

L'Éthiopie, première étape de la tournée de M. Köhler en Afrique

Horst Köhler, Directeur général du FMI, s'est entretenu le 5 juillet avec les dirigeants éthiopiens des défis auxquels est confronté ce pays éprouvé par la sécheresse. Il a souligné le ferme soutien du FMI à la stratégie nationale de croissance économique et de lutte contre la pauvreté. Les étapes suivantes de son voyage d'une semaine en Afrique étaient le Kenya, Madagascar et le Mozambique, où il a assisté à la réunion des chefs d'État de l'Union africaine à Maputo.

L'Éthiopie, qui est un des pays les plus pauvres au monde, souffre des effets dévastateurs d'une terrible sécheresse. Les deux jours qu'il y a passés ont permis à M. Köhler de constater par lui-même les difficultés économiques et sociales auxquelles se heurtent les Éthiopiens et de s'entretenir de la situation économique avec un grand nombre de personnalités du gouvernement et de la société civile.

Lors de sa rencontre avec le Premier Ministre, Meles Zenawi, le Ministre des finances, Sufian Ahmed, et les responsables économiques, M. Köhler a salué l'action décisive du gouvernement pour parer aux effets immédiats de la sécheresse et sa volonté d'adopter des mesures structurelles et durables pour moderniser l'agriculture (voir page suivante)



Une jeune Éthiopienne. Son pays souffre des effets d'une terrible sécheresse.

L'Uruguay réussit son échange de dettes grâce à une approche coopérative

Le 29 mai, l'Uruguay a échangé avec succès la plus grande partie de sa dette contractée aux conditions du marché (qui représente environ la moitié de sa dette totale) contre de nouvelles obligations assorties d'échéances plus longues et de taux d'intérêt à peu près inchangés. Cette opération est un élément clé des efforts déployés par l'Uruguay pour redynamiser son économie. En allégeant le service de sa dette, elle fournit un répit au pays qui a subi des chocs extérieurs, une grave crise financière et une profonde récession. Gilbert Terrier (Département Hémisphère occidental), Rupert Thorne et Peter Breuer (Département des marchés de capitaux internationaux) examinent comment cet échange était conçu, pourquoi les investisseurs y ont réagi favorablement et si les autres pays qui envisagent une opération similaire peuvent en tirer des enseignements.

Au début de 2003, l'économie uruguayenne se trouvait face à plusieurs défis redoutables. Sa production avait diminué de plus de 17 % en quatre ans, le ratio dette publique/PIB avait atteint près de 100 % et sa note de solvabilité s'était effondrée en un an. Le pays était donc dans l'impossibilité d'émettre de nouveaux emprunts à échéance supérieure à quelques semaines, alors que, d'après les prévisions, ses importants besoins de financement résiduels allaient persister à moyen terme.

Face à ces contraintes, les autorités appliquaient un vaste programme économique appuyé par un accord de confirmation du FMI, d'un montant exceptionnel, et par une aide de la Banque mondiale et de la Banque interaméricaine de développement. Après s'être efforcée d'abord de stabiliser l'économie en assainissant les finances publiques (tout en préservant le (voir page 203)

201
Visite de M. Köhler en Afrique

201
L'Uruguay réussit son échange de dettes

208
La réforme du secteur financier

210
Le ciblage de l'inflation : une évaluation

212
Politique budgétaire et économie souterraine

213
Entretien avec Arnold Harberger sur l'Amérique latine

Lire aussi . . .

206
Sur le site du FMI

207
Publications récentes

209
Principaux taux du FMI

La lutte contre la pauvreté progresse en Éthiopie

(suite de la première page) et développer les infrastructures économiques et sociales essentielles. Il a aussi souligné qu'il est crucial que la communauté internationale aide l'Éthiopie dans cette situation difficile.

Lutte contre la pauvreté

Grâce à l'affectation d'une part croissante des dépenses publiques aux secteurs sociaux et à la réduction de la pauvreté, l'Éthiopie a fait des avancées considérables. Ces efforts sont appuyés par le FMI au moyen d'un prêt de 140 millions de dollars sur trois ans au titre de la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC), son guichet concessionnel. En trois ans, la part des dépenses sociales a plus que doublé, passant de 8 % du PIB en 1999/2000 à plus de 18 % en 2002/03. M. Köhler a suggéré au Premier Ministre



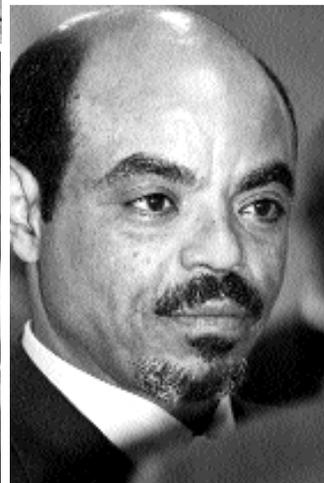
et à son équipe économique des mesures qui pourraient aider l'Éthiopie, avec le concours de ses partenaires, à se rapprocher des Objectifs de développement du Millénaire, et notamment à réduire le niveau de pauvreté. Ils sont convenus qu'il importe de maintenir un rythme de croissance durablement élevé de la production agricole et d'encourager l'initiative privée.

Croissance économique, viabilité de la dette

La stratégie globale de l'Éthiopie en vue d'assurer un développement durable et la réduction de la pauvreté vise un taux de croissance du PIB réel de 7 %, objectif retenu dans le cadre du Nouveau partenariat pour le développement de l'Afrique (NEPAD). Ce taux de croissance ambitieux est réalisable, a déclaré M. Köhler à la presse, et il y a même peut-être moyen de faire mieux, à condition d'accélérer les réformes structurelles, d'approfondir la réforme du secteur financier et d'établir un climat bien plus propice à l'investissement privé, intérieur et extérieur, pour contribuer à la création d'emplois et de revenus.

En novembre 2001, l'Éthiopie a atteint le point de décision au titre de l'initiative renforcée en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), ce qui lui ouvre la perspective d'un allègement de sa dette, qui devrait être de l'ordre de 1,9 milliard de dollars. M. Köhler a déclaré qu'il avait bon espoir que l'Éthiopie parviendrait au point d'achèvement au début de l'année 2004, ce qui constituerait un grand pas vers la viabilité de la dette. Dans ce contexte, il a appelé la communauté des bailleurs de fonds à apporter à l'Éthiopie l'aide dont elle a grand besoin, en la lui accordant, dans la mesure du possible sous forme de dons. ■

M. Köhler et le Premier Ministre Meles Zenawi sont d'accord pour prendre des mesures qui pourraient aider l'Éthiopie à se rapprocher des Objectifs de développement du Millénaire, et notamment à réduire le niveau de pauvreté.



L'Uruguay mise sur la consultation et la communication

(suite de la première page) filet de sécurité social), en laissant flotter le taux de change et en adoptant des mesures pour remédier à la crise bancaire, les autorités ont mis au point un échange de dettes qui devait combler les écarts de financement en quelques années et redonner à la dette un profil viable à moyen terme.

La mise au point de l'échange de dettes

Les autorités uruguayennes, en étroite collaboration avec leurs conseillers juridiques et financiers, ont conçu un échange de dettes global propre à susciter un fort taux de participation, en allongeant les échéances des titres et en réduisant la valeur actuelle nette (VAN) de la dette. À cette fin, elles ont opté pour un échange volontaire et ont eu recours à une stratégie de communication pour convaincre les investisseurs des avantages de la participation.

L'échange devait porter sur les obligations internationales et nationales, pour un montant de principal de 5,4 milliards de dollars (équivalant à 45 % du PIB). L'opération fut scindée en trois offres simultanées d'anciennes obligations : 46 émissions nationales, pour un total de 1,6 milliard de dollars, 18 émissions internationales, pour un total de 3,5 milliards de dollars, et une émission japonaise d'environ 250 millions de dollars.

Les deux premières émissions étaient conçues comme des échanges contre de nouvelles obligations, mais l'obligation japonaise devait voir ses conditions modifiées lors d'une assemblée des détenteurs d'obligations. Les obligations concernées étaient libellées essentiellement en dollars EU et les échéances restant à courir allaient de quelques jours à plus de vingt ans (jusqu'en 2027).

Pour faire accepter l'échange de dettes, il fallait avant tout expliquer clairement aux détenteurs d'obligations quels en étaient les objectifs et les résultats attendus. Dès le départ, les autorités ont tenu à avoir un comportement respectueux du marché en ayant des consultations informelles avec les détenteurs d'obligations. Après avoir annoncé le 11 mars leur intention de procéder à un échange de dettes, elles en ont expliqué les détails successivement aux États-Unis, en Europe et en Uruguay. Lors de réunions en groupes ou face à face, les autorités ont expliqué les contraintes financières du pays et écouté les suggestions des détenteurs d'obligations quant à la forme que devrait prendre cet échange. Le lancement officiel de l'échange a eu lieu le 10 avril, date à laquelle les autorités et leurs conseillers ont entamé un deuxième périple pour expliquer les détails définitifs de l'opération et encourager les détenteurs d'obligations à y participer.

Pour faire accepter cet échange de dettes, il fallait avant tout expliquer clairement aux détenteurs d'obligations quels en étaient les objectifs et les résultats attendus.

Raghuram Rajan est pressenti comme Conseiller économique du FMI

Le 2 juillet, le Directeur général du FMI, Horst Köhler, a annoncé son intention de proposer la nomination de M. Raghuram Rajan, actuellement professeur de finance à la Graduate School of Business de l'université de Chicago, au poste de Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI. M. Rajan prendrait la succession de Kenneth Rogoff, qui avait annoncé sa décision de retourner dans le monde académique à l'automne 2003.

M. Köhler a rappelé que M. Rajan était à la pointe des travaux sur les questions bancaires et financières. Citant son ascension exceptionnelle en tant qu'économiste et sa vaste expérience, il a ajouté que M. Rajan «ferait profiter le FMI de ses qualités intellectuelles hors pair bien connues, grâce auxquelles le programme de recherches du FMI pourra continuer à se développer à l'avant-garde de la théorie et de la politique économiques. En particulier, l'expérience de M. Rajan dans le domaine des finances renforcera le rôle du FMI en tant que centre d'excellence en matière de stabilité macroéconomique et financière.»

M. Köhler a aussi déclaré que, en tant que Conseiller économique, M. Rajan «aiderait le FMI à s'acquitter de sa mission qui est de soutenir les pays membres dans un environnement mondial de plus en plus complexe et exigeant».

Âgé de 40 ans, M. Rajan, de nationalité indienne, est l'auteur de nombreuses publications sur les questions économiques et financières. Avant d'enseigner à l'université de Chi-

cago, il a été professeur au Massachusetts Institute of Technology, à Northwestern University et à la Stockholm School of Economics. En janvier 2003, il a reçu le prix inaugural Fisher Black de l'American Finance Association — qui récompense la personne de moins de 40 ans ayant le plus contribué à la théorie et à la pratique financières.

Directeur de l'American Finance Association, corédacteur en chef de l'*American Economic Review* et directeur de programme pour les finances des entreprises au National Bureau of Economic Research, M. Rajan a aussi été consultant du Conseil de la Réserve fédérale des États-Unis, de la Banque mondiale, du FMI et de diverses autres institutions financières.

Le texte complet du communiqué de presse (03/100) annonçant la nomination de M. Rajan figure sur le site Internet du FMI (www.imf.org).



La plupart des détenteurs d'obligations avaient le choix entre deux options prévoyant chacune un échange à peu près au pair :

- L'option «report de l'échéance» offrait une nouvelle obligation assortie d'une échéance supérieure de cinq ans à l'ancienne, mais sans modification des autres conditions. Cette solution simple était conçue pour les petits détenteurs.

- L'option «obligation de référence», qui s'adressait surtout aux investisseurs institutionnels, offrait la possibilité d'obtenir des obligations plus liquides, émises sur une plus grande échelle et assorties d'échéances encore plus longues que dans la première option.

Le FMI considérait l'échange de dette comme un élément essentiel du programme des autorités (voir encadré).

Encourager la participation

Le rendement des coupons restant nettement en dessous de ceux du marché secondaire uruguayen, la principale incitation à participer à l'opération devait venir d'une amélioration de la capacité de remboursement du pays. Le gouvernement a fait savoir que, si l'échange ne réussissait pas, il pourrait ne pas être en mesure d'honorer toutes ses obligations, même en 2003. L'Uruguay a cependant continué à effectuer les paiements échus pendant toute la période de l'offre, ce qui a encouragé les investisseurs à la bienveillance.

Les investisseurs s'intéressaient particulièrement à la manière dont l'Uruguay allait traiter à l'avenir les obligations qui ne participeraient pas à l'échange. Les autorités ont déclaré clairement que, si cela était possible, elles continueraient à assurer intégralement le service

Le rôle du FMI

En soutenant l'échange de dettes de l'Uruguay, en tant qu'élément du programme économique global appuyé par l'accord de confirmation, le FMI a approuvé en particulier les objectifs consistant à combler les écarts de financement à court terme et à rétablir la viabilité de la dette à moyen terme, tout en laissant aux autorités et à leurs conseillers le soin de concevoir l'opération. Pendant toute la durée de celle-ci, les services du FMI sont restés en relation étroite avec les autorités et leurs conseillers, pour s'assurer que la question des écarts de financement et celle de la viabilité de la dette étaient bien prises en compte.

Le 10 avril, date de lancement de l'échange, Horst Köhler, Directeur général du FMI, a appuyé, dans une lettre ouverte à la communauté financière, le programme économique des autorités, en observant qu'un taux de participation élevé serait nécessaire pour atteindre les objectifs de financement auxquels était subordonnée la poursuite des décaissements du FMI. Vers la fin du mois, les autorités ont publié le rapport sur la deuxième revue par le FMI de l'accord de confirmation, qui contient des informations sur les résultats obtenus par le pays dans le cadre du programme ainsi qu'une analyse de la viabilité de la dette compte tenu de la réussite de l'échange de dettes.

de toutes les dettes, mais qu'elles donneraient la priorité aux nouvelles obligations si les ressources venaient à manquer. Cette clarification a incité de nombreux investisseurs à participer à l'échange.

Afin d'obtenir l'allègement de dette requis, il était essentiel que le taux de participation soit élevé. Pour y parvenir, et pour dissuader les «resquilleurs», les autorités ont fait savoir qu'il n'y aurait pas d'échange si la participation des investisseurs n'atteignait pas au moins 80 %. (Elles se sont engagées à procéder à l'échange si le taux était de 90 % — y compris 90 % des obligations arrivant à échéance en 2008 —, mais se sont réservées une marge de manœuvre pour le cas où le taux tomberait entre 80 et 90 %.)

Les autorités ont imaginé divers moyens d'encourager les investisseurs à participer :

- En créant de nouvelles obligations de référence émises sur une plus grande échelle, l'Uruguay comptait accroître sa part dans la composition des indices très suivis des obligations internationales, de manière à augmenter ainsi les liquidités et à stimuler la demande émanant des investisseurs qui suivent ces indices.

- Ceux qui échangeaient des obligations internationales étaient invités à approuver des clauses de sortie qui, si elles étaient approuvées par la majorité des anciens détenteurs, réduiraient la liquidité des anciennes obligations et la capacité de leurs détenteurs d'exiger le paiement du service de la dette. Les nouvelles obligations comportaient une structure fiduciaire, destinée à recevoir les paiements au titre du service de la dette au nom des détenteurs d'obligations et de les leur distribuer, de manière à réduire le risque que ces paiements soient accaparés par les détenteurs des anciennes obligations.

- Les institutions financières nationales ont été averties que le traitement des anciennes obligations par les banques et les gestionnaires de fonds de pension serait moins favorable en raison de leur illiquidité future.

Les nouvelles obligations internationales comportaient des clauses d'action collective (CAC) assorties d'un élément novateur, à savoir une clause d'agrégation permettant de ramener à deux tiers la majorité de 75 % requise pour modifier les conditions de paiement de chaque émission obligataire, pour autant qu'au moins 85 % des investisseurs concernés y consentent. L'Uruguay est le premier pays souverain à faire usage d'une clause d'agrégation.

L'obligation japonaise comportait déjà une CAC, qui a été utilisée pour en prolonger l'échéance lors d'une assemblée des investisseurs. C'était la première fois que les conditions de paiement d'une obligation souveraine étaient modifiées au moyen d'une CAC au Japon.

Au-delà de toute espérance

L'échange de dettes de l'Uruguay a bénéficié de taux de participation élevés chez tous les types d'investisseurs

et a bénéficié d'une réaction favorable du marché. La participation a atteint un niveau exceptionnel (92,5 % des obligations concernées). Contre toute attente, le taux de participation pour les obligations arrivant à échéance d'ici à 2008 a été supérieur à la moyenne (93,5 %). Il a atteint 89,2 % des obligations internationales et 98,8 % des obligations nationales. Lors de l'assemblée des détenteurs d'obligations japonaises, 80 % des obligations étaient représentées et plus de 99 % des voix exprimées ont approuvé la modification des conditions de paiement.

L'accent mis par les autorités sur la communication et une approche respectueuse du marché a manifestement séduit tous les types d'investisseurs. Tant les investisseurs institutionnels que les petits détenteurs, résidents et non-résidents, ont participé massivement à l'échange. La participation des institutions nationales a été quasi universelle. Les agents et les dépositaires de titres se sont efforcés de contacter tous leurs clients, ce qui a encouragé la participation des petits détenteurs.

Il semblerait cependant qu'un certain attentisme ait d'abord prévalu. Même si nombre d'investisseurs se sont exprimés d'emblée en faveur de l'échange, la majorité ne l'a accepté formellement que dans les derniers jours de la période de l'offre — qui était de cinq semaines (voir graphique) — c'est là un comportement qui a d'ailleurs été observé dans d'autres échanges d'obligations. Dans quelques secteurs, les taux de participation ont été inférieurs à ce qu'on espérait. Ainsi, la participation pour les obligations libellées en euros a été inférieure à 80 %, du fait, en partie, que les petits détenteurs européens n'ont pu être contactés que tardivement en raison de retards administratifs. De même, la participation des détenteurs d'obligations Brady a été relativement faible, se situant à moins de 60 % en moyenne, certains détenteurs de longue date ayant préféré la structure des anciennes obligations.

Les marchés ont observé attentivement le déroulement de l'échange et ont réagi positivement lorsqu'il a été terminé. Pendant la période de l'échange, la courbe de rendement «après échange» impliquée par les cours des anciennes obligations (le «rendement de sortie») est restée relativement plate et est descendue de 18 % début avril à 16 % début mai. Une fois l'échange terminé (mi-mai) et qu'il n'y avait donc plus de risques qu'il échoue, les rendements des nouvelles obligations de référence sont tombés autour de 13 % et se situent actuellement à peine au-dessus de 11 %. Deux des principales agences de cotation ont aussi rehaussé le plafond de la dette souveraine de l'Uruguay.

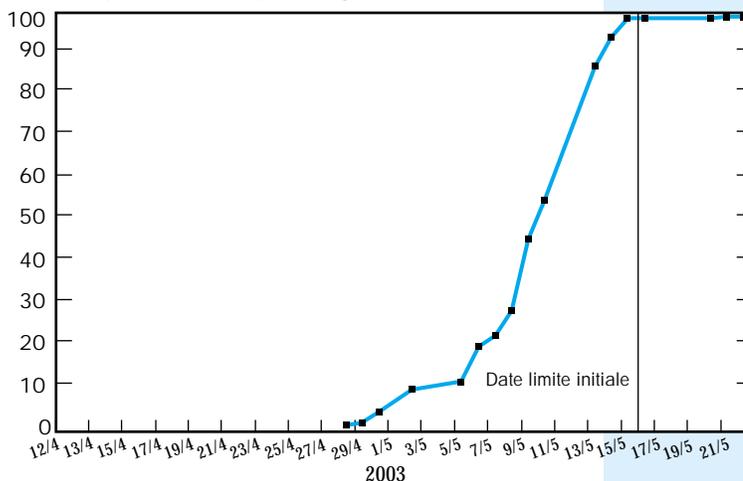
Résultats et leçons

L'opération a-t-elle répondu aux besoins de liquidités de l'Uruguay? En un mot, oui. L'échange a ramené de 469 millions à 23 millions de dollars le principal de la dette à moyen et à long terme exigible d'ici à la fin de

2003. Pour la période 2003–07, les paiements en principal sont tombés de 2,1 milliards à 300 millions de dollars (voir graphique page 206). Sur la même période, les obligations au titre du service de la dette du pays ont diminué globalement, passant de 3,5 milliards à 1,8 milliard de dollars. L'opération a réduit la valeur actuelle nette (VAN) des obligations participantes de 20 % en moyenne, sur la base des conditions prévalant sur le marché au moment de l'échange. Ce résultat a été obtenu par l'allongement des échéances et le maintien du taux du coupon à environ 7 % alors que les rendements du marché étaient beaucoup plus élevés. Les avantages obtenus du point de vue des liquidités ont à leur tour amélioré le profil de la dette à

Les acceptations ne sont arrivées que dans les derniers jours de l'offre

(taux d'acceptation cumulé, en pourcentage)



Source : Banque centrale de l'Uruguay

moyen terme et le ratio dette/PIB devrait retomber progressivement en dessous de 60 %.

Qu'est-ce qui a persuadé tant d'investisseurs de participer? Ils semblent être arrivés à la conclusion que les risques de la non-participation étaient élevés. Les difficultés de l'Uruguay d'assurer le service de l'ancienne dette, conjuguées aux caractéristiques juridiques de l'échange, les ont convaincus que la participation était préférable, sans parler de la perspective d'une plus grande liquidité des nouvelles obligations et du risque, pour les créanciers irrédutibles, de ne plus être payés.

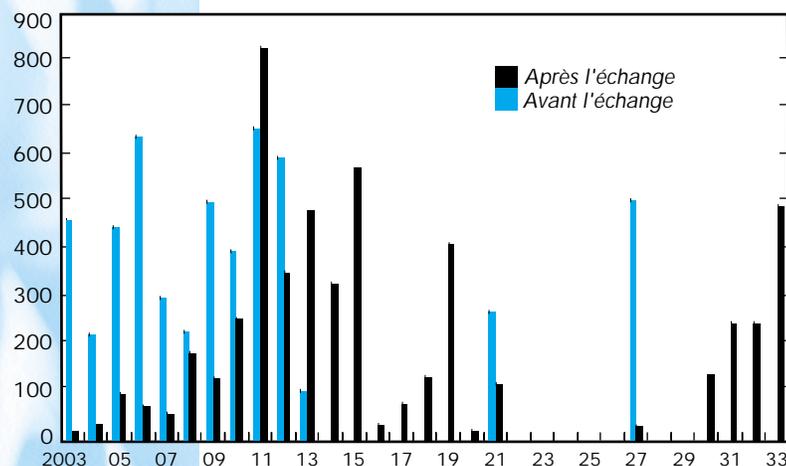
De manière générale, les consultations préalables intensives entre les autorités et les investisseurs ont aidé à adapter l'échange aux préférences de ces derniers et à créer un climat de confiance. À l'intérieur du pays, un certain patriotisme parmi les petits détenteurs a peut-être bénéficié à l'échange, mais l'offre a aussi coïncidé avec un redressement des titres des marchés émergents, ce qui a amené à considérer l'échange avec un plus grand optimisme. En outre, le prix plus élevé des obligations uruguayennes accroissait le coût potentiel pour les créanciers irrédutibles éventuels en cas de

non-paiement du service des anciennes obligations après l'échange.

Il faut noter aussi que l'Uruguay a eu la chance de pouvoir obtenir un allègement de dette en allongeant les échéances sans baisser les taux des coupons. Ces derniers étaient modestes car les obligations uru-

La plupart des remboursements du principal ont été reportés d'au moins 5 ans

(millions de dollars EU)



Source : FMI

guayennes avaient reçu une «très bonne» notation un an à peine avant l'échange. Le maintien des taux des coupons et la possibilité de limiter la réduction de la VAN ont probablement facilité l'approche coopérative. Par ailleurs, les investisseurs comprenaient largement les difficultés financières de l'Uruguay (qu'ils jugeaient causées, en grande partie, par des chocs exogènes) et

appréciaient les efforts déployés par le pays pour trouver une solution coopérative respectueuse du marché, ce qui les a rendus plus réceptifs à la proposition.

Ce modèle peut-il être reproduit?

Par certains aspects, l'expérience réussie de l'Uruguay en matière d'échange de dettes pourrait être utile à d'autres gouvernements se trouvant dans la même situation, mais il faut se garder de généraliser. En particulier, il pourrait être plus difficile de traiter le cas des pays où des réductions plus fortes de la VAN s'imposent ou dont le système bancaire détient une part importante de la dette publique.

À l'évidence, les consultations informelles systématiques ont aidé à former un consensus et ont démontré qu'une approche coopérative peut aboutir à une large participation de tous les investisseurs. La participation quasi universelle des petits détenteurs nationaux semble indiquer que les courtiers, les banques et les autres intermédiaires peuvent avoir un fort pouvoir mobilisateur à cet égard. Cet échange a montré qu'il importe de bien expliquer pourquoi un allègement du service de la dette s'impose, d'avoir un programme économique crédible et que l'opération soit résolument soutenue par le secteur officiel.

Mais il est sans doute trop tôt pour dire si d'autres pays émergents pourraient reproduire l'expérience de l'Uruguay, pays de petite taille et à forte cohésion sociale. En outre, les faibles taux de participation pour les obligations libellées en euros et les obligations Brady confirment aussi qu'il reste difficile en particulier de mobiliser les petits détenteurs d'obligations internationales et certains autres détenteurs de titres à long terme. ■

En anglais sur le site www.imf.org

Communiqués de presse

- 03/99 : Le FMI achève la troisième revue du programme FRPC de Madagascar, et approuve un décaissement de 15,9 millions de dollars, 30 juin
- 03/100 : Le Directeur général du FMI, Horst Köhler, propose la nomination de Raghuram Rajan au poste de Conseiller économique du FMI et de Directeur du Département des études, 2 juillet (voir page 202)
- 03/101 : Visite de quatre pays africains par le Directeur général du FMI et allocution à la réunion des chefs d'État de l'Union africaine à Maputo, 2 juillet
- 03/102 : Le FMI achève, en principe, la deuxième revue et approuve un décaissement de 6 millions de dollars dans le cadre de la FRPC en faveur de l'Albanie, 2 juillet
- 03/103 : M^{me} Krueger salue l'émission des nouveaux billets de banque irakiens, 7 juillet
- 03/104 : Le FMI achève la première revue de l'accord de confirmation avec la Bolivie et approuve un décaissement de 15 millions de dollars, 7 juillet

03/105 : Déclaration à la presse du Directeur général à Addis Abeba, 8 juillet

Notes d'information au public

- 03/79 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec le Burkina Faso, 30 juin
- 03/80 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec le Samoa, 30 juin
- 03/81 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec la République du Congo, 30 juin
- 03/82 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec l'Érythrée, 1^{er} juillet
- 03/83 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec le Kiribati, 7 juillet

Discours

«La mise en œuvre du Consensus de Monterrey», Horst Köhler, Directeur général du FMI, à une réunion à haut niveau de l'ECOSOC, Genève, 30 juin

Publications récentes

IMF Working Papers (Documents de travail, 15 \$)

- 03/122: "Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises," Amadou N. Sy
- 03/123: "An Empirical Reassessment of the Relationship Between Finance and Growth," Giovanni Favara
- 03/124: "Trade Liberalization and Real Exchange Rate Movement," Xiangming Li
- 03/125: "Modeling Stochastic Volatility with Application to Stock Returns," Noureddine Krichene
- 03/126: "Determinants of Inflation in a Transition Economy: The Case of Ukraine," Bogdan Lissovlik
- 03/127: "Trade Credit and the Effect of Macro-Financial Shocks: Evidence from U.S. Panel Data," Woon Gyu Choi and Yungsoo Kim
- 03/128: "Capital Operating Time and Total Factor Productivity Growth in France," Luc D. Everaert and Francisco Nadal De Simone
- 03/129: "Does Inflation Targeting Matter?" Laurence Ball and Niamh Sheridan

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

(Le nom du pays seul fait référence au rapport pour les consultations au titre de l'article IV)

- 03/163: Morocco: Statistical Appendix
- 03/164: Albania: Poverty Reduction Strategy Paper Progress Report
- 03/165: Eritrea
- 03/166: Eritrea: Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/167: Senegal
- 03/168: Senegal: Statistical Appendix
- 03/169: Lesotho: Fourth Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility Arrangement and Request for Waiver of Performance Criteria
- 03/170: Lesotho: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper Progress Report
- 03/171: Lesotho: Poverty Reduction Strategy Paper Progress Report
- 03/172: Ukraine: 2003 Article IV Consultation
- 03/173: Ukraine: Selected Issues
- 03/174: Ukraine: Statistical Appendix
- 03/175: Democratic Republic of the Congo: Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/176: Papua New Guinea: Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/177: Bangladesh: Interim Poverty Reduction Strategy Paper
- 03/178: Papua New Guinea
- 03/179: Bolivia: Request for Stand-By Arrangement
- 03/180: Pakistan: Fifth Review Under the Three-Year Poverty Reduction and Growth Facility

- and Request for Waiver and Modification of Performance Criteria
- 03/181: Colombia: First Review Under the Stand-By Arrangement
- 03/182: Sierra Leone: Poverty Reduction Strategy Paper Preparation Status Report
- 03/183: Sierra Leone: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper Preparation Status Report
- 03/184: Republic of Congo: Statistical Appendix
- 03/185: Bangladesh: Report on the Observance of Standards and Codes—Fiscal Transparency Module
- 03/186: Bangladesh: Joint Staff Assessment of the Interim Poverty Reduction Strategy Paper
- 03/187: Republic of Poland
- 03/188: Republic of Poland: Selected Issues
- 03/189: Republic of Poland: Report on the Observance of Standards and Codes—Fiscal Transparency Module—Update
- 03/190: Cape Verde: Poverty Reduction Strategy Paper Preparation Status Report
- 03/191: People's Republic of China—Hong Kong Special Administrative Region: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes
- 03/192: Rwanda: First Review Under the Three-Year Poverty Reduction and Growth Facility and Request for Waiver of Performance Criteria
- 03/193: Republic of Congo
- 03/195: Samoa
- 03/196: Samoa: Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/197: Burkina Faso
- 03/198: Burkina Faso: Statistical Annex
- 03/199: Kenya
- 03/200: Kenya: Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/201: Republic of Mozambique: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper
- 03/202: Albania: Report on the Observance of Standards and Codes—Fiscal Transparency Module
- 03/203: Madagascar: Third Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility

Divers

Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options, Manmohan S. Kumar (IMF Occasional Paper No. 221, 25 dollars; 22 dollars pour les enseignants et étudiants)



Ces publications peuvent être obtenues à l'adresse suivante : 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.

On trouvera 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*.

D'après une étude du FMI, la réforme du secteur financier crée sa propre dynamique

Depuis un quart de siècle, les gouvernements du monde entier s'efforcent de libéraliser leurs secteurs financiers. Pour quelles raisons et comment s'y prennent-ils? Selon une nouvelle étude statistique du FMI sur l'origine des réformes financières et le moment où elles interviennent, la libéralisation est le résultat à la fois de l'évolution de l'environnement économique et politique et de la dynamique créée par les réformes précédentes.

Depuis plusieurs décennies, la réforme du secteur financier fait partie des priorités des décideurs, mais l'expérience de la libéralisation varie énormément d'un pays à l'autre : les réformes ont été tantôt lentes, tantôt très rapides, et les changements ont parfois été limités à de simples retouches ou consisté en une re-fonte complète du secteur.

Nombre d'études ont été consacrées aux conséquences de la libéralisation du secteur financier, mais peu se sont intéressées à ses causes. Dans une nouvelle étude intitulée «Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?» (Le pourquoi et le comment de la réforme financière), Abdul Abiad et Ashoka Mody, du Département des études du FMI, examinent, à l'aide d'une nouvelle base de données internationale sur la libéralisation financière, l'expérience de 35 pays entre 1973 et 1996 pour déterminer les causes profondes de la réforme.

Selon eux, la libéralisation est la résultante de changements sensibles consécutifs à des «chocs» économiques et politiques, changements renforcés par une dynamique qui s'auto-entretient (la dynamique de l'«apprentissage»). Les réformes des pays voisins semblent aussi exercer une certaine influence. Pour ce qui est des chocs économiques, les crises obligent les

autorités à réagir, mais leur action peut prendre aussi bien la forme d'un retour en arrière que d'une réforme.

L'apprentissage et les chocs

Qu'est-ce qui provoque des changements? Les auteurs tirent cinq réponses de leur analyse des données :

- Tout d'abord, les pays où le secteur financier est complètement «réprimé» (autrement dit, non libéralisé) sont ceux qui ont le plus tendance à préserver le statu quo en restant fermés et fortement réglementés. Cependant, lorsqu'un début de réforme intervient et que le secteur financier devient ne serait-ce que partiellement réprimé, la probabilité de nouvelles réformes s'accroît très sensiblement.

Le fait que les réformes s'auto-entretiennent s'explique de plusieurs manières. Les premières réformes peuvent réduire les incertitudes quant aux avantages du changement. En outre, elles renforcent la position de ceux qui en bénéficient (et qui font pression en faveur du changement), par rapport à ceux qui y sont opposés. Enfin, elles provoquent des changements qui rendent nécessaires de nouvelles réformes.

Un exemple intéressant est celui de la libéralisation financière du Japon, née de la nécessité de financer les importants déficits budgétaires apparus pendant les années 70. Le développement consécutif du marché des obligations publiques a suscité des appels en faveur de la réduction des restrictions qui bridaient le marché des obligations d'entreprises. Le développement de ce dernier marché a, à son tour, entraîné une forte baisse de revenu pour les banques commerciales qui a amené le gouvernement à libéraliser les activités des banques. On le voit, la libéralisation est un processus de réformes qui s'engendrent les unes les autres.

La libéralisation est un processus de réformes qui s'engendrent les unes les autres.

Comment l'étude a été réalisée

L'une des difficultés posées par l'analyse des diverses forces à l'origine de la libéralisation financière a été l'absence d'un ensemble de données internationales. L'étude de MM. Abiad et Mody utilise un nouvel indice de la libéralisation financière établi par la division des études financières du Département des études du FMI, qui couvre 35 pays. Cet indice permet de déterminer plus précisément à quel moment interviennent les différents événements formant le processus de libéralisation financière ainsi que leur importance relative. Il tient compte de la diversité de la réforme financière et en constitue une agrégation annuelle selon six aspects qui caractérisent la politique dans le domaine financier.

Ces aspects sont les suivants : crédit dirigé/réserves obligatoires, contrôle des taux d'intérêt, obstacles à l'entrée et/ou absence de politiques en faveur de la concurrence, réglementation opérationnelle restrictive et/ou absence de réglementation prudentielle, degré de privatisation du secteur financier, et degré de contrôle des transactions financières internationales.

Pour chaque aspect, l'indice classe le pays comme *complètement réprimé*, *en partie réprimé*, *largement libéralisé* ou *complètement libéralisé*. La possibilité d'un «apprentissage» national, qui suppose une relation dynamique entre le niveau courant de libéralisation du secteur financier et l'évolution ultérieure des politiques menées, est prise en compte dans la spécification économétrique.

- Deuxièmement, il semblerait que les effets d'émulation régionale soient importants. Plus un pays est en retard dans sa libéralisation par rapport au principal pays de la région, plus il sera soumis à des pressions pour se libéraliser. Les pays d'une même région ont en général les mêmes caractéristiques, ce qui fait qu'ils poursuivent souvent les mêmes objectifs. Par exemple, ils se font concurrence pour avoir accès aux mêmes capitaux internationaux. Cet effet concurrentiel s'accroît à mesure que la libéralisation progresse.

- Troisièmement, les chocs économiques concourent largement à remettre en cause le statu quo et facilitent les réformes. Le plus souvent, c'est pendant la première année de fonction d'un nouveau gouvernement que les changements interviendront, sous forme d'un retour en arrière ou de réformes. Pour ce qui est des influences extérieures, une baisse des taux d'intérêt américains favorise les réformes tandis que, apparemment, la conditionnalité des programmes du FMI exerce une forte influence en cas de répression relativement élevée, influence qui diminue à mesure que la libéralisation progresse.

- Quatrièmement, les crises poussent bien les autorités à agir, mais pas toujours dans le sens de la réforme. Les crises de balance des paiements rendent les réformes plus probables, mais les crises bancaires ont l'effet inverse, ce qui s'explique en partie par le fait que l'État assume la charge des banques en difficultés. «Étant donné que les crises bancaires ne sont que la manifestation de l'extrême fragilité du système bancaire, observent les auteurs, il n'est pas surprenant que les réformes soient mises en veilleuse en période de crise, car, à court terme, elles risquent d'amoinrir encore plus la valeur de franchise des banques en place. Les gouvernements qui ont essayé de résoudre les crises bancaires en faisant reprendre les banques en difficultés par des banques plus solides ont été à même d'offrir des incitations, telles qu'une position de monopole temporaire.»

- Enfin, parmi les variables rendant compte des considérations d'idéologie et de structure, seule l'ouverture commerciale semble influencer sur le rythme des réformes. Rien ne permet d'affirmer que les gouvernements de droite sont plus enclins aux réformes que les gouvernements de gauche. Tout au plus peut-on dire que ces derniers sont légèrement plus ouverts aux réformes, mais la différence n'est pas statistiquement significative. Les régimes présidentiels et parlementaires sont autant enclins aux réformes, et le système judiciaire ne semble pas avoir d'influence. L'ouverture commerciale semble cependant accélérer le rythme des réformes, surtout lorsque le niveau de libéralisation est encore faible.

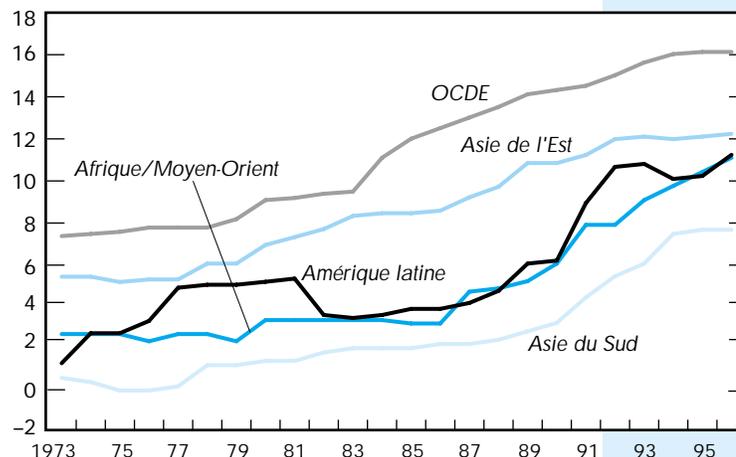
Conséquences pratiques

«Pour les décideurs», affirment les auteurs, «les résultats de notre étude indiquent que même une petite ré-

forme peut aboutir à une grande victoire, car le processus de réforme a tendance à créer sa propre dynamique. Un bouleversement complet n'est pas forcé-

Hormis quelques revers, la libéralisation financière a progressé régulièrement ces 25 dernières années

(Indice de libéralisation : 0 = répression complète; 18 = libéralisation complète)



Source : FMI

ment nécessaire. Si la situation politique interdit les grandes réformes, il est peut-être préférable de se contenter de ce qui est faisable.»

Si certaines conditions sont plus propices aux réformes (crises de balance de paiements, «lunes de miel», etc.), pendant ces périodes fluctuantes, surtout en cas de crise bancaire, les décideurs doivent éviter de retomber dans les excès dommageables. ■

Le document de travail du FMI n° 03/70, «Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?» d'Abdul Abiad et Ashoka Mody est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 207. Ce document figure aussi sur le site du FMI (www.imf.org).

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
7 juillet	1,51	1,51	1,99
14 juillet	1,49	1,49	1,97

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, ou se reporter au site du FMI : www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2003.

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

Source : Département financier du FMI.

Le cadre idéal de la politique monétaire?

Nombre d'économistes pensent avoir enfin trouvé le cadre idéal de la politique monétaire : le ciblage de l'inflation, adopté pour la première fois par la Nouvelle-Zélande en 1989. Selon cette approche, le pays s'engage explicitement à atteindre un certain objectif d'inflation ou une certaine fourchette-objectif dans un délai annoncé. Les partisans de cette méthode en citent les nombreux avantages (inflation moyenne plus faible, stabilisation de la production et ancrage des anticipations de faible inflation) qui atténuent les effets inflationnistes des chocs macroéconomiques. Mais le ciblage de l'inflation permet-il d'obtenir de meilleurs résultats en matière d'inflation, de production et de taux d'intérêt? Dans un nouveau document de travail du FMI, Laurence Ball (professeur d'économie à l'université Johns Hopkins) et Niamh Sheridan (économiste à l'Institut du FMI) affirment que rien pour l'instant ne l'indique, mais que la réponse deviendra peut-être plus claire avec le temps.

Que nous enseigne l'expérience au sujet des avantages du ciblage de l'inflation? Les auteurs examinent 20 pays industriels à inflation modérée, dont 7 ont adopté cette méthode pendant les années 90 (Australie, Canada, Espagne, Finlande, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède) et 13 ne l'ont pas fait (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, États-Unis, France, Irlande, Italie, Japon, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Suisse). La Suisse et la Norvège ayant adopté le ciblage de l'inflation respectivement en 1999 et 2000, ces pays sont considérés comme n'ayant pas adopté cette méthode jusqu'à ces années-là, puis sont retirés de l'échantillon.

Pour chaque pays, le ciblage de l'inflation est réputé adopté à partir du premier trimestre complet pendant lequel un objectif d'inflation ou une fourchette-objectif était en vigueur, cet objectif ayant été annoncé publiquement auparavant. L'annonce publique est importante, car bon nombre des effets attendus de cette méthode, tels que ses effets sur les anticipations, ne peuvent jouer que si les agents économiques savent qu'ils sont en période de ciblage de l'inflation. Les dates d'adoption de cette méthode vont du troisième trimestre de 1990 (Nouvelle-Zélande) au deuxième trimestre de 1995 (Espagne). La période de ciblage s'étend jusqu'à 2001, sauf pour la Finlande et l'Espagne, pour lesquelles elle s'arrête en 1998 en raison de l'avènement de l'euro.

Les auteurs comparent les résultats obtenus par chaque pays pendant sa période de ciblage à ses résultats pendant deux périodes antérieures, une période longue commençant en 1960 et une période courte commençant en 1985. Ils comparent en outre les deux

groupes de pays. Pour les pays qui n'ont pas adopté le ciblage de l'inflation, ils considèrent la période commençant à la date de départ moyenne des pays qui l'ont adopté, à savoir le troisième trimestre de 1993. La période de ciblage se termine en 1998 pour les pays de la zone euro et en 2001 pour les autres, sauf la Norvège et la Suisse.

Enfin, les auteurs examinent aussi les périodes au cours desquelles les pays ont un objectif d'inflation constant, car certains des avantages du ciblage peuvent ne pas se matérialiser si l'objectif change.

Aucun avantage perceptible

La comparaison des deux groupes de pays ne permet pas de démontrer que, en moyenne, le ciblage de l'inflation améliore les résultats en matière d'inflation, de production ou de taux d'intérêt. Pour les seuls adeptes du ciblage, les résultats se sont améliorés entre la période précédant le ciblage et la période de ciblage : l'inflation a reculé puis s'est stabilisée, et la croissance de la production s'est stabilisée. Cependant, les autres pays ont aussi enregistré des améliorations à peu près au même moment, ce qui laisse penser que le ciblage de l'inflation n'était pas pour grand chose dans cette amélioration.

Dans certains domaines, les deux groupes de pays ont enregistré des progrès, qui ont été toutefois plus marqués dans les pays adeptes du ciblage. Ainsi, l'inflation moyenne a diminué dans les deux groupes, mais celle des pays ciblant l'inflation est passée d'un niveau supérieur à celui des autres pays à un niveau à peu près identique. Les mêmes constatations ont amené d'autres experts à la conclusion que le ciblage de l'inflation favorisait la convergence, c'est-à-dire qu'il aide les pays dont les résultats dans ce domaine sont médiocres à rattraper les autres.

Les résultats de l'étude ne permettent même pas de confirmer ces effets bénéfiques, pourtant modestes. Un problème se pose en raison de la «régression vers la moyenne». Ainsi, les pays ayant obtenu des résultats médiocres avec leurs politiques antérieures avaient davantage de raisons d'adopter le ciblage de l'inflation. Autrement dit, les pays qui avaient des résultats médiocres dans la période préciblage obtiennent en général des améliorations plus sensibles que les autres, et si les pays ayant adopté le ciblage avaient des résultats médiocres auparavant, ils auront de meilleurs résultats que les autres, même si le ciblage de l'inflation n'a aucune influence sur ces résultats. Dans toute l'étude, les auteurs tiennent compte de ces biais statistiques.

Inflation. Les données internationales dont on dispose ne permettent guère d'affirmer que le ciblage de

Les partisans du ciblage de l'inflation en citent les nombreux avantages (inflation moyenne plus faible, stabilisation de la production et ancrage des anticipations de faible inflation) qui atténuent les effets inflationnistes des chocs macroéconomiques.

l'inflation a réduit le niveau moyen, la variabilité ou la persistance de l'inflation. Dans presque chaque pays, l'inflation moyenne est plus faible pendant la période de ciblage qu'auparavant et, en moyenne, les adeptes du ciblage ont vu leurs taux d'inflation diminuer en convergeant vers ceux des autres pays.

Pendant la période préciblage la plus courte (commençant en 1985), l'inflation moyenne a diminué de 2,2 points de plus dans les pays adeptes du ciblage que dans les autres. Cependant, cet effet est plutôt trompeur : il traduit le fait que les adeptes du ciblage avaient des taux d'inflation initiaux plus élevés et il y a une régression vers la moyenne. Pour un niveau de départ donné, la baisse de l'inflation est la même pour les adeptes du ciblage que pour les autres.

Rien ne permet d'affirmer que le ciblage de l'inflation influence la variabilité de l'inflation, laquelle a diminué dans tous les pays pendant la période de ciblage et a toujours été inférieure pour les non-adeptes du ciblage.

La persistance de l'inflation a diminué au fil du temps — l'inflation s'est «ancrée» davantage, mais cela vaut autant pour les deux groupes de pays et indique, une fois de plus, qu'on ne peut pas dire que le ciblage influence l'évolution de l'inflation.

Croissance et variabilité de la production. Sur le plan théorique, il n'y a aucune raison pour que le ciblage de l'inflation influence la croissance moyenne de la production. Il pourrait le faire, s'il influait sur l'évolution de l'inflation, dans la mesure où l'inflation a des effets sur la croissance économique. Mais les conclusions de l'étude sont négatives à cet égard : certes, la croissance moyenne a progressé dans les pays adeptes du ciblage une fois qu'ils l'eurent adopté et a légèrement diminué dans les autres pays, mais ces estimations sont peu précises, car les taux de croissance varient grandement d'un pays à l'autre. En outre, il faudrait observer le ciblage de l'inflation sur une période plus longue pour savoir s'il influe vraiment sur la croissance moyenne.

Certains économistes font valoir qu'un ciblage «souple» de l'inflation stabilise la production aussi bien que l'inflation. D'autres estiment qu'il accroît la variabilité de la production. Là encore, les auteurs constatent que le ciblage de l'inflation n'a pas d'importance.

Taux d'intérêt. Les auteurs examinent ensuite le niveau des taux d'intérêt à long terme, qui devrait refléter les anticipations en matière d'inflation, et la variabilité des taux d'intérêt à court terme, qui pourrait donner la mesure de «l'activisme» des autorités monétaires. Ils constatent que les deux groupes de pays ont connu des baisses similaires de leurs taux d'inflation depuis le début des années 90. Les partisans du ciblage font cependant valoir que le ciblage verrouille l'inflation définitivement à un niveau peu élevé, alors que des événements défavorables peuvent la relancer dans d'autres régimes. Si le public accepte cet argument, le ciblage devrait alors réduire à la fois les anticipations et

les incertitudes en matière d'inflation, ce qui devrait faire baisser les taux d'intérêt à long terme.

Si par «amélioration des résultats» on entend «baisse des taux d'intérêt», alors les pays non-adeptes du ciblage obtiennent toujours de meilleurs résultats. En fait, les deux groupes ont obtenu de meilleurs résultats pendant la période de ciblage, dans une plus grande mesure pour les adeptes du ciblage, mais les effets du ciblage disparaissent dès que l'on tient compte de la régression vers la moyenne.

Les banques centrales qui ont recours au ciblage de l'inflation utilisent-elles leurs instruments de politique monétaire (les taux d'intérêt) différemment des autres banques centrales? Si elles réagissent plus vivement à l'évolution de l'inflation, les taux d'intérêt à court terme devraient être plus volatils (sauf si le ciblage stabilise l'inflation, ce que l'étude ne réussit pas à démontrer). Là encore, les résultats suivent le même schéma : la volatilité des taux d'intérêt est moins forte dans les pays non-adeptes du ciblage et diminue avec le temps pour les deux groupes de pays. La diminution est plus marquée dans les pays adeptes du ciblage uniquement si l'on fait abstraction de la régression vers la moyenne.

Une méthode inoffensive

Comment interpréter ces résultats? D'après les auteurs, il est possible que les adeptes comme les non-adeptes du ciblage mènent les mêmes politiques en matière de taux d'intérêt. Certains observateurs pensent d'ailleurs que les États-Unis sont un pays adepte «secret» du ciblage de l'inflation, ce qui serait corroboré par la constatation que la volatilité des taux d'intérêt est la même pour les adeptes et les non-adeptes du ciblage.

Si le ciblage de l'inflation ne modifie pas l'utilisation des instruments de la politique monétaire, il n'est pas surprenant que les résultats économiques ne changent pas non plus. Cela semblerait indiquer cependant que les aspects formels et institutionnels du ciblage, à savoir l'annonce publique des objectifs, les rapports sur l'inflation et la plus grande indépendance des banques centrales, n'ont aucune importance. Rien dans les données n'indiquent que les adeptes «secrets» du ciblage gagneraient à adopter des objectifs explicites.

Bref, les auteurs ne présentent pas d'arguments contre le ciblage de l'inflation : ils constatent que c'est une méthode inoffensive qui apporte peut-être des avantages difficilement mesurables. Ainsi, certains aspects du ciblage de l'inflation, tels qu'une plus grande transparence, peuvent être souhaitables davantage pour des raisons politiques qu'économiques. En outre, le ciblage de l'inflation pourrait aider à améliorer les performances de l'économie à l'avenir. Le climat économique a été assez calme depuis que le ciblage de l'inflation a été adopté pour la première fois, ce qui fait que beaucoup de banques centrales n'ont pas encore subi de test trop sévère. Il se pourrait qu'à l'avenir les déci-

Ce sont peut-être les périodes de perturbations qui révéleront si les adeptes du ciblage de l'inflation font mieux que les autres.

deurs se heurtent à des chocs du côté de l'offre comme dans les années 70 ou à de fortes pressions politiques pour mener des politiques inflationnistes. C'est peut-être ce type de perturbations, plutôt que l'absence de remous, qui révélera si les adeptes du ciblage de l'inflation font mieux que les autres décideurs. ■

Politique budgétaire et économie souterraine : des choix difficiles

L'économie souterraine est souvent perçue comme le résultat d'une forte pression fiscale et d'une réglementation à la fois excessive et mal appliquée. Quelles qu'en soient les causes, elle peut nuire aux résultats macroéconomiques et freiner la croissance. Dans un récent document de travail du FMI intitulé «An Analysis of the Underground Economy and its Macroeconomic Consequences», Era Dabla-Norris et Andrew Feltenstein explorent les liens entre politique budgétaire, économie souterraine et résultats économiques.

Les activités souterraines — la partie de l'économie qui échappe à l'enregistrement officiel et à l'impôt — peuvent être coûteuses pour nombre de pays en développement et en transition, car elles ont des effets sensibles sur leurs résultats économiques. Par exemple, une économie souterraine de grande taille peut causer des pertes de revenus considérables, une détérioration des finances publiques et une dégradation marquée de la qualité de l'administration publique. La perte de recettes fiscales peut en outre se traduire par une aggravation des déficits budgétaires qui, en augmentant les besoins de financement de l'État, peut entraîner l'éviction des investisseurs privés.

En outre, le caractère illégal des activités souterraines décourage souvent l'investissement privé et freine la croissance. Les efforts que les entreprises déploient pour éviter de se faire prendre peuvent causer des distorsions et conduire à une mauvaise répartition des ressources. De plus, les entreprises qui opèrent dans l'ombre ne peuvent généralement pas recourir aux institutions qui soutiennent le marché, comme le système judiciaire, et risquent donc de sous-investir. À l'évidence, l'impossibilité de garantir l'application des contrats légaux a un coût élevé en ce qu'elle limite l'accès aux marchés officiels du crédit.

Causes et coûts

Quel est l'impact de l'économie souterraine sur les finances publiques et les résultats économiques glo-

Photographies : Denio Zara, Padraic Hughes et Michael Spilotro (FMI) pages 201–03 et 213–16; Andres Stapff (Reuters), page 204.

Le document de travail du FMI n° 03/129, «Does Inflation Targeting Matter?» de Laurence Ball et Niamh Sheridan, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 207. Ce document figure aussi sur le site du FMI (www.imf.org).

baux? En particulier, qu'est-ce qui pousse les entreprises à opérer dans l'ombre, et comment une fiscalité et des taux d'intérêt adéquats peuvent-ils encourager les entreprises à revenir à l'économie officielle?

À l'aide d'un modèle d'équilibre général simple, les auteurs examinent le lien entre les taux d'imposition, l'accès au crédit et la taille de l'économie souterraine. Le modèle part de l'hypothèse que les entreprises entrent dans cette économie et en sortent lorsque cela est le plus avantageux pour elles, et il intègre les avantages tirés des activités souterraines par une entreprise désireuse d'échapper à l'impôt. Dans nombre de pays en développement, l'impôt sur les sociétés du secteur officiel est une importante source de recettes pour l'État et, lorsque l'assiette de l'impôt est étroite, les taux d'imposition marginaux sont souvent très élevés. D'après de récents travaux empiriques sur les pays en développement et en transition, une forte pression fiscale sur les entreprises, doublée d'une application inefficace et discrétionnaire du régime fiscal et autres réglementations, influe sur la taille de l'économie cachée.

Le modèle prend aussi pour hypothèse que la fraude fiscale n'est pas sans coût. Plus elle est répandue, plus la valeur implicite des actifs des entreprises est faible et plus le crédit est rationné par les banques. Les demandes de prêt doivent être accompagnées de documents officiels, surtout si une garantie est exigée. Or, il est peu probable que les activités économiques dissimulées au fisc soient déclarées sur les demandes de prêt. Et si les banques ne connaissent pas la valeur véritable des actifs de l'entreprise et n'ont pas légalement accès à ces actifs en cas de défaut de paiement, il est très probable qu'elles ne lui accorderont du crédit que sur la base de ses actifs imposables.

Aux fins de l'étude, les entreprises sont réputées opérer en partie dans l'économie officielle et en partie dans l'ombre. Pour décider de l'ampleur de ses activités souterraines, une entreprise doit mettre en balance sa capacité d'échapper à l'impôt et sa volonté de recourir au financement bancaire, elle paie des impôts et peut donc emprunter aux banques. Pour ses opérations dans l'économie légale, elle paie des impôts et peut donc emprunter aux banques. Pour ses activités souterraines, elle n'acquiesce pas d'impôt et ne recourt pas à l'emprunt. Comme la taille de l'économie souter-

Une économie souterraine de grande taille peut causer des pertes de revenus considérables, une détérioration des finances publiques et une dégradation marquée de la qualité de l'administration publique.

raîne dépend de variables à la fois intrinsèques et externes, telles que les taux d'imposition et d'intérêt, le modèle permet aussi d'évaluer l'impact des réformes.

Options pour les pouvoirs publics

Pour simuler les actions à la disposition des pouvoirs publics et la façon dont les entreprises peuvent y réagir, l'étude se fonde sur des données stylisées du Pakistan, pays qui a connu de graves problèmes de fraude fiscale, avec des marchés parallèles de biens et d'actifs financiers. Dans ces circonstances — étant donné en particulier le déficit budgétaire du pays — la réforme économique prévoiera probablement une réduction des diverses formes de fraude fiscale.

Un modèle de simulation intégrant des taux d'imposition effectifs montre que l'entrée d'une entreprise dans l'économie souterraine peut être de nature conjoncturelle et sensible à l'évolution du rendement des investissements. Une hausse du taux de l'impôt sur les sociétés, dans le but de réduire le déficit budgétaire, a des effets contreproductifs. Une grande partie de la production est acheminée vers l'économie souterraine, ce qui a pour effet de réduire l'assiette de l'impôt et d'accroître en fait le déficit. L'investissement global dans l'économie et, partant, la croissance, reculent en raison du rationnement accru du crédit bancaire. Il semblerait que, même modérées, les majorations d'impôt peuvent amener les entreprises à entrer dans l'économie cachée et accroître le rationnement du crédit, ce qui provoquerait un ralentissement de l'économie.

Dans une autre simulation, le taux de l'impôt sur les sociétés est abaissé. L'activité souterraine est certes éliminée et le crédit est moins rationné, mais la formation de capital ne progresse guère. Cela tient à l'augmentation sensible du déficit budgétaire, qui conduit à l'éviction des investisseurs privés en faveur de l'État. La hausse rapide des taux d'intérêt qui s'ensuit tend à annuler les effets bénéfiques de la baisse des impôts sur l'investissement. En même temps, l'inflation atteint des niveaux élevés et les réserves de change diminuent. Cela signifie que la baisse des impôts n'est pas viable à long terme, en raison de l'aggravation des déficits budgétaire et commercial, même si elle a pour effet d'éliminer les activités souterraines et de réduire le rationnement du crédit.

Que peuvent alors faire les décideurs? Faute de pouvoir ajuster les dépenses, il leur faudra peut-être accepter une dose d'économie souterraine — et, partant, un certain degré de fraude fiscale — comme prix d'un programme fiscal par ailleurs acceptable. ■

Era Dabla-Norris
Institut du FMI

Le document de travail du FMI n° 03/23, «An Analysis of the Underground Economy and Its Macroeconomic Consequences», d'Era Dabla-Norris et Andrew Feltenstein, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 207. Ce document figure aussi sur le site du FMI (www.imf.org).

Entretien avec Arnold Harberger . . .

De bonnes politiques peuvent libérer les forces naturellement porteuses de croissance

Le Wall Street Journal a qualifié un jour Arnold Harberger de «parrain de l'économie de marché en Amérique latine». Comment ce jeune homme d'Irvington, dans le New Jersey, a-t-il assumé ce rôle? Tout a commencé, selon lui, en cours de latin au collège. Quand il lui a fallu choisir une langue étrangère, il a choisi l'espagnol, pensant s'épargner du travail supplémentaire. «Mon intérêt ultérieur pour l'Amérique latine est en partie issu de ma connaissance de l'espagnol. Tout le reste est venu naturellement.» Ainsi s'ensuivit toute une vie consacrée à transmettre en personne et par le biais de ses nombreux étudiants des conseils à l'Amérique latine. Actuellement professeur à UCLA, M. Harberger a passé près de 40 ans à l'université de Chicago, à la pointe de la recherche sur les finances publiques, l'analyse coûts-avantages, et l'économie internationale. Dans un entretien qu'il a accordé à Prakash Loungani, M. Harberger évoque sa longue et remarquable carrière.

M. LOUNGANI : L'avenir de l'économie de marché en Amérique latine vous préoccupe-t-il?

M. HARBERGER : Non. Aux yeux de certains, les événements récents sont anti-néolibéraux ou anti-consensus de Washington, mais ce ne sont en fait que des accidents mineurs par rapport au mouvement général, après le remplacement des importations, vers l'adoption de politiques plus libérales axées sur le marché. Bien sûr, chaque pays y parvient à son rythme, plus ou moins bien, et pas toujours sans heurts.

Prenons le miracle brésilien des années 70 : exemple même de la libéralisation, amorcée en 1964



Faute de pouvoir ajuster les dépenses, les décideurs devront peut-être accepter une dose d'économie souterraine — et, partant, un certain degré de fraude fiscale — comme prix d'un programme fiscal par ailleurs acceptable.



M. Harberger :
Les gouvernements
doivent absolument
éliminer les prix
menteurs.

par un ministre clé, Roberto Campos, elle est poursuivie par Antonio Delfim Neto, autre ministre favorable à la libéralisation. Tout ce qui s'est produit (ouverture du marché financier intérieur, utilisation généralisée d'instruments monétaires, etc.) était en fait la libération de l'économie. Les obstacles au commerce ont aussi été réduits, même si cela s'est fait par à-coups. Après quelques années de transition, le Brésil a eu le vent en poupe pendant une décennie de politique libérale et de bonne croissance.

M. LOUNGANI : Et en ce qui concerne le Brésil, comment voyez-vous l'avenir?

M. HARBERGER : D'après ce que je sais et ce que j'ai lu, M. Lula a très bien mené sa présidence jusqu'à présent. Il a en tout cas démenti les pires craintes qui circulaient avant qu'il n'arrive au pouvoir. Il pourrait bien répéter un scénario qui s'est déjà vu dans la région : après tout, Ricardo Lagos [président chilien] est socialiste et pourtant l'un des présidents les plus favorables au libéralisme que l'Amérique latine ait connus depuis une vingtaine d'années.

M. LOUNGANI : Cela fait longtemps que vous vous intéressez au Chili.

M. HARBERGER : Oui, je m'y suis rendu pour la première fois en 1955. À l'époque, j'ai dit à mes collègues combien j'avais été choqué par les distorsions : droits de douane à 200 ou 300 %, contrôle des prix et obligation pour le secteur privé de faire approuver presque toutes ses activités par l'État. Bref, tout n'était que distorsions, modes de fonctionnement dépassés et autoritarisme. Pendant les 10 à 15 années suivantes, les politiques ont évolué en dents de scie.

Et puis il y eut le coup porté par Allende. Les distorsions n'avaient plus de limites. Je n'en donnerai qu'un exemple : il y a eu jusqu'à 13 taux de change officiels différents, allant de 25 à 1325 escudos pour un

dollar. Quelle aberration! Il n'y a rien de plus homogène qu'un dollar. Chaque dollar, quel que soit son usage, vaut autant qu'un autre dollar, alors pourquoi autant de prix différents?

M. LOUNGANI : Pourriez-vous parler du cas du Mexique?

M. HARBERGER : Le Mexique a traversé une période très intéressante de 1955 à 1970 environ. Rodrigo Gomez et Antonio Ortiz Mena formaient une formidable équipe économique dont la discipline était digne de celle du FMI, sans pour autant que le FMI soit présent. Avec eux, le Mexique a enregistré de bons taux de croissance, ce qui montre qu'un pays peut avoir des résultats satisfaisants s'il met de l'ordre au niveau de ses politiques macro-

économiques, même si la pagaille règne au plan microéconomique.

M. LOUNGANI : Mais les politiques macroéconomiques ont aussi cessé de fonctionner, et il y a eu la crise de la dette.

M. HARBERGER : Oui, mais à partir de 1989, la crise tequila mise à part, le pays a redressé la situation macroéconomique. Le combat pour rétablir la situation microéconomique n'est pas fini. Prenez, par exemple, les réformes agraires. Il y a eu des progrès, mais aujourd'hui encore le Mexique est loin d'avoir un marché libre des terres agricoles. Côté microéconomique, la liste des grands problèmes à résoudre est encore longue.

M. LOUNGANI : Votre avis sur la tragédie argentine?

M. HARBERGER : Le problème capital de l'Argentine est qu'elle a traversé trois périodes de quasi-hyperinflation en moins de 20 ans. La population en a gardé une profonde méfiance vis-à-vis de la monnaie argentine. La seule façon plausible de lui rendre confiance a été d'instaurer un taux de change fixe. Une loi particulière s'imposait, car malgré plusieurs tentatives semblables par le passé, les taux de change fixes n'avaient jamais été respectés.

D'où la loi sur la convertibilité. Cette loi est entrée en vigueur dans des conditions telles que le taux de change réel n'était plus une question de choix : s'il avait été fixé à deux pesos pour un dollar américain, le niveau des prix aurait été deux fois plus élevé, à quatre pesos pour un dollar, il aurait été quatre fois plus élevé. C'est donc un taux de change réel hérité, contrairement au Mexique, par exemple, qui, à l'époque du fameux «Pacto», a procédé d'abord à une forte dévaluation pour permettre ensuite une appréciation progressive du taux de change réel. Les Argentins avaient pieds et poings liés.

M. LOUNGANI : Mais au départ, les résultats étaient bons.

M. HARBERGER : Ils ont eu de la chance, au début des années 90, que le flux de capitaux vers l'Argentine suffise à valider le taux de change réel auquel ils s'étaient astreints. Mais avant même la crise tequila de 1994, ce taux de change réel n'avait pas bonne mine.

Des preuves? Le taux de chômage était déjà de 13 % avant la crise mexicaine, signe infaillible d'un taux de change réel dérégulé. Trop d'économistes n'ont vu que le problème du déficit budgétaire, mais le résoudre aurait aggravé le chômage. Cela prouve que le problème du taux de change réel n'a pas été identifié.

M. LOUNGANI : Si on l'avait identifié, qu'aurait-on pu faire?

M. HARBERGER : Depuis la loi sur la convertibilité, ce problème a toujours été délicat. Je ne prétends pas avoir eu la réponse à l'avance. J'ai bien essayé d'attirer l'attention sur le déséquilibre du taux de change réel pendant toute cette période, mais je n'ai jamais tenté de faire dire aux responsables politiques qu'ils devraient dévaluer ou autre.

Rétrospectivement, lorsque tout semblait aller bien en 1997-98, l'Argentine aurait pu ouvrir une marge de fluctuation à l'intérieur de laquelle la monnaie se serait appréciée pendant les premières semaines et les premiers mois. C'est la bonne démarche. Si vous êtes souple, vous pouvez surmonter le plus grand obstacle en y concentrant toutes vos forces. Cela aurait été la façon la plus facile de passer de la loi sur la convertibilité à un système plus souple.

M. LOUNGANI : Parlons maintenant plus généralement du lien entre croissance et politique économique. Il serait logique de commencer par votre discours présidentiel à l'*American Economic Association* en 1998.

M. HARBERGER : J'ai utilisé à cette occasion le découpage moderne des sources de croissance — l'augmentation et le perfectionnement de la main-d'œuvre, le taux d'investissement en nouveau capital et la productivité du capital, ainsi que la réduction des coûts réels.

La réduction des coûts réels, plus que tout autre facteur, distingue les grands succès des grands échecs. Les réductions de coûts ont mille visages : la façon la plus efficace de gérer un parc de taxis n'est pas la meilleure façon de cuire un gâteau, qui n'est pas la façon la moins chère de produire de l'acier. Les réductions de coûts réels sont difficilement prévisibles. Les secteurs ou branches qui connaissent des réductions ne sont pas les mêmes d'une décennie à l'autre.

M. LOUNGANI : Comment y intégrer le rôle de la politique économique?

M. HARBERGER : Quand on dit d'une politique qu'elle stimule la croissance, on devrait pouvoir, théoriquement, expliquer le lien entre cette politique et ces différentes sources de croissance. Sans aucun doute, de mauvaises politiques peuvent gripper la croissance — les exemples ne manquent pas. De mauvaises politiques peuvent bloquer les investissements ou en diminuer les taux de rendement. Mais peut-on avec certitude accroître subitement le taux de rendement du capital de 20 % en appliquant deux ou trois mesures? Non. En définitive, rares sont les politiques pouvant garantir à coup sûr la croissance.

M. LOUNGANI : Vu cette imprévisibilité, quels devraient être les conseils du FMI?

M. HARBERGER : Ce que les politiques peuvent faire, c'est libérer les forces naturelles de croissance et leur permettre de jouer à plein. On l'a vu pour le Mexique et d'autres pays, cela suppose une certaine discipline des politiques macroéconomiques, donc de la retenue sur les plans budgétaire et monétaire.

Au niveau microéconomique, les décideurs (entreprises et ménages) doivent pouvoir percevoir le plus exactement possible le coût réel de leur production et le prix de vente réel de cette production sur le marché. Tel sera le cas si la structure des prix, dont les salaires et les autres prix des facteurs, n'est pas faussée.

Plus il y a de distorsions, plus il y a ce que mon ami Ernesto Fontaine appelle «des prix menteurs». Des prix qui résultent de droits de douane de 200 % et de 13 taux de change officiels différents sont le parfait exemple de prix menteurs. Cela nuit aux entrepreneurs qui tentent de réduire leurs coûts. Les gouvernements doivent absolument éliminer les prix menteurs.

M. LOUNGANI : Ceux qui, FMI compris, ont pour mission de donner des conseils ne s'avancent-ils pas trop quand ils promettent une amélioration de la croissance si telle ou telle mesure est appliquée?

M. HARBERGER : En fait, le FMI devient parfois prisonnier du jeu politique interne d'un pays. Les partis d'opposition déclarent : «En ces temps précaires, notre croissance n'est que de 4 %. Si nous étions au pouvoir, elle serait de 7 %.» Les partis d'opposition accusent toujours le gouvernement en place d'être à l'origine du ralentissement de la croissance, alors que ses causes sont tout autres.

Si le gouvernement a de la chance et qu'il obtient une forte croissance, il revendiquera la réussite de ses politiques, même si elles n'ont eu réellement qu'un faible impact sur le taux de croissance. Dans presque tous les pays, ce genre de discours est omniprésent en politique. Le FMI a du mal à rester en dehors de ce débat quand il négocie un programme avec un gouvernement.

J'aime mieux vanter autrement les mérites des bonnes politiques, en les comparant à quelqu'un qui

Les partis d'opposition accusent toujours le gouvernement d'être à l'origine du ralentissement de la croissance, alors que ses causes sont tout autres.



Laura Wallace
Rédactrice en chef
Sheila Meehan
Rédactrice principale
Christine Ebrahim-zadeh
Elisa Diehl
Natalie Hairfield
Rédactrices
Maureen Burke
Assistante de rédaction
Philip Torsani
Maquettiste/Graphiste
Julio Prego
Graphiste

Avec la collaboration de
Prakash Loungani

Édition française

Division française
Services linguistiques
Yannick Chevalier-Delanoue
Traduction
Catherine Helwig
Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est aussi publié 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, pas plus que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (6^e édition). Les articles du *Bulletin*, hormis les photos et illustrations, 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

se soignerait bien, aurait un régime équilibré, et ferait du sport régulièrement. Quand arrive la grippe, qui a le plus de chances de survivre ou de se remettre le plus vite? De bonnes politiques vous aident à éviter des désastres éventuels ou à surmonter les catastrophes inévitables à moindre frais. Ce message vaut tout le temps et pratiquement partout, même si on ne peut promettre qu'un ensemble de politiques donné apportera un certain taux de croissance.

M. LOUNGANI : On comprend mieux les effets de certaines politiques économiques grâce à vos travaux, notamment vos recherches novatrices sur la question de savoir si l'impôt sur les sociétés pèse plutôt sur le capital ou sur la main-d'œuvre.

M. HARBERGER : De nouvelles évolutions intéressantes sont à relever dans ce domaine. Dans le cas de l'économie fermée que j'ai analysée dans les années 60, c'est le capital qui supporte naturellement cette charge et est plus à même de l'assumer complètement. Néanmoins, mes étudiants et moi-même avons maintenant étudié le cas de l'économie ouverte, qui s'applique mieux à l'économie mondiale actuelle. Dans ce cas-là, c'est la main-d'œuvre qui supporte cette charge et qui est plus à même de l'assumer complètement.

M. LOUNGANI : Quel renversement ! Comment cela s'explique-t-il?

M. HARBERGER : Pensez à ce qu'on appelle le secteur des biens échangeables dans une économie ouverte, le secteur qui produit des biens commercialisés sur le marché mondial. Les prix de ces biens sont déterminés par le marché mondial. De plus, dans une économie ouverte, le taux de rendement du capital est essentiellement déterminé par le marché mondial, car le capital peut circuler d'un pays à l'autre en quête du rendement le plus élevé. Si le gouvernement s'en mêle et impose un impôt sur les bénéfices des sociétés, sur qui va peser cette charge? Le capital peut franchir les frontières nationales pour échapper à cet impôt. C'est donc la main-d'œuvre qui, ne pouvant aisément sortir des frontières, supporte le poids de la taxe.

M. LOUNGANI : Que conseiller donc aux pays en développement en matière d'imposition des sociétés?



M. Harberger : De bonnes politiques vous aident à éviter les désastres éventuels ou à surmonter les catastrophes inévitables à moindre frais.

M. HARBERGER : Ils devraient aligner leurs taux sur ceux des nations riches—autour de 30 %. N'oublions pas que nombre de pays en développement hébergent des multinationales. S'ils n'imposent pas ces multinationales, le pays d'origine s'en chargera. Ils ont donc besoin de l'impôt sur les sociétés pour éviter de voir s'envoler ces recettes. Toutefois, pour que leur propre main-d'œuvre n'ait pas à porter tout ce poids, les pays peuvent intégrer l'impôt sur les sociétés et l'impôt sur le revenu. En clair, il faut s'arranger pour que l'impôt sur le revenu payé à la source (au niveau de l'entreprise) par le contribuable local soit une portion de l'impôt sur la société. C'est ce que le Chili, par exemple, a essayé de faire.

M. LOUNGANI : Vous avez révolutionné la façon de mesurer les pertes sèches résultant des distorsions, ce qu'on appelle aujourd'hui les «triangles d'Harberger». Or, bien que l'on puisse mieux mesurer les pertes dues aux distorsions commerciales, les politiques ne semblent pas changer. Que dire des pertes sèches induites par les droits de douanes et les subventions que les pays riches appliquent aux produits agricoles.

M. HARBERGER : À l'université de Chicago dans les années 50, Theodore W. Schultz, qui a révolutionné l'étude de l'économie agricole, s'insurgeait sans cesse contre la politique américaine qui consistait à accorder des subventions agricoles, et donc à encourager la surproduction, et ensuite à écouler l'excédent sur le marché mondial.

Et les États-Unis sont loin d'être les seuls coupables. Les Danois, par exemple, protègent eux aussi fortement leur agriculture. Et avec quel résultat? Cela fait des années que j'achète du fromage danois à Los Angeles pour la modique somme de 3,5 dollars la livre! D. Gale Johnson, puis Anne Krueger, ont démontré que la politique américaine dans le secteur du sucre coûtait des milliards de dollars chaque année.

Les principaux bénéficiaires en sont un petit nombre d'agriculteurs de la filière sucrière des États-Unis. Pourtant, ces politiques ont un coût colossal pour les pays en développement, dont une grande partie de la population vit de l'agriculture. ■