle engendre un cercle vertueux tant du point de vue de la politique conduite que de la situation économique». ■



Les intervenants au forum économique : (de gauche à droite) Anoop Singh, Ashoka Mody, Randal Kroszner, Stefano Cavaglia et Vincent Reinhart.



Laura Wallace
Rédactrice en chef
Sheila Meehan
Rédactrice principale
Elisa Diehl
Jeremy Clift
Christine Ebrahim-zadeh
Natalie Hairfield
Rédacteurs
Maureen Burke
Lijun Li
Assistants de rédaction
Philip Torsani
Maquettiste/Graphiste
Julio R. Prego
Graphiste

Avec la collaboration de
Prakash Loungani

Édition française

Division française
Services linguistiques
Désiré Ahouanmènou
Traduction
V. Andrianifahanana
Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est publié également en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*). Aux 22 numéros qui paraissent chaque année s'ajoutent un supplément annuel consacré au FMI ainsi qu'un index annuel. Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, de même que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (sixième édition). Les articles du *Bulletin* peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.), ou par messagerie électronique à imfsurvey@imf.org. Téléphone : (202) 623-8585. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique et par avion pour les autres pays. Le tarif annuel de l'abonnement est de 79 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Les demandes d'abonnement doivent être adressées à Publication Services, Box X2003, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : publications@imf.org.

10 mars 2003

64

Les conséquences de l'interconnexion croissante des économies

Le FMI accueillait, les 30 et 31 janvier dernier, une conférence sur l'évolution récente des liens économiques internationaux et ses conséquences pour les autorités des pays développés et des marchés émergents. Universitaires, fonctionnaires du FMI et responsables économiques venus du monde entier y ont pris part.

Kenneth Rogoff, Conseiller économique du FMI et Directeur du Département des études, a ouvert les débats en rappelant que, si les interconnexions commerciales et financières se sont intensifiées à travers le monde, leur impact sur la transmission internationale des chocs n'est pas encore bien compris. La théorie restant souvent ambiguë quant aux conséquences de ce resserrement des liens pour la covariation des marchés financiers et la synchronisation des cycles économiques, il est essentiel de mieux comprendre les données empiriques sur la covariation des marchés financiers et l'économie réelle.

Robin Brooks (FMI) et Marco Del Negro (Federal Reserve Bank, Atlanta), Kristin Forbes (MIT) et Menzie Chinn (université de Californie, Santa Cruz), Will Goetzmann, Geert Rouwenhorst (tous deux de Yale School of Management) et Linfeng Li (université Yale) ont examiné les liens entre marchés financiers et économie réelle. L'accentuation récente du phénomène de covariation des places boursières explique l'intérêt porté à cette question. Le coefficient de corrélation entre les rendements boursiers américains et ceux des autres pays développés, qui était d'environ 0,4 jusqu'au milieu des années 90, a beaucoup augmenté depuis et se situe depuis deux ans à 0,9. Les trois études analysent dans quelle mesure cette évolution est due aux liens réels (commerce) et financiers (flux de capitaux) entre les économies nationales.

MM. Brooks et Del Negro ont cherché à quantifier le lien entre la covariation des marchés boursiers à travers le monde et le degré d'internationalisation de la gestion des entreprises. Ils montrent qu'une entreprise qui accroît ses ventes internationales de 10 % augmente son exposition aux chocs des marchés boursiers mondiaux de 2 % et réduit son exposition aux chocs sur un seul marché de 1,5 %. Leur nouvelle approche des erreurs de mesure et des estimations a permis de mettre en évidence, pour la première fois, un lien étroit en ce qui concerne les entreprises. La mondialisation progressive de leurs activités serait pour beaucoup, selon cette analyse, dans l'accentuation récente de la covariation des marchés boursiers.

Les travaux de M^{me} Forbes et de M. Chinn, qui reposent sur des données plus agrégées, vont dans le même sens. Ils indiquent que, dans le passé, les corrélations bilatérales entre marchés boursiers étaient difficiles à expliquer par les liens (commerce, relations bancaires, investissement direct étranger), entre les pays, mais notent que le commerce bilatéral a pris de l'importance ces dernières années, ce qui corrobore les observations de Brooks et Del Negro sur les entreprises.

Les travaux de MM. Goetzmann, Li et Rouwenhorst, qui s'inscrivent dans une optique de plus long terme, font appa-

raître une relation positive entre la covariation des marchés boursiers nationaux et l'importance des liens internationaux. Partant de divers épisodes caractérisés par l'existence de liens étroits entre les pays, ils montrent que la covariation des rendements boursiers internationaux a été en moyenne plus forte en période d'intégration des marchés de capitaux.

Les participants à la conférence ont examiné la nature des liens financiers à fréquence élevée et le rôle qu'ils auraient joué dans la transmission des chocs aux marchés émergents. Graciela Kaminsky (université George Washington) et Carmen Reinhart (FMI) ont analysé la coïncidence de rendements boursiers extrêmes dans les marchés matures et les pays en développement, et montré que les rendements sur les marchés émergents ont été particulièrement influencés par les places financières régionales. Les travaux de John Griffin et de Federico Nardari (université d'État d'Arizona), de René Stulz (université d'État d'Ohio) et ceux de Hali Edison (FMI) et de Francis Warnock (U.S. Federal Reserve Board), qui portent respectivement sur les achats d'actions émises dans les pays en développement et la détention d'actions des marchés émergents, montrent que le cycle mondial et l'harmonisation des cotations via les American depositary receipts (ADR, certificats américains de dépôt) contribuent fortement à déterminer les stocks d'actions sur les marchés émergents.

Enfin, les participants se sont penchés sur les déterminants, à long terme, de la synchronisation internationale du cycle économique et des marchés financiers. Jean Imbs (London Business School) a estimé que la synchronisation croissante du cycle tient en partie à l'alignement progressif de la composition sectorielle des économies; Ayhan Kose (FMI), Chris Otrok (université de Virginie) et Charles Whiteman (université d'Iowa) ont indiqué que la covariation de l'activité réelle des pays développés s'est nettement accentuée entre les années 60 et 90. Andrew Karolyi (université de Chicago) a précisé que des innovations financières telles que les ADR ont beaucoup aidé les entreprises des pays émergents à accéder aux marchés de capitaux, mais au risque de réduire la liquidité des marchés locaux, car les actions les plus importantes et les plus négociées ont émigré vers de plus grandes places boursières.

Ashoka Mody et Robin Brooks
FMI, Département des études,
et Kristin Forbes, MIT



Kristin Forbes

Pour de plus amples informations sur la conférence et ses travaux, voir *Financial Times*, 4 février.