



*STRATEGIES NATIONALES DE
DEVELOPPEMENT*

NOTES D'ORIENTATION

POLITIQUE MACROECONOMIQUE ET POLITIQUE DE CROISSANCE

Shari Spiegel

Directeur exécutif

Initiative for Policy Dialogue (IPD)

Columbia University, New York

NATIONS UNIES

**DEPARTEMENT DES AFFAIRES ECONOMIQUES ET SOCIALES
(DAES/ UNDESA)**

-2007-

Remerciements

Cette note repose essentiellement sur l'ouvrage collectif de Joseph E. Stiglitz, Jose Antonio Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench Davis et Deepak Nayyar, *Stability with Growth*, Oxford University Press, 2006. Veuillez consulter cette publication pour une analyse détaillée de bon nombre de questions évoquées dans le présent document. La section relative à la fourniture et l'absorption de l'aide est extraite de l'article de Benu Schneider, intitulé « Aid Delivery, Management and Absorption », UN DESA, Mimeo, 2006.

Nous adressons également nos remerciements aux personnes suivantes : Jomo K. Sundaram, Sous-Secrétaire général chargé du développement économique, ONU ; Jose Antonio Ocampo, Secrétaire général chargé du développement économique, ONU ; Isabel Ortiz, Département des affaires économiques et sociales, ONU ; Sid Gupta et Ray Koytcheff, Initiative for Policy Dialogue, Columbia University.

Le Département des affaires économiques et sociales remercie le PNUD pour son soutien financier du projet ayant abouti à la production de cette note d'orientation.

New York, juin 2007

Tous droits réservés © Département des affaires économiques et sociales des Nations Unies

Cette note d'orientation vise à encourager la prise en compte et la discussion de différentes options pour la préparation des Stratégies nationales de développement. Les analyses, évaluations et données y afférentes ont été initialement élaborées par les auteurs du rapport puis revisitées en réponse aux commentaires récoltés en retour par différents réviseurs. Elles ne représentent pas nécessairement les vues du Département des affaires économiques et sociales des Nations Unies, et les auteurs des citations doivent être dûment mentionnés.

Préface

Le document final du Sommet mondial des Nations Unies de 2005 a appelé les pays participants à préparer des stratégies nationales de développement qui prennent en compte les objectifs de développement internationaux convenus dans les sommets et les conférences des Nations Unies ces vingt dernières années. Pour aider les pays à réaliser cette tâche, le Département des affaires économiques et sociales des Nations Unies (DESA) a commandé une série de notes à l'intention des décideurs et des théoriciens, au gouvernement et dans la société civile, portant sur les principaux domaines associés à la formulation de stratégies nationales du développement : politique macroéconomique et politique de croissance, politique commerciale, politiques d'investissement et de technologie, politiques financières, politique sociale et réforme des entreprises publiques. La préparation de ces notes a largement bénéficié d'un généreux financement de la part du Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD). Nos collègues du PNUD nous ont également fourni des suggestions utiles et des commentaires judicieux sur ces notes.

Ces notes d'orientation ont été rédigées par des experts spécialistes de leur discipline. Elles s'inspirent des expériences et des dialogues récoltés par les Nations Unies dans les domaines économique et social, complétés par des connaissances extérieures à l'Organisation. Les notes présentent des suggestions concrètes sur les moyens de réaliser, sur le plan national, les objectifs de développement convenus au niveau international et résumés dans le Programme de l'ONU en matière de développement. Elles sont destinées à fournir à ceux qui forgent et définissent les politiques nationales une palette d'alternatives possibles aux politiques standard qui ont prévalu durant les deux dernières décennies, sans privilégier de mode d'action spécifique. Elles servent à aider les pays à développer et exploiter pleinement les possibilités qui leur sont accordées pour l'élaboration de politiques, et qui leur autorisent une marge de manœuvre effective dans la formulation et l'intégration de politiques économiques, sociales et environnementales à l'échelon national.

J'encourage les lecteurs à considérer ces notes comme des contributions complémentaires au débat national sur les défis posés par le développement et les politiques requises pour relever ceux-ci. Les questions choisies sont des éléments cruciaux de la mosaïque constituée par l'ensemble des politiques sous-jacentes aux stratégies de développement national, lesquelles sont ultimement consacrées à la réalisation de la croissance économique durable avec ses corollaires obligés d'inclusion sociale et de protection environnementale.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'José Antonio Ocampo', with a stylized flourish at the end.

José Antonio Ocampo

*Secrétaire général adjoint aux affaires économiques et sociales
Nations Unies*

New York, juin 2007

Table des matières

	Page
I. Introduction.....	6
II. Objectifs macro économiques.....	7
Stabilisation et croissance.....	7
Inflation.....	8
<i>Impact de l'inflation sur la croissance.....</i>	<i>9</i>
<i>Coûts de la lutte contre l'inflation</i>	<i>14</i>
Solde de la balance extérieure	15
Chômage et pauvreté.....	16
III. Politiques budgétaire et monétaire et régimes de change.....	18
Politique budgétaire.....	18
<i>Sources des recettes budgétaires et contraintes liées aux orientations.....</i>	<i>19</i>
<i>Contraintes liées à l'emprunt.....</i>	<i>19</i>
<i>Fourniture et absorption de l'aide.....</i>	<i>19</i>
<i>Mobilisation des ressources publiques</i>	<i>21</i>
<i>Efficacité de la politique budgétaire.....</i>	<i>26</i>
<i>Biais procyclique lié à la politique budgétaire.....</i>	<i>29</i>
<i>Mesures alternatives en matière de politique budgétaire.....</i>	<i>30</i>
<i>Comptabilité des politiques budgétaires : déficits structurels et primaires</i>	<i>30</i>
<i>Gestion des partenariats entre les secteurs public et privé.....</i>	<i>32</i>
<i>Stabilisateurs automatiques : fonds de stabilisation budgétaire... ..</i>	<i>32</i>
<i>Politiques fiscales anticycliques et autres politiques budgétaires alternatives</i>	<i>33</i>
Politique monétaire.....	36
<i>Efficacité de la politique monétaire</i>	<i>36</i>
<i>Instruments de la politique monétaire</i>	<i>39</i>
<i>Instruments indirects de la politique monétaire</i>	<i>40</i>
<i>Mécanismes directs et autres mesures microéconomiques.....</i>	<i>40</i>
<i>Dimensions macroéconomiques des réglementations prudentielles...</i>	<i>42</i>
Régime des taux de change.....	45
<i>Impact de la dévaluation.....</i>	<i>46</i>
<i>Impact sur la demande globale et la croissance.....</i>	<i>46</i>
<i>Impact sur l'inflation.....</i>	<i>47</i>
<i>Effets de bilan réel.....</i>	<i>48</i>
<i>Débat autour des régimes de taux de change.....</i>	<i>50</i>
<i>Régimes des taux fixes et flottants</i>	<i>50</i>
<i>Interventions sur le marchés des changes</i>	<i>51</i>
<i>Régimes intermédiaires</i>	<i>54</i>

<i>Mesures microéconomiques</i>	55
Règles en matière de politique et conception institutionnelle.....	57
<i>Comparatif entre les règles et les mesures discrétionnaires d'une part,</i> <i>et les ciblage de l'inflation et du taux de change de l'autre.....</i>	58
<i>Mandat des banques centrales</i>	60
<i>Une banque centrale indépendante</i>	61
IV. Interventions sur les marchés des capitaux et autres options d'orientation pour les économies ouvertes.....	61
Interventions sur les marchés des capitaux.....	62
<i>Contrôles des entrées et sorties de capitaux fondés sur les prix et les quantités</i>	62
<i>Contrôles non contraignants visant à favoriser la segmentation du marché</i>	65
<i>Interventions indirectes sur les transactions de la balance des opérations en capital par le biais des réglementations prudentielles</i>	65
Gestion de la dette publique dans les pays en développement.....	70
Conclusion : interventions microéconomiques et autres mesures hétérodoxes.....	72
V. Références.....	74

Encadrés

Encadré 1 Impact de l'inflation sur l'inégalité.....	13
Encadré 2 Taxation des entreprises multinationales	25
Encadré 3 Gestion du syndrome hollandais.....	56
Encadré 4 Cadres comptables	67

NOTE D'ORIENTATION SUR LA POLITIQUE MACROECONOMIQUE ET LA POLITIQUE DE CROISSANCE*

I. INTRODUCTION

Depuis les années 1990, bon nombre de pays en développement ont enregistré des avancées remarquables sur le front de la lutte contre l'inflation et la réduction de leurs déficits en matière de dépenses publiques et de balance des paiements courants. Pourtant, ces pays n'ont réussi ni à stabiliser la production macroéconomique ni à réaliser une croissance durable. Ceci est en grande partie imputable aux politiques de stabilisation centrées sur la stabilité des prix, bien que la stabilité *réelle* et non la stabilité des prix soit ultimement l'objectif le plus important pour attirer les investisseurs et réaliser le développement durable.

Cette note d'orientation jette les bases d'un cadre conceptuel pour une politique macroéconomique axée sur la stabilité macroéconomique réelle, *associée* à la croissance. Ce cadre est fondé sur la vision privilégiant la nécessité d'élargir les objectifs et de développer des instruments complémentaires au-delà des politiques budgétaires et monétaires (notamment la gestion de la balance des opérations en capital, les réglementations et autres instruments microéconomiques) et plaide en faveur de l'équilibre des rôles du gouvernement et du secteur privé. En outre, les décideurs doivent coordonner les politiques budgétaires et monétaires ainsi que les régimes de change afin de concevoir des programmes fondés sur la flexibilité et les besoins individuels de chaque pays.

La présente note est divisée en trois sections. La première présente les objectifs macroéconomiques et rend compte de la nécessité de disposer d'un ensemble élargi d'objectifs en matière d'orientation. La deuxième section examine les instruments conventionnels de l'élaboration de politiques macroéconomiques : orientations budgétaire et monétaire, et régime de change. La troisième et dernière section explore les instruments alternatifs de la gestion macroéconomique, en accordant une attention particulière aux interventions sur les marchés des capitaux. Certaines des questions détaillées, telles que la mobilisation des recettes publiques, sont pertinentes pour les choix actuels en matière d'orientation dans les pays à revenu faible ou intermédiaire. D'autres parties, comme par exemple celles qui traitent des modalités de l'aide, des rapports entre l'aide et le « syndrome hollandais », et dans une certaine mesure, des mécanismes directs de la politique monétaire, sont spécifiquement axées sur les pays à faible revenu. Bon nombre de questions, en particulier celles qui se rapportent aux structures des réglementations prudentielles et à la comptabilité des déficits structureaux, concernent en priorité les pays à revenu intermédiaire disposant d'une plus grande capacité administrative. Mais nous espérons que cet exposé incitera tous les responsables concernés à prendre des mesures innovantes, susceptibles de surmonter les inaptitudes du marché.

* Cette note d'orientation a été préparée par Shari Spiegel, directeur de l'Initiative for Policy Dialogue, Columbia University Business School, New York. Les commentaires et les questions s'y rapportant doivent être envoyés à l'adresse esa@un.org.

II. OBJECTIFS MACROECONOMIQUES

Nous commencerons notre exposé par une présentation des objectifs de l'élaboration de politiques macroéconomiques. Sur un plan très général, une politique économique vise à optimiser le bien-être de la société à long terme, d'une manière équitable et durable. La plupart des récents débats afférents à la politique économique s'est centrée sur les variables intermédiaires, telles que la stabilité des prix ou la balance des paiements. Cependant, les variables intermédiaires ne sont pas très importantes en soi. Elles tirent essentiellement leur valeur de leur rôle comme indicateurs potentiels des performances économiques liées à d'autres variables réellement significatives, telles que la croissance, le développement et l'équité. Par exemple, la stabilité des prix devrait être considérée comme un instrument permettant de réaliser des objectifs majeurs à plus longue échéance, tels que l'efficacité économique et la croissance à long terme. L'élaboration de politiques macroéconomiques devrait s'articuler autour de la « macroéconomie réelle » et de l'utilisation de la capacité de production, c'est-à-dire affecter les capitaux et employer la main d'œuvre au plus haut niveau de rentabilité possible, et s'attacher à améliorer cette productivité.

Stabilisation et croissance

Les individus sont principalement concernés par la stabilité et la croissance de leurs revenus réels. L'importance de la croissance ne devrait pas faire l'ombre d'un doute : la moindre fluctuation, même minime, du taux de croissance, qui passe par exemple de 2,5 à 3 pour cent, prend beaucoup de valeur sur la durée, en raison de l'effet de capitalisation. Un taux de croissance de 2,5 pour cent double les revenus chaque 28 ans, alors qu'un taux de croissance de 3 pour cent produit cette même augmentation au bout de 23 ans seulement.

C'est la stabilité globale de la production et l'économie réelle qui préoccupe les entreprises lors de la prise de décision en matière de placements et non seulement la stabilité des prix. Une haute instabilité crée un macroenvironnement intérieur « hostile » qui semble être un facteur déterminant pour l'explication des faibles taux de formation de capitaux : les entreprises ont ainsi moins d'incitation à investir et la croissance cède forcément le pas. De la même manière, les politiques économiques visant à l'exploitation plus exhaustive des ressources actuelles peuvent également servir à générer des revenus supérieurs à l'avenir. Ceci suppose toutefois l'existence de moins de contreparties entre croissance et stabilité que ne le suggèrent les économies orthodoxes.

Il est en effet impossible de dissocier croissance et stabilisation. En général, la mise en œuvre d'une politique de stabilisation à court terme entraîne des effets à long terme. Si la production économique est diminuée de 10 pour cent par jour, le niveau de production le plus optimiste sera de 10 pour cent inférieur à ce qu'il aurait pu être dans dix ans. Ceci montre bien les effets prolongés du marasme économique. Même des pays comme la Corée ou la Malaisie, considérés par les économistes comme ayant bien récupéré de la crise en Asie, évoluent à près de 10 points en deçà des résultats qu'ils avaient coutume d'enregistrer dans les décennies précédant la crise.

Il existe plusieurs liens entre stabilisation (et les moyens d'y parvenir) et croissance. En s'appuyant sur les mesures alternatives permettant de stabiliser l'économie (telles

que les dépenses publiques utilisées par la Corée et la Malaisie durant la crise en Asie ou les réglementations relatives aux apports de capitaux privilégiées par le Chili et la Malaisie durant l'essor économique des années 1990), il est possible d'éviter les effets négatifs sur la croissance à long terme plutôt que de compter sur la seule modification des taux d'intérêt. Une attention exagérée ou exclusivement portée à la stabilité des prix peut avoir une incidence négative sur la croissance.

Inflation

Bien que les courants de pensée économique majoritaires ou les principales approches de l'économie orthodoxe aient adopté la stabilité des prix comme un de leurs fers de lance, il existe néanmoins une grande confusion sur la fonction précise d'un tel objectif d'orientation. Une inflation élevée dans un pays donné est supposée signaler que les autorités publiques (budgétaires et monétaires) concernées ne s'acquittent pas correctement de leur devoir. L'inflation n'est donc pas une variable à prendre en considération pour sa valeur en tant que telle, elle sert plutôt *d'indicateur* des mauvaises performances économiques. Cependant, cette analyse pose deux problèmes spécifiques. Tout d'abord, un certain nombre d'individus ont commencé à envisager cet indicateur comme un objectif d'orientation en soi. Deuxièmement, les liens entre l'inflation et d'autres variables réellement prises en compte pour leur valeur propre risquent de s'avérer plus ténus qu'il n'est généralement admis.

Toutes les politiques économiques impliquent des contreparties. La question est de savoir si les avantages d'une réduction supplémentaire de l'inflation l'emporteraient sur ses coûts. Depuis 1991, les pays industriels aussi bien que les pays en développement connaissent pour la plupart des taux d'inflation faibles ou modérés, et bon nombre d'entre eux jouissent même d'une inflation relativement peu élevée. Lorsque l'inflation est faible ou modérée, les efforts entrepris pour la réduire davantage peuvent générer de maigres avantages tout en occasionnant des coûts croissants, particulièrement lorsqu'il s'agit de la juguler uniquement à l'aide d'une politique monétaire restrictive traditionnelle. Comme nous l'expliquons plus loin, ceci risque de freiner l'emploi à court terme et la croissance à long terme.

L'importance accordée aujourd'hui à la lutte contre l'inflation dans les pays en voie de développement trouve son origine dans les épisodes *d'hyperinflation* qui ont sévi dans plusieurs pays d'Amérique latine au cours des années 1980. Au début des années 1990, certaines économies en transition d'Europe centrale et orientale ont également connu des taux d'inflation extrêmement élevés. Par contre, les pays asiatiques ont rarement fait l'expérience de l'hyperinflation et les pays africains ont traversé des épreuves très différentes de celles des pays d'Amérique latine.

Il est généralement admis que l'hyperinflation entraîne un coût économique exorbitant et que la lutte contre ce phénomène devrait par conséquent être une priorité pour tous. L'hyperinflation et même les taux d'inflation élevés ou instables créent une immense incertitude quant aux changements susceptibles d'intervenir au niveau des prix relatifs, ce qui peut s'avérer extrêmement préjudiciable à la qualité des informations sur les prix et à l'efficacité de l'exploitation des ressources disponibles. Les comportements deviennent alors faussés, dès lors que les entreprises aussi bien que les particuliers cherchent à dépenser l'argent aussi rapidement que possible de peur qu'il ne perde de sa valeur. Dans certains pays, des sommes énormes ont été investies

en matière de dispositions institutionnelles pour protéger les individus des effets de l'inflation. A des niveaux d'inflation plus modérés, soit de 15 à 20 pour cent, ces coûts devraient être bien moins élevés.

Impact de l'inflation sur la croissance

Il n'a pas été prouvé qu'une inflation modérée exerce un impact négatif notable sur la croissance. Les taux de croissance réelle en période d'inflation relativement élevée se sont parfois avérés surprenants, et bien meilleurs que les chiffres enregistrés dans des pays apparemment comparables ayant réussi à juguler l'inflation. Le tableau 1 ci-dessous examine la croissance dans plusieurs pays ayant respectivement connu des épisodes d'inflation élevée, voire d'hyperinflation, ou des taux d'inflation faibles ou modérés. Les taux d'hyperinflation et d'inflation très élevés ont été généralement associés à la baisse de croissance ou à la récession dans les économies ouvertes, bien qu'il existe des exceptions à la règle, comme en Israël entre 1979 et 1985.

Les taux *modérés* d'inflation ont été souvent accompagnés d'une croissance économique rapide, comme en Argentine entre 1965 et 1974, au Brésil entre 1965 et 1980, au Chili entre 1986 et 1996 et en Pologne entre 1992 et 1998. La théorie selon laquelle une inflation faible facilite la croissance économique n'est *pas* une proposition valable de manière générale. Pour bon nombre de ces pays, les périodes de faible inflation sont aussi celles durant lesquelles les taux de croissance économique ont été les moins élevés, comme en Argentine entre 1994 et 2001, au Brésil entre 1996 et 2003 et en Israël ces dernières années.¹

¹ Les études par pays sur les crises d'inflation et les programmes de stabilisation sont répertoriées dans Bruno *et al.* (eds.) (1988 et 1991). Pour une discussion plus générale sur la question, voir Bruno (1995).

TABLEAU 1

Années	<u>Inflation faible</u>		<u>Inflation modérée</u>		<u>Inflation élevée/hyperinflation</u>	
	Inflation	Croissance	Inflation	Croissance	Inflation	Croissance
Argentine	1965-1974		30,5	5,1		
	1975-1987				259,4	0,9
	1988-1990				1912,2	-4,2
	1991-1993			69,1	10,1	
	1994-2001	0,7	1,4			
	2002-2004			12,2	1,6	
Brésil	1965-1980		36,2	7,9		
	1981-1986				150,4	2,2
	1987-1995				1187,8	2,0
	1996-2003	8,5	1,7			
Chili	1965-1971		25,7	4,6		
	1972-1977				269,9	-0,6
	1978-1985		26,9	3,5		
	1986-1994		18,9	7,4		
	1995-2003	4,8	4,5			
Israël	1965-1970	4,7	8,0			
	1971-1978			30,3	5,5	
	1979-1985					181,5
	1986-1996			17,9	5,4	4,0
	1997-2003	3,8	2,2			
Pologne	1981-1987		31,2	1,0		
	1988-1991				233,8	-3,7
	1992-1998		27,2	5,4		
	1999-2003	5,1	3,5			
Turquie	1968-1970	5,4	4,7			
	1971-1977			17,5	6,1	
	1978-1980					71,4
	1981-1987			37,9	5,8	-0,5
	1988-2001					72,8
	2002-2003			35,1	6,9	2,8

Sources : World Bank WDI/EBRD. Dataset from Bruno, Michael and William Easterly (1998); *Inflation Crises and Long-run Growth, Journal of Monetary Economics, 41(1), February, pp.3-26.*

La question essentielle est évidemment de comprendre pourquoi les expériences de ces pays sont si différentes les unes des autres. En principe, les techniques statistiques standard indiquent si l'inflation a été associée à une croissance ralentie ou à plus d'inégalité, en contrôlant toutes les autres variables. Les régressions comparées par pays,² bien qu'imparfaites,³ suggèrent que l'inflation n'est pas étroitement associée à

² Levine et Renelt, 1992 ; Levine et Zervos, 1993 ; Bruno et Easterly, 1996 et 1998 ; Stanley Fischer, 1996.

³ Un des problèmes posés par les modèles de régression simple discutés ci-dessus réside dans le fait que ceux-ci reflètent rarement de manière exhaustive les différences importantes au niveau des structures économiques dans ces pays, comme nous l'avons expliqué dans cette section.

la croissance, tant qu'elle n'est pas excessivement élevée et reste en deçà du seuil des 20 pour cent.⁴

Cependant, l'inflation imprévue ou volatile s'est avérée autrement plus épineuse. En effet, la haute variabilité des taux d'intérêt associée à une inflation volatile peut devenir extrêmement problématique dans les pays où les entreprises ont contracté des emprunts massifs, comme on a pu le constater durant la crise en Asie. L'augmentation des taux d'intérêt a provoqué des faillites en chaîne car les entreprises s'étaient considérablement endettées sur le court terme et ces échéances ont dû faire l'objet d'un crédit de refinancement à des taux extrêmement élevés. Il est évident que s'il y avait déjà eu un antécédent historique de haute volatilité des taux d'intérêt avant la crise, les entreprises n'auraient probablement pas contracté autant de crédits à court terme et la volatilité de l'inflation aurait eu beaucoup moins d'impact. Si les entreprises venaient à croire en la survenue d'épisodes périodiques d'augmentation des taux d'intérêt, elles limiteraient leurs emprunts. Mais, comme nous l'avons expliqué précédemment, ceci aurait eu aussi un effet négatif considérable sur la croissance.

Il existe, par ailleurs, un autre problème lié à l'interprétation des données. La perturbation du système économique entraîne bien souvent une inflation, mais celle-ci n'est pas nécessairement la cause du problème, elle n'est alors qu'un simple symptôme révélateur du choc externe subi par le système. L'inflation en soi est une variable endogène qui devrait être expliquée *au sein* d'un modèle spécifique. A titre d'exemple, la montée en flèche des cours du pétrole dans les années 1970 a occasionné une inflation généralisée dans la plupart des pays, qui s'est accompagnée d'un ralentissement de la croissance et d'un renforcement de la pauvreté. La cause sous-jacente au problème n'était donc pas le taux d'inflation mais la hausse des prix du pétrole. L'affectation d'un plus grand nombre de ressources aux dépenses en pétrole a privé la croissance des ressources disponibles. L'effet du choc pétrolier sur les pays d'Amérique latine a été très éloquent. Les pays d'Amérique latine se sont massivement endettés pour maintenir leur croissance durant les années 1970, mais les coûts à long terme de cette stratégie se sont avérés exorbitants. Lorsque les Etats-Unis ont augmenté leurs taux d'intérêt à des niveaux extrêmement élevés, bon nombre de pays se sont trouvés dans l'incapacité d'honorer leurs emprunts, plongeant ainsi dans l'ère de la décennie perdue des années 1980.⁵

Les décideurs doivent évidemment adopter des politiques susceptibles d'atténuer les effets de tels « chocs » et de faciliter l'ajustement général à leur égard. Lorsqu'un

⁴ Bon nombre d'études ne font état d'aucune relation statistiquement significative lorsque l'inflation chute sous un seuil spécifique. Ceci implique qu'il est impossible de rejeter l'hypothèse selon laquelle il n'y aurait aucun lien à ce niveau en deçà d'un certain taux d'inflation. Barro (1997) démontre qu'il n'existe pas de corrélation statistiquement significative (ou qu'il y aurait peut-être seulement une faible corrélation) entre la croissance économique et l'inflation lorsque cette dernière est en deçà des 20 pour cent. Ocampo (2004b) place ce seuil à 40 pour cent pour l'Amérique latine depuis le milieu des années 1970. Certains ont démontré l'existence d'une relation ténue mais significative, comme par ex., une hausse de l'inflation de 3 à 5 pour cent pourrait avoir un lien statistique (statistiquement différent de zéro), mais si faible qu'aussi longtemps que le taux d'inflation ne change pas, l'incidence sur la croissance est presque imperceptible.

⁵ Il existe un vaste débat autour des causes de la décennie perdue. Voir Ocampo, à paraître ; Stiglitz (2003a) affirme que ce n'est pas la stratégie de concurrence aux importations qui a fini par conduire à une impasse. Le problème provient plutôt des niveaux totalement imprévus et sans précédent atteints par les taux d'intérêt internationaux à la suite des politiques menées par la Banque fédérale de réserve américaine au début des années 1980.

gouvernement répond à l'inflation par un durcissement de sa politique macroéconomique sans faciliter pour autant le réajustement général, une telle mesure est susceptible d'aggraver la situation dans le pays, surtout lorsque le « choc » en question a déjà occasionné une récession.

Dans l'ensemble, il semble clair que les seuils d'inflation varient d'un pays à l'autre, mais nous pouvons en général affirmer que le seuil en est considérablement plus élevé que les niveaux extrêmement bas indiqués dans la plupart des régimes de ciblage de l'inflation à la fin des années 1990 et au début des années 2000. Une inflation modérée n'est pas forcément néfaste pour la croissance et une inflation trop faible visant à la stabilité des prix peut s'avérer préjudiciable à la croissance.

Encadré 1 : Impact de l'inflation sur l'inégalité

La longue litanie de plaintes contre l'inflation reproche également à celle-ci d'être l'impôt le plus cruel de tous car elle frappe particulièrement les pauvres. Il existe certains cas où les effets distributifs de l'inflation sont clairement négatifs. Par exemple, l'hyperinflation qu'a connue l'Argentine à la fin des années 1980 a sévèrement nui aux pauvres, alors que les répercussions de la stabilisation des prix ont été positives. Cependant, de manière plus générale, il n'existe pas actuellement de preuves probantes pour déterminer clairement laquelle des catégories sociales, des riches ou des pauvres, est la plus affectée par l'inflation. L'incidence de l'inflation sur l'inégalité dépend des institutions sociales, des organismes liés au marché ainsi que du niveau d'indexation de l'économie.

Les créateurs et les détenteurs d'instruments financiers nominaux, tels que les obligations et les emprunts, sont touchés de plein fouet par les envolées imprévues des taux de l'inflation. Les plus riches d'entre eux tentent en général de conserver leurs avoirs financiers (dont la répartition est moins équitable que celle des revenus), et subissent, de ce fait, l'impact négatif de l'inflation. Dans les pays industriels les plus avancés, la sécurité sociale est indexée, de sorte que les retraités pauvres, qui en dépendent entièrement, bénéficient d'une couverture complète en permanence. Dans bon nombre de pays en voie de développement, la sécurité sociale est au contraire limitée ou non existante. Dans ces pays, l'inflation peut avoir des répercussions encore plus négatives sur les personnes âgées pauvres, malgré l'existence, dans les pays du tiers monde, de tissus familiaux et de réseaux informels plus resserrés, susceptibles d'en diminuer quelque peu l'impact.

L'effet de l'inflation sur les travailleurs dépend du régime de rajustement de salaires dont ils bénéficient. Dans les pays où l'inflation a été problématique, les contrats à long terme comportent désormais bien souvent des clauses d'augmentation salariale indexée sur le niveau de vie. Cependant, dans les pays en voie de développement, le travail n'est pas systématiquement réajusté de la sorte. Dans ce cas et également en ce qui concerne les pays sans historique d'inflation, l'indexation n'est pas la règle pour une proportion significative de la main d'œuvre. La portée de l'impact de l'inflation sur les travailleurs dépend ici de l'obligation dans laquelle se trouvent les entreprises d'augmenter les salaires, soit en raison de la concurrence sur le marché du travail, soit pour inciter leurs salariés à conserver un certain niveau de productivité, en vertu du principe du « salaire au rendement ».⁶

Les incidences de l'inflation sur les différents groupes de la société sont également déterminées par les secteurs de l'économie les plus touchés par le phénomène. Si l'inflation affecte fortement les produits alimentaires de base ou les produits de première nécessité, elle pourra avoir un impact plus important sur les pauvres en milieu urbain, dans l'hypothèse de l'absence d'ajustement des revenus de ceux-ci. D'autre part, la hausse des prix des produits alimentaires est susceptible de profiter aux travailleurs agricoles et aux pauvres en milieu rural. Cependant, si l'inflation se répercute sur les articles de luxe importés, l'impact sur les pauvres sera peu conséquent.

Dans l'ensemble, en fonction des institutions liées au marché et aussi longtemps qu'elle n'exerce pas d'effets négatifs graves sur l'économie, l'inflation paraît être plus préjudiciable aux obligataires qu'à toute autre catégorie de la société. Cette conclusion est en adéquation avec le principe de « l'économie politique » constaté en pratique : les marchés financiers semblent en effet être les plus concernés par la lutte contre l'inflation, bien plus que la plupart des secteurs, des corporations ou des travailleurs.

⁶ Si elles n'agissaient pas ainsi, les entreprises perdraient leurs salariés, qui seraient débauchés par d'autres entreprises proposant des ajustements de salaires en réponse à l'inflation. En outre, bon nombre d'entreprises payent des salaires plus élevés que nécessaire afin d'attirer et de conserver leurs salariés. Qui plus est, les salaires doivent être élevés pour garantir que les travailleurs sont suffisamment nourris pour être productifs. Voir Shapiro et Stiglitz, 1984.

Coûts de la lutte contre l'inflation

Les avantages de maintenir un taux d'inflation peu élevé doivent être compensés par les coûts d'une telle mesure. Ceux-ci dépendent, évidemment, des moyens mis en œuvre pour lutter contre l'inflation. Cependant, quels que soient les instruments spécifiques utilisés, la lutte contre l'inflation entraîne généralement une augmentation du taux de chômage, du moins dans le court terme,⁷ avec un risque de ralentissement de la croissance à moyen terme.

Un des arguments en défaveur d'une inflation excessive est fondé sur le fait que celle-ci perturbe l'efficacité de l'économie, mais le recours à une politique d'austérité monétaire pour lutter contre l'inflation peut être tout aussi préjudiciable. En Russie, la politique de rigueur monétaire excessive mise en place entre 1993 et 1998 pour combattre l'inflation a entraîné des conséquences fâcheuses sur l'efficacité économique, au point que 60 à 80 pour cent de toutes les transactions ont été menées via des accords de troc pendant cette période. Les taux d'intérêt élevés appliqués pour maîtriser l'inflation risquent aussi de provoquer des faillites en chaîne, particulièrement lorsque l'économie est caractérisée par un fort degré d'endettement, comme dans le cas des pays de l'Asie de l'Est.

Une lourde dépendance sur la politique monétaire pour stabiliser l'économie peut également conduire à des taux d'intérêt hautement variables. Les taux d'intérêt élevés ou excessivement variables augmentent le coût du loyer de l'argent. Dans les pays en voie de développement, les marchés des actions fonctionnent mal, la plupart des financements extérieurs prennent la forme de dettes. Si les entreprises hésitent à s'endetter, elles se trouveront dans l'obligation de recourir à l'autofinancement et il leur sera difficile dans ces conditions de satisfaire aux exigences de leur fonds de roulement. Les taux d'intérêt élevés et variables perturbent ainsi l'efficacité des marchés de capitaux et accentuent d'autant plus la chute des taux de croissance.

Certains gouvernements s'appliquent à traiter un seul problème, tel que l'inflation par exemple, tout en aggravant d'autres. L'une des méthodes préconisées pour maîtriser l'inflation est d'autoriser l'appréciation de la monnaie. Ceci réduit la demande globale et les pressions sur les prix intérieurs, mais entraîne simultanément la chute des prix des produits importés en monnaie locale. Même lorsque les pouvoirs publics ne se focalisent pas délibérément sur la monnaie, le taux de change se renforce généralement dès que le gouvernement cherche à maîtriser l'inflation en haussant les taux d'intérêt. Bien qu'une pareille action soit susceptible de réduire l'inflation, elle risque de générer d'autres coûts. Une monnaie forte peut être préjudiciable aux exportations, aux secteurs qui font concurrence aux importations et à la création d'emplois. Le déficit commercial qui s'en suit peut entraîner à l'avenir un problème au niveau du solde de la balance extérieure, qui pourrait s'avérer pire encore que les conséquences éventuelles de l'inflation.

⁷Certains affirment qu'il n'y a aucune contrepartie à long terme. (La courbe de Phillips est supposée être verticale.) Bien qu'il y ait peu de preuves empiriques convaincantes à l'appui de cette hypothèse, et même si celle-ci était véridique, elle ne pourrait pas exclure l'existence d'une contrepartie à court terme.

Solde de la balance extérieure

Comme l'inflation, le solde de la balance extérieure est une variable intermédiaire, moins importante en soi qu'elle ne l'est pour son impact sur les autres variables majeures, telles que la stabilité et la croissance. Il n'est pas toujours facile d'évaluer les liens entre le solde de la balance extérieure et les objectifs économiques plus fondamentaux, comme il est tout aussi difficile d'établir les rapports entre ceux-ci et l'inflation. Généralement, les pays tentent de garder un certain équilibre au niveau de leur balance extérieure mais la signification d'une telle démarche n'est pas toujours très claire. En effet, certains pays comme les Etats-Unis ont réussi à maintenir des déficits commerciaux pendant longtemps sans qu'il en résulte de sérieux problèmes, alors que d'autres pays semblent rencontrer des difficultés très peu de temps après que leur balance commerciale devient modérément déficitaire.

Avant le début des années 1970, lorsque les taux de change fixes étaient prévalents, un pays dont les dépenses au titre des importations excédaient celles des exportations se trouvait dans l'obligation de s'acquitter de la différence, soit en empruntant à l'étranger soit en cédant ses réserves en devises. Au bout du compte, les réserves de ce pays venaient à s'épuiser et ses créanciers n'étaient plus disposés à lui prêter de l'argent, ce qui le plongeait dans une crise profonde.

L'avènement des taux de change flottants a légèrement changé l'ordre de la séquence sans toutefois en modifier le résultat. Lorsqu'un pays se met à emprunter à outrance, les bailleurs de fonds et autres investisseurs peuvent brusquement lui retirer leur confiance et lui réclamer leur dû. De ce fait, le taux de change flanche dès que les investisseurs tentent d'expatrier leurs capitaux du pays en question, laissant celui-ci en prise à de grandes difficultés pour le remboursement de sa dette à court terme libellée en dollars.

L'emprunt auprès de l'étranger entraîne des conséquences à court et long terme, mais la nature de celles-ci dépend du motif du prêt engagé. Si les pays s'endettent pour financer des investissements productifs, susceptibles de générer des rendements supérieurs en valeur au montant des taux d'intérêt payés, la croissance en sera améliorée. Les investisseurs reconnaissent alors le renforcement de la santé de l'économie du pays en question et doivent normalement lui renouveler leur confiance. Cependant, en empruntant à l'étranger en devises, un pays court le risque, en cas de dévaluation de sa propre monnaie, de voir sa dette extérieure augmenter par rapport à son PIB national. En outre, les investisseurs à court terme ne regardent souvent qu'une partie du bilan d'un pays, soit la taille de ses déficits budgétaire et commercial. Ils s'intéressent peu aux raisons ayant causé ces déficits. Par conséquent, même lorsque les apports de capitaux servent à financer des investissements productifs, ils peuvent malgré tout créer une instabilité dès que les investisseurs à court terme commencent à s'inquiéter de l'ampleur des déficits croissants.

Cependant, il arrive fréquemment que les afflux de capitaux (spécialement à court terme) soient affectés au financement de l'augmentation de la consommation. Les investisseurs étrangers sont alors en droit de s'inquiéter de la capacité du pays à rembourser ses dettes. Un déficit du solde de la balance extérieure peut être annonciateur d'une crise susceptible d'entraîner des coûts exorbitants à la société. A titre d'exemple, dans les années 1996-1997, l'Argentine a connu un taux zéro

d'inflation accompagné d'une forte reprise due à un regain de consommation et alimentée par des afflux de capitaux. Le taux de croissance annuel du PIB avait dépassé 6,7 pour cent en moyenne. Cependant, le déficit de la balance des paiements en tant que pourcentage du PIB avait presque doublé et le chômage était resté élevé. La reprise a été suivie d'une récession de quatre ans (1999-2002), durant laquelle le PIB est tombé de 18 pour cent et le taux du chômage a augmenté.

Chômage et pauvreté

Un des objectifs centraux de la politique macroéconomique est de maintenir l'économie aussi proche que possible du plein emploi ou de la pleine utilisation des effectifs de la population active. Les économistes considèrent que le chômage est un mal nécessaire, à un certain niveau, puisqu'il faut du temps à un travailleur pour passer d'un emploi à l'autre. Néanmoins, une sous-utilisation significative des capacités d'un pays représente à l'évidence une grande perte de ressources. Un des problèmes auxquels les décideurs sont confrontés réside dans la difficulté à déterminer le niveau à partir duquel le taux du chômage devient préoccupant. Comme nous le verrons par la suite, il existe généralement une contrepartie entre chômage et inflation. La question que les économistes se posent habituellement est celle de savoir jusqu'à quel point le taux du chômage peut baisser sans déclencher de pressions inflationnistes. (Une interrogation similaire pourrait probablement être soulevée par rapport au sous-emploi dans les pays en voie de développement, mais cette question n'a pas fait l'objet de recherche systématique.)

Bon nombre d'économistes définissent le plein emploi comme étant le niveau de chômage en dessous duquel l'inflation pourrait augmenter. Le problème vient du fait que cette estimation, souvent désignée sous le nom de NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, taux de chômage n'accélération pas l'inflation) est insaisissable et variable. En 1993, le NAIRU était estimé aux Etats-Unis autour de 6,0 à 6,2 pour cent. Lorsque le chômage a baissé en deçà de ce chiffre sans provoquer une hausse de l'inflation, il devenait clair que l'économie était capable de fonctionner à un taux de chômage bien inférieur à celui qui était annoncé par les « faucons » de l'inflation. Il existe d'importantes contreparties que les décideurs doivent prendre en considération : le fléchissement du taux de chômage peut augmenter l'inflation et, plus important encore, la lutte contre l'inflation est susceptible d'entraîner un taux de chômage supérieur et une plus grande pauvreté.

Le chômage et le sous-emploi sont les deux sources majeures de la pauvreté et de l'inégalité. Dans la plupart des pays en voie de développement, un individu sans emploi est condamné à une vie de pauvreté et d'exclusion. Le chômage affaiblit également la capacité d'un travailleur à négocier son salaire, ce qui entraîne une baisse généralisée des salaires et creuse d'autant plus les écarts d'inégalité. Par ailleurs, le chômage a un coût social très élevé, ne l'oublions pas. Cependant, il existe des raisons supplémentaires qui expliquent pourquoi le chômage peut avoir un impact particulièrement fort sur la pauvreté et l'inégalité. Tout d'abord, le chômage frappe généralement les personnes les moins qualifiées. En effet, en temps de pénurie d'emplois, ce sont les demandeurs d'emploi les plus qualifiés qui prennent à l'assaut les opportunités disponibles au sein de l'« échelle des emplois », au détriment des moins qualifiés. C'est pour cette raison que les chômeurs les moins qualifiés sont les

plus susceptibles d'arriver en phase de fin de droits.⁸ Deuxièmement, le chômage élevé provoque une baisse des salaires, ce qui accentue d'autant plus les inégalités. Troisièmement, dans bon nombre de pays et en particulier dans les pays en développement, l'assurance chômage est non existante ou totalement inadaptée aux besoins. La plupart des travailleurs ne peuvent compter que sur leurs maigres économies. Par conséquent, après un chômage prolongé, les économies sont épuisées et les individus perdent généralement tous leurs actifs gagés.

Il est clair qu'il existe deux objectifs clé généralement complémentaires : le maintien des taux de chômage et de sous-emploi à des niveaux faibles et la réduction de la pauvreté. De la même manière, certaines politiques visant à promouvoir la croissance contribuent également à réduire la pauvreté. Cependant, d'autres orientations peuvent encourager la croissance sans réduire la pauvreté ou promouvoir la stabilité sans stimuler la croissance. Des contreparties importantes existent pourtant, particulièrement lorsque les décideurs se concentrent sur les variables intermédiaires. Dans la prochaine section, nous examinerons les principaux instruments de politique macroéconomique, les compensations qui leur sont associées ainsi que leur utilisation pour réaliser les objectifs économiques à long et moyen terme.

⁸ Furman et Stiglitz, 1998.

III. POLITIQUES BUDGETAIRE ET MONETAIRE ET REGIMES DE CHANGE

Les trois instruments de politique macroéconomique standard privilégiés par les pouvoirs publics pour stabiliser la macroéconomie concernent les orientations budgétaire et monétaire ainsi que le régime des taux de change. Pourtant, l'efficacité de ces instruments fait l'objet de débats. Par exemple, certains économistes affirment que les politiques budgétaire et monétaire sont inefficaces, quel que soit le pays considéré. D'autres prétendent qu'il s'agit là d'instruments majeurs mais dont l'efficacité est tributaire des conditions économiques. En outre, les modalités de poursuite de ces orientations revêtent un aspect très important : les divers instruments entraînent différentes implications au niveau de l'efficacité économique, l'équité, le développement et la croissance.

Les débats dont font l'objet ces instruments augmentent bien souvent la confusion à leur égard car les gouvernements ont une capacité fort limitée pour assurer le suivi d'une orientation indépendamment des autres. Par exemple, dans le cadre d'un système de taux de change fixes, le taux de change choisi par le gouvernement peut ne pas s'avérer viable, au vu des politiques budgétaire et monétaire adoptées. Ceci est particulièrement vrai en ce qui concerne les marchés de capitaux ouverts, puisque les choix monétaires et budgétaires peuvent provoquer l'afflux de capitaux dans un pays donné ou au contraire les en expatrier, exerçant de ce fait une pression considérable sur les taux de change fixes.

Dans la discussion qui suit, nous examinerons l'efficacité de chacune de ces politiques. Nous traiterons également de l'importance de coordonner les différentes politiques et des effets de cette coordination sur les choix de base en matière d'orientation, notamment le cadre institutionnel pour l'élaboration de politiques.

Politique budgétaire

L'essentiel du débat relatif à la politique budgétaire s'est recentré sur la nécessité, pour les pays en développement, de maintenir une politique d'assainissement de leurs finances publiques. Selon une opinion largement répandue, il importe d'éviter les déficits budgétaires car ceux-ci provoquent l'éviction des investissements privés et peuvent causer la perte de confiance des investisseurs, mis à part le fait qu'ils sont inflationnistes. Par ailleurs, selon la théorie économique du keynésianisme, la politique budgétaire est un instrument efficace pour relancer une économie en récession.

Pourtant, même les tenants de l'efficacité de la politique budgétaire dans les pays développés reconnaissent que les pays en développement rencontrent des difficultés majeures s'agissant de dépendre d'une politique financière en période de récession (précisément lorsqu'ils doivent engager des dépenses délibérément supérieures à leurs recettes). Pour bon nombre de gouvernements, il est difficile ou onéreux d'emprunter les fonds nécessaires au financement des dépenses publiques, alors que les pays capables de s'endetter risquent de se retrouver avec une dette excessive, difficile à rembourser à l'avenir, particulièrement lorsque les fonds ne sont pas judicieusement investis.

Sources des recettes budgétaires et contraintes liées aux orientations

Contraintes liées à l'emprunt

L'une des principales raisons de la création du FMI en 1944 était d'aider les pays en dépression à financer leurs déficits aux fins de l'expansion économique. Les fondateurs de cette institution ont reconnu le principe d'interdépendance des nations, selon lequel le marasme économique qui sévit dans un pays risque d'affecter négativement tous les autres pays. Ils ont également admis que les marchés des capitaux sont imparfaits et que certains pays, notamment les plus lourdement endettés qui ont le plus besoin de fonds se trouvent parfois dans l'impossibilité totale de contracter des prêts. A grand renfort d'informations asymétriques et de mise en œuvre coûteuse, la théorie moderne des marchés de capitaux explique les raisons d'un tel rationnement de crédit.⁹ Lorsque ceci se produit, les pays concernés se trouvent dans l'obligation de s'engager dans une politique budgétaire procyclique : ils sont ainsi tenus de réduire leurs déficits respectifs en période de récession, ce qui aggrave d'autant plus le ralentissement économique.

Les pays tributaires de prêts multilatéraux et de l'aide étrangère pour leur financement sont aussi généralement astreints à l'obligation de suivre des politiques procycliques, même lorsque l'emprunt multilatéral en soi est anticyclique. Le caractère conditionnel typiquement associé aux emprunts du secteur public produit souvent le même effet, qui se traduit par la mise en place d'un comportement procyclique. La plupart des cas de conditionnalité incluent des cibles budgétaires nominales. Cela signifie qu'en cas de baisse des recettes fiscales, les pays concernés sont tenus de réduire leurs dépenses publiques pour remplir leurs objectifs. Le caractère procyclique inhérent à la conditionnalité est de type composé, du fait de la nature procyclique de l'aide.

Fourniture et absorption de l'aide¹⁰

Depuis que les Objectifs du Millénaire pour le développement (OMD) ont été convenus par l'Assemblée générale des Nations Unies en 2000 et le Consensus de Monterrey issu de la Conférence internationale sur le financement du développement en 2002, des efforts ont été entrepris pour rassembler le soutien nécessaire afin d'augmenter l'aide au développement à hauteur de 0,7 % du revenu national des pays développés. En outre, le changement dans les modalités de l'aide s'est orienté vers le renforcement du soutien budgétaire direct.

Ce nouvel environnement pose des défis à la fois aux donateurs et aux bénéficiaires de l'aide. Il serait tout naturel de s'attendre à ce qu'un renforcement de l'aide conduise à une augmentation des dépenses. Pourtant, peu de gens réalisent qu'il ne s'agit là que de la moitié de l'équation : l'aide ne profite à l'économie qui en bénéficie que lorsqu'elle est absorbée par celle-ci. Dans les circonstances les plus favorables, il est nécessaire d'établir une coordination étroite entre les responsables des différents ministères des finances et les banques centrales. Couplée à l'aide budgétaire, cette coopération est d'une importance capitale.

Un financement d'aide est similaire à tout autre apport de capitaux étrangers : il exerce un impact sur les taux de change, les taux d'intérêt et les niveaux de prix

⁹ Stiglitz et Weiss, 1981 ; Eaton et Gersovitz, 1981.

¹⁰ Cette section est extraite de Schneider (2006).

intérieurs, comme nous le verrons plus loin dans cette note. Les injections de liquidités obtenues par la conversion des capitaux de donateurs en monnaie nationale peuvent causer des mouvements giratoires dans les intérêts et les taux de change, spécialement lorsque ces capitaux sont volatiles. Les mouvements de fonds issus de donateurs sont susceptibles de créer une appréciation des taux de change. Si ce phénomène se poursuit sur une période prolongée, il pourra entraîner une surévaluation connue sous l'appellation du « syndrome hollandais », que nous expliquerons à la suite de la section relative aux régimes de change.

La prévisibilité des flux d'aide sur la durée est une condition préalable à leur utilisation efficace. Cependant, comme tous les mouvements de capitaux, les flux d'aide augmentent et diminuent en fonction des cycles économiques dans les pays donateurs, des évaluations des orientations des pays bénéficiaires et des changements affectant les politiques des donateurs. Cette volatilité est aggravée par l'écart entre les engagements et les décaissements. Le travail empirique suggère que la volatilité des flux d'aide est supérieure à celle des autres variables macroéconomiques, telles que le PIB ou les recettes budgétaires. En outre, les donateurs ont tendance à intervenir ou à se désengager tous ensemble, créant un effet de comportement de groupe. Le Document de stratégie pour la réduction de la pauvreté (PRSP), la Facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (PRGF) et l'indice d'évaluation des politiques et institutions nationales (CPIA) servent de notes de classement aux donateurs, qui réagissent de la même manière aux signaux d'alerte tirés par les institutions de Bretton Wood, et à différents égards, aux réactions des créanciers privés. Lorsque l'aide diminue, cela entraîne des ajustements budgétaires coûteux sous la forme d'une hausse d'impôts et d'une réduction des dépenses publiques, qui renforcent l'impact cyclique des flux d'aide décroissants. Comme pour d'autres mouvements de capitaux, la volatilité des flux d'aide touche également les bilans relatifs au système bancaire et à la disponibilité des crédits. Nous évoquerons plus loin dans cette note ces différentes questions ainsi que les mesures d'orientation susceptibles de permettre aux pays concernés de traiter les apports de capitaux volatiles.

Une réponse en matière d'orientation est également requise sur le plan international pour étendre la période des apports de fonds conformément à la stratégie sous-jacente de développement à long terme. Les donateurs devraient faire des engagements d'assistance au début du cycle budgétaire du bénéficiaire, de sorte que les pays concernés puissent savoir à quoi s'en tenir au niveau du calcul de leurs prévisions et de leur planification. Les engagements devraient se faire sur le moyen ou le long terme, même lorsque les années sont mentionnées à titre indicatif, en raison des restrictions budgétaires dans les pays donateurs. Ceci autorise la banque centrale à gérer les liquidités des flux de donateurs afin d'éviter tout choc brusque dû aux demandes de décaissements inconstants et permet au Ministère des finances de lever les fonds nécessaires pour combler les déficits.

Les responsables doivent également envisager le long terme et apporter des réponses aux questions épineuses lors de leur prise de décision. Si l'on venait à développer les investissements du secteur public en utilisant l'aide disponible, le gouvernement serait-il en mesure de maintenir ce niveau de dépenses à l'avenir, même lorsque les flux de l'aide commenceront à diminuer ? Si tel n'était pas le cas, les dépenses initiales seraient-elles considérées comme une pure perte ? Il est impératif que les

pays concernés conçoivent des politiques susceptibles de réduire leur dépendance à l'égard de l'aide en maintenant et en augmentant leurs recettes intérieures de manière durable.

Mobilisation des ressources publiques

Le moyen le plus efficace pour financer les dépenses publiques et réduire la dépendance à l'égard de l'aide est de mobiliser les ressources nationales. Les niveaux peu élevés de recouvrement d'impôts dans bon nombre de pays pauvres limitent considérablement les dépenses publiques et oblige les pays concernés à emprunter ou à dépendre des flux d'aide pour financer leurs besoins de base en matière de développement. Compte tenu de la volatilité des financements extérieurs et du rôle déterminant des investissements du secteur public dans le développement à long terme, il est vital pour un gouvernement d'être à même d'augmenter les recettes intérieures. C'est uniquement grâce à l'augmentation des recettes fiscales que les pays concernés seront en mesure de soutenir, à long terme, les investissements intérieurs et les politiques budgétaires flexibles.¹¹

Les pays pauvres ne recouvrent en moyenne que l'équivalent des deux tiers de recettes fiscales, mesurées en tant que pourcentage du PIB, perçues dans les pays plus riches.¹² Même dans le cas des pays à économie de marché émergents les plus riches, tels que l'Inde, les recettes fiscales sont encore relativement faibles en pourcentage du PIB. Dans la plupart des pays en développement, les impôts directs, tels que l'impôt sur le revenu, ne représentent qu'un faible pourcentage de l'ensemble des recettes fiscales. Par exemple, le recouvrement des impôts sur le revenu, sur les bénéfices et sur les gains de capitaux en Amérique latine et en Asie représente une valeur comprise entre le tiers et la moitié des niveaux de perception équivalents dans les pays de l'OCDE.¹³

La plupart des pays en développement s'appuient sur les impôts indirects comme sources de revenus. Bon nombre de réformes menées dans les années 1990 et 2000, qui ont assisté à une précipitation dans l'agenda de la libéralisation, ont changé le système de taxation en privilégiant la TVA sur le reste des impôts indirects, tels que les droits de douane et autres taxes sur les échanges. La TVA est une taxe sur la consommation plutôt que sur les investissements. Certains économistes orthodoxes approuvent le passage à la TVA parce qu'ils considèrent que celle-ci est moins préjudiciable aux incitations à l'investissement que les autres types d'impôts. Mais la TVA est aussi un impôt appliqué au secteur formel. Elle n'est donc pas aussi efficace dans les pays où le secteur informel est prédominant. Dans ces pays, la TVA opère comme un impôt sur les ventes plutôt qu'une taxe sur la valeur ajoutée. En fait, la TVA encourage les entreprises à demeurer dans le secteur informel pour éviter cette imposition, ce qui entrave le développement du secteur formel.¹⁴ La TVA est aussi considérée comme un impôt régressif, ce qui signifie que la part reversée par les pauvres proportionnellement à leurs revenus est plus importante que celle des riches. Il est pourtant possible d'appliquer différents taux au titre de la TVA (comme par

¹¹ Des niveaux peu élevés de recouvrement d'impôts limitent la capacité du gouvernement à utiliser l'arme de la politique budgétaire, car celui-ci ne peut pas se permettre de baisser les taux d'imposition en pleine récession, comme il se trouve dans l'impossibilité de les augmenter en période d'essor.

¹² Gordon et Li, 2005.

¹³ FitzGerald, 2006.

¹⁴ Emran et Stiglitz, 2005.

exemple augmenter les taxes sur les produits de luxe et abaisser, voire annuler les taxes sur les produits alimentaires et les médicaments) afin de rendre cet impôt plus progressif, bien que ceci exige des capacités administratives supplémentaires.

Globalement, le résultat net du passage à la TVA s'est traduit par une réduction des recettes. Une étude menée en 2005 par le FMI ¹⁵ révèle que les recettes collectées au titre de la TVA ont représenté moins de 30 pour cent des recettes perdues en raison de l'élimination des taxes sur les échanges. Les recettes de TVA ont souvent été moins élevées que prévu en raison de la difficulté inhérente à la gestion et la perception de cet impôt.

Au lieu de miser sur un seul impôt indirect, tel que la TVA, les pays concernés devraient essayer de diversifier leurs sources de recettes fiscales de manière simple et transparente. La réduction des exonérations et des déductions d'impôt accordées aux riches, telles que les exonérations d'impôt sur les gains de capitaux ou les taxes peu élevées sur les revenus financiers, pourrait certainement contribuer à augmenter le montant des perceptions. Bon nombre d'économistes se sont opposés aux impôts sur les gains de capitaux, au motif qu'il s'agit d'une taxe qui frappe les sources d'investissement. Cependant, dans un certain nombre de pays en développement, la déclaration de revenus sous forme de gains de capitaux ou de dividendes est désormais une manière d'éviter d'autres types d'impôts directs. Dans les cas où la perception de l'impôt sur le revenu s'avère difficile, l'imposition de cette catégorie de sources de revenus peut constituer un moyen très efficace pour limiter les évasions fiscales. En outre, il ne semble pas y avoir de relation claire entre l'imposition directe et les taux de croissance. Selon FitzGerald, la croissance en Amérique latine est largement indépendante des taux d'imposition, et même dans les pays de l'OCDE, la relation entre croissance et imposition directe est ténue et le lien de cause à effet difficile à établir.¹⁶

Bien que l'OMC ait limité le recours aux taxes sur les échanges, l'éventualité de l'application de cet impôt reste toujours d'actualité au sein de l'Organisation. Par exemple, les articles de luxe importés sont susceptibles de faire l'objet d'une taxation spécifique ; un système de tarifs douaniers variables peut s'appliquer aux produits agricoles et industriels au sein d'une tranche précise dans le cadre des consolidations tarifaires imposées par l'OMC. (Ces impôts ainsi que d'autres taxes liées aux échanges sont détaillés dans la note d'orientation relative à la politique commerciale.) Les pays qui le souhaitent peuvent également imposer des droits d'exportation pour tirer profit des gains issus de la dévaluation de leur monnaie. Par exemple, l'Argentine a imposé des droits d'exportation qui ont généré des recettes représentant près de 2,5 pour cent de son PIB à la suite de la dévaluation de sa monnaie en 2001.¹⁷

Pour limiter l'évasion fiscale, les pays ont aussi la possibilité de concevoir des structures d'imposition plus résistantes à la corruption, qui dépendent d'instruments fiscaux non discrétionnaires et aisément observables. Une de ces mesures est la taxe sur les transactions financières. Des pays tels que l'Argentine, le Brésil, l'Inde et la Corée ont introduit ce type d'imposition sur les débits bancaires. Au Brésil, par exemple, l'impôt sur les transactions financières représente près de 1,5 pour cent du

¹⁵ Baunsgaard et Keen, 2005.

¹⁶ FitzGerald, 2006.

¹⁷ Centrangolo : IPD, Etude de cas sur les impôts en Argentine, à paraître.

PIB.¹⁸ Ces taxes ont, en prime, permis de collecter des informations relatives aux transactions des entreprises, susceptibles d'aider les autorités à relever le taux d'imposition et repérer les fraudes fiscales. La Corée a également mis en place un programme similaire visant à réduire l'attrait des liquidités, en offrant des subventions pour les cartes de crédit. L'objectif est de substituer les transactions en espèces par un support traçable.¹⁹ Ces types d'impôts comportent généralement un risque, celui d'encourager les entreprises à opérer hors du secteur bancaire formel. Cependant, dans les pays où les services bancaires sont relativement bien développés, ces taxes se sont avérées efficaces. En outre, elles jouent un rôle anticyclique en ralentissant les transactions financières en période d'essor financier ou d'emballlement spéculatif.

D'autres exemples de taxes non discrétionnaires, résistant à la corruption, incluent les impôts sur les biens de consommation tels que les voitures ou les maisons de luxe. Au sein de ces catégories, les agents de recouvrement devraient se concentrer sur ce qui est observable. Par exemple, l'imposition des ventes immobilières peut s'avérer plus efficace que l'imposition sur la valeur des biens. Quant aux taxes sur les articles de luxe, elles seraient susceptibles de servir à améliorer l'élaboration de politiques anticycliques en période d'essor économique.

L'amélioration de l'administration fiscale est aussi importante que le renforcement de la perception de l'impôt. A titre d'exemple, la réforme fiscale en Tanzanie a augmenté les recettes fiscales de 47 pour cent de 1998 à 2003.²⁰ Les réformes administratives de la province de Buenos Aires ont renforcé le recouvrement des impôts directs, tels que les droits sur les immatriculations de véhicules (de 50 pour cent à 90 pour cent), les taxes foncières (de 40 pour cent à 70 pour cent) et les taxes sur les revenus des entreprises. D'autres recommandations susceptibles d'améliorer le recouvrement des impôts et de réduire la corruption incluent le renforcement de l'accessibilité des informations pertinentes aux agents fiscaux, le partage des informations entre les différents départements (impôt sur le revenu, TVA, droits de douane, etc.) et l'amélioration des services du cadastre et des registres d'actifs financiers.

Comme mentionné précédemment, les recettes fiscales perçues au titre du recouvrement de l'impôt sur le revenu dans la plupart des pays en développement ne sont pas généralement très conséquentes. Compte rendu de la dépendance sur l'imposition indirecte et le faible niveau d'imposition directe, le recouvrement des taxes indirectes dans les pays en développement est désormais comparable aux niveaux de recouvrement observés dans les pays développés. Certains économistes prétendent que pour augmenter les impôts de manière significative, les pays concernés doivent d'abord améliorer leur système de recouvrement de l'impôt direct.²¹ Ceci pourrait renforcer la valeur ajoutée obtenue par le renforcement du caractère progressif de la perception de l'impôt dans les pays en développement. En effet, dans bon nombre de ces pays, l'impôt sur le revenu n'est pas progressif en pratique, du fait que les riches tirent profit des failles du système et bénéficient d'autres formes d'évasion fiscale.²² Le renforcement du recouvrement de l'impôt pourrait commencer par la réduction de ces exonérations.

¹⁸ Oliveira : IPD, Etude de cas sur les impôts au Brésil, à paraître.

¹⁹ Jun : IPD, Etude de cas sur les impôts en Corée, à paraître.

²⁰ Culpeper et Kappagoda, 2006.

²¹ FitzGerald, 2006.

²² Birdsall et Torre, 2001.

Selon un argument souvent utilisé pour réfuter le renforcement de l'impôt direct, les pays concernés ne disposeraient pas de la capacité administrative pour ce faire. Pourtant, avant l'instauration de la TVA dans les pays en développement, les débats d'orientation étaient concentrés sur la question de déterminer si ceux-ci avaient la capacité administrative de mettre en place la TVA. Pour encourager le renforcement de capacités dans ces pays, les institutions financières internationales ont mené une campagne réussie proposant une assistance technique en la matière. Fitzgerald prétend qu'une aide internationale similaire favorisant le développement des capacités dans le domaine de la perception de l'impôt direct pourrait être tout aussi efficace.²³ Cependant, en l'absence d'un tel effort, l'exemple de la province de Buenos Aires montre que les dirigeants locaux peuvent prendre les mesures nécessaires pour améliorer la gestion administrative de manière efficace.

²³ FitzGerald, 2006.

Encadré 2 : Taxation des entreprises multinationales

Certaines des niches fiscales les plus importantes dans les pays en développement concernent les grandes multinationales. La compétition que se font ces pays sur le plan fiscal pour attirer les investisseurs a érodé l'impôt sur les entreprises étrangères. Plusieurs pays en voie de développement ont eu recours aux exonérations fiscales temporaires pour attirer les investisseurs étrangers. Cependant, au lieu de créer des effets positifs à long terme sur la croissance économique, ces mesures ont souvent servi à alimenter une âpre concurrence entre ces pays, les engageant dans une course effrénée qui a entraîné la chute de leurs recettes respectives. Qui plus est, les exonérations fiscales temporaires offrent aux investisseurs étrangers des avantages indus par rapport aux investisseurs locaux. Ceci peut conduire les entreprises nationales à réclamer des mesures d'exonération d'impôts équivalentes, provoquant ainsi une diminution supplémentaire dans le recouvrement des recettes fiscales. Les mesures d'exonération fiscale temporaire servent également à exempter la totalité des bénéfices d'une entreprise, indépendamment des profits générés au titre des investissements. Lorsque les bénéfices sont conséquents, les investisseurs cherchent la plupart du temps à les réinjecter dans les investissements, qu'il y ait une offre d'exonération fiscale temporaire à la clé ou non. D'autre part, les entreprises qui ont besoin d'exonération fiscale temporaire pour garantir leur profitabilité changent fréquemment de lieu d'établissement une fois l'exemption passée.

Une deuxième difficulté présente dans le recouvrement de l'impôt sur les entreprises multinationales résulte de l'existence de paradis fiscaux internationaux. Ces derniers autorisent en effet les multinationales à reléguer la compétence juridique régissant leurs bénéfices à d'autres juridictions. Les paradis fiscaux ont rendu difficile le colmatage d'un grand nombre de niches fiscales sans une action internationale concertée. Cependant, il est important que les décideurs soient conscients de l'impact d'une telle politique sur les recettes fiscales. FritzGerald a estimé qu'après la prise en compte des omissions d'enregistrement, le taux d'imposition effectif sur les investissements étrangers dans les pays en développement n'était que de 4 pour cent environ (chiffre bien inférieur aux 25 pour cent officiellement annoncés). Selon une estimation²⁴, les pertes de recettes fiscales accusées par les pays en développement, dues aux déplacements de bénéfices et d'actifs conservés à l'étranger, s'élèvent à 100 milliards de dollars par an.

Une autre composante majeure de la mobilisation des ressources nationales est l'importance de l'épargne intérieure et le développement des marchés de capitaux locaux. Si les gouvernements disposaient d'une épargne intérieure plus conséquente, ils n'auraient pas à dépendre des afflux de capitaux étrangers. L'une des raisons qui a rendu possible la croissance si rapide des pays d'Asie de l'Est dans les années 1980 et 1990 est précisément leur importante réserve d'épargne intérieure. Il est intéressant de noter que dans certains pays d'Asie, la politique des pouvoirs publics a été instrumentale pour stimuler la croissance de l'épargne intérieure. Au Japon, par exemple, le gouvernement a contribué à développer un réseau de banques postales d'épargne, qui a permis aux citoyens de bénéficier de services financiers, ce qui a

²⁴ Cobham, 2005.

contribué à l'édification de la base de l'épargne dans le pays. Le manque d'institutions financières saines et de services financiers adéquats rend difficile la mobilisation de l'épargne. Ainsi que le montre l'exemple asiatique, une politique gouvernementale éclairée peut contribuer à réduire cet obstacle.

De manière plus générale, il est impératif que les pays aient comme objectif la mise en place de marchés financiers très actifs. Un des risques majeurs encourus par les gouvernements lorsqu'ils financent leurs déficits via les marchés de capitaux intérieurs, réside dans le fait qu'il leur est souvent difficile d'émettre des papiers à long terme sur des marchés relativement nouveaux et étroits. Les pouvoirs publics se trouvent ainsi confrontés à un compromis entre la diminution des risques liés aux devises (en réduisant l'emprunt sur les marchés internationaux) et l'aggravation de l'asynchronisme des échéances (en renforçant les emprunts à court terme sur les marchés intérieurs pour financer les projets à long terme).

Le développement des marchés de capitaux à long terme est, bien entendu, un objectif sur le long cours, mais il existe des mesures que les gouvernements peuvent prendre pour encourager leur instauration. Bon nombre d'analystes mettent l'accent sur l'importance de disposer de ventes aux enchères régulières et prévisibles, d'instruments standard, d'un marché secondaire, d'un secteur bancaire sans risques et d'une stabilité macroéconomique. Les leçons apprises en Amérique latine et en Asie dans les années 1990^e et le début des années 2000 montrent également que l'une des étapes les plus importantes dans l'élaboration des marchés de capitaux intérieurs a été la mise en place de fonds de pension locaux. Le Chili a été précurseur dans ce domaine. Dans d'autres pays tels que le Mexique, le développement des fonds de pension locaux a stimulé la demande sur le crédit à long terme, comme nous le verrons plus tard dans cette note, sous la partie consacrée à la gestion de la dette publique.

Efficacité de la politique budgétaire

Nous allons à présent nous intéresser à l'efficacité de la politique budgétaire. Plaçons-nous dans l'hypothèse que les pays sont dans la capacité d'obtenir des prêts, et posons-nous la question suivante : la politique budgétaire est-elle généralement efficace, ou faut-il l'éviter parce qu'elle augmente les pressions inflationnistes et provoque l'éviction des investisseurs privés ? Nous évoquerons plus loin dans cette note les stimuli à faible coût ainsi que d'autres mesures budgétaires que les pays ayant une capacité d'emprunt limitée peuvent utiliser pour revigorer leur économie.

Selon l'analyse keynésienne, les dépenses publiques (ou les réductions d'impôts) conduisent à une augmentation du PIB, qui représente un *multiple*²⁵ des dépenses d'origine. La plupart des fonds payés par le gouvernement sont dépensés à nouveau, et plus les sommes re-dépensées sont importantes, plus grand en est l'effet multiplicateur. Si les taux de l'épargne sont faibles, comme ils le sont souvent dans les pays très pauvres, la proportion des fonds affectés à la consommation sera

²⁵ Dans le modèle macroéconomique le plus simple, où l'épargne est la seule « fuite » possible au niveau de la demande globale (par ex., le revenu supplémentaire d'un individu ou d'un ménage qui n'est pas dépensé), l'*effet multiplicateur* est de $1/s$, où s est le taux d'épargne. Plus généralement, toutes les fuites doivent être incluses : non seulement l'épargne privée mais également les impôts et les importations.

considérable, l'effet multiplicateur sera alors très élevé et les dépenses publiques particulièrement efficaces. Par contraste, en Asie de l'Est, où les taux de l'épargne avaient été très élevés, les effets multiplicateurs ont été plus faibles.

Lorsque les ménages et les entreprises subissent des contraintes tant au niveau des liquidités que du crédit (comme c'est souvent le cas dans les pays en développement), l'effet multiplicateur pourrait même être encore plus conséquent si ces ménages ou entreprises avaient plus d'argent à dépenser. Par exemple, si le gouvernement offrait de meilleures prestations de chômage, il serait fort à parier que les chômeurs dépenseraient leurs allocations en totalité ou du moins en grande partie. La ventilation de ces dépenses indique qu'une partie de cette somme est attribuée à des particuliers (propriétaires de logements ou de locaux commerciaux) qui ne la dépenseront pas entièrement, mais il est important de noter que dans les pays en développement, l'effet multiplicateur peut être relativement élevé.

Il importe également de distinguer les effets des déficits en période de récession et durant le plein emploi. C'est dans ce dernier cas que les déficits sont les plus susceptibles d'entraîner des conséquences négatives. Les arguments d'éviction (inflationnistes de surcroît) sont alors très persuasifs car la taille du « gâteau » est fixe. Lorsque l'économie fonctionne à pleine capacité, l'augmentation des dépenses publiques doit se faire au détriment de la réduction de la consommation ou aux dépens d'autres investissements, ailleurs dans le cycle économique. Mais l'effet d'éviction (ou effet inhibant) n'est *pas* inévitable lorsque l'économie est *en deçà* du plein emploi. La taille du gâteau peut augmenter de sorte que les dépenses publiques suivent la tendance sans diminution des investissements privés. Dans le cas des réductions d'impôt, il est également possible que la consommation augmente et que les investissements ne baissent pas pour autant.

En outre, *l'argument de l'effet d'éviction suppose implicitement que les banques centrales sont incapables de prendre des mesures compensatrices pour baisser les taux d'intérêt.* Pourtant, les banques centrales peuvent parvenir à ce résultat en renforçant la masse monétaire. L'une des préoccupations liées aux emprunts publics réside dans le fait que la dette est monétisée (l'emprunt est en réalité financé par l'impression de billets) et le système bancaire est autorisé à augmenter le volume de la monnaie fiduciaire (et le crédit en conséquence) de manière excessive, au point que l'inflation s'invite.²⁶ Même lorsque les taux d'intérêt sont proches de zéro et qu'il existe des limites imposées aux autorités monétaires qui empêchent celles-ci de baisser davantage les taux d'intérêt (piège à liquidités de type keynésien²⁷), les banques centrales peuvent au moins compenser la hausse des taux d'intérêt résultant des déficits publics. En outre, dans une petite économie ouverte, il y a une autre raison qui explique le maintien des taux d'intérêt à des niveaux peu élevés et l'absence

²⁶ Il existe certains modèles dans lesquels l'inflation s'installe même lorsque l'économie n'a pas atteint le plein emploi. Typiquement, ceci se produit en raison des rigidités structurelles, dont l'ampleur dicte la nécessité de redéfinir le plein emploi pour les y inclure, et la politique gouvernementale doit être réorientée aux fins de supprimer ces rigidités.

²⁷ Dans un piège à liquidités, le public tend à conserver l'argent injecté dans l'économie plutôt qu'à l'investir ou le dépenser. Un piège à liquidités peut advenir lorsque l'économie est en récession et que les taux d'intérêt sont bas, de sorte que les retours sur investissement escomptés sont également de faible niveau. Si la récession s'accompagne d'une déflation, les consommateurs seront d'autant plus motivés à s'abstenir d'effectuer des dépenses à la consommation.

d'effet inhibant : un afflux de capitaux peut parfaitement empêcher une hausse des taux d'intérêt, ainsi que nous le verrons plus loin.

Finalement, les réponses du secteur privé peuvent en réalité produire l'effet inverse et rehausser les résultats de la politique budgétaire. Ainsi est-il fort possible d'obtenir un effet d'attraction. Par exemple, des dépenses publiques élevées revigorent l'économie et améliorent la situation économique de sorte à autoriser un accroissement des investissements. De la même manière, une augmentation des investissements de l'Etat pour compléter l'investissement privé (comme par exemple, les dépenses relatives aux infrastructures) est susceptible d'intensifier les retours sur investissement dans le secteur privé et relancer les investissements privés ainsi que l'économie de manière globale.

Le succès enregistré par la Chine durant la crise de l'Asie de l'Est en rapport avec ses dépenses publiques constitue un cas d'école. La réussite de l'expérience chinoise s'explique en partie par le fait que les dépenses courantes étaient fondées sur un ensemble de plans d'investissement stratégique, axés sur l'amélioration de l'infrastructure. L'amélioration de l'infrastructure s'est traduite par un renforcement des retours sur investissement dans le secteur privé, encourageant ainsi les investissements productifs ayant stimulé la croissance de la Chine à long terme. L'expérience de stabilisation et d'ajustement qu'a connu l'Inde, à la suite de sa crise de la dette extérieure au début des années 1990, est quelque peu différente. Pourtant, ce pays a également fourni des preuves probantes de la complémentarité des investissements dans le public et le privé, qui suggèrent un effet d'attraction plutôt qu'une éviction du secteur privé.²⁸

Certains économistes y voient un argument supplémentaire pour encourager les pouvoirs publics à maintenir une politique budgétaire stricte, afin de conserver la confiance des investisseurs. Selon cette approche, les dépenses publiques entraînent des niveaux d'investissement privé plus faibles du fait que les investisseurs, à la vue des déficits croissants, perdent confiance dans l'économie et décident de ne pas investir. Seule une action résolue du gouvernement pour palier au déficit est susceptible de rétablir la confiance, d'intensifier les investissements et de restaurer rapidement la santé de l'économie.

Cependant, il existe peu de recherche empirique à l'appui de cette théorie, alors que les preuves abondent, qui démontrent que la réduction des dépenses publiques entraîne la baisse du PBI à la fois dans les pays développés et les pays²⁹ en développement. Loin de produire les effets positifs prédits par le « modèle de confiance », la réduction des dépenses publiques en Argentine et en Asie de l'Est dans les années 1990 a conduit aux conséquences négatives annoncées par les modèles keynésiens standard. L'impact direct de la réduction des dépenses publiques sur le PIB semble être plus marquant que celui de l'effet de confiance.

En effet, l'incidence d'une politique budgétaire resserrée sur la confiance des investisseurs dépend en grande partie du type d'investisseurs qu'un gouvernement souhaite attirer. Les investisseurs et crédateurs à *court terme* sont souvent plus

²⁸ Nayar, 2000.

²⁹ Cooper, 1992 et Taylor, 1993.

intéressés par la taille du déficit budgétaire que par d'autres variables. La question la plus importante pour ces investisseurs reste la capacité du gouvernement à rembourser sa dette à très court terme. Dans la mesure où le gouvernement économise de l'argent en réduisant le déficit budgétaire, il dispose d'un surplus de fonds lui permettant de rembourser ses créiteurs à court terme, même si ceci entrave la croissance à long terme. Ce sont précisément ces types d'investisseurs qui accentuent la volatilité du marché au lieu de maintenir la croissance à long terme.

Quant aux *investisseurs à long terme*, ils regardent au-delà du déficit et s'intéressent à une plage de variables. Les politiques aboutissant à une croissance durable sur le long terme confortent naturellement la confiance dans l'économie et amènent encore plus d'investissements. Si les pays s'endettent pour financer des investissements productifs, susceptibles de générer des retours supérieurs en valeur au montant des taux d'intérêt payés, la croissance sera améliorée. Les investisseurs reconnaissent alors le renforcement de la santé de l'économie du pays en question et doivent normalement lui renouveler leur confiance.

Biais procyclique lié à la politique budgétaire

Les recettes fiscales augmentent durant les périodes de croissance économique, du fait de la hausse des revenus, et baissent lors des récessions, en raison de la chute des revenus et de l'augmentation des dépenses. Théoriquement, le financement externe devrait diversifier les sources de revenus, mais les imperfections liées aux marchés de capitaux et aux cycles de l'aide étrangère se sont traduites par une tendance procyclique des mouvements de capitaux, ce qui a aggravé le biais procyclique lié aux comptes budgétaires.

Il existe des données largement répandues tendant à prouver que les comptes budgétaires sont hautement procycliques dans les pays en développement.³⁰ En Amérique latine, par exemple, sur 45 épisodes de perturbations cycliques entre 1990 et 2001, 12 étaient neutres, 25 procycliques et seulement 8 anticycliques.³¹ Par conséquent, le problème élargi auquel sont confrontés les pays en voie de développement concerne les fortes incitations en faveur des politiques budgétaires procycliques. Il s'agit d'un effet composé, en raison des performances procycliques des recettes publiques dans un contexte de PIB extrêmement volatile.

Les coûts des politiques budgétaires procycliques sont élevés. En période de relance économique, l'abondance des financements peut conduire les pouvoirs publics à démarrer certains projets à faible rendement social. Lorsque le cycle économique est en phase descendante, les réductions de dépenses peuvent signifier que les projets d'investissement sont laissés inachevés ou qu'ils nécessitent une plus longue période d'exécution que prévue, ce qui augmente leur coût effectif. En revanche, les réductions massives dans les investissements du secteur public peuvent avoir des effets à long terme sur la croissance.³² En général, les cycles en « coups d'accordéon » réduisent de manière significative l'efficacité des dépenses publiques.

³⁰ Kaminsky *et al.*, 2004.

³¹ Martner et Tromben, 2003.

³² Easterly et Servén (eds.), 2003.

Il existe également des motifs procycliques associés à l'octroi de garanties gouvernementales au secteur privé, qui ont acquis une importance considérable dans les pays en développement. Un exemple de ce phénomène porte sur les garanties du secteur public pour les investissements du secteur privé au niveau des infrastructures (comme par exemple des revenus minimaux ou des garanties de bénéfices ou bien la couverture explicite des intérêts ou des risques liés aux taux de change). Un autre exemple concerne les garanties explicites et implicites issues à l'intention des dépositaires et des agents du système financier. Ces garanties explicites et implicites ont trois éléments en commun : (a) elles ne sont pas toujours transparentes ; (b) elles encouragent les dépenses dans le secteur *privé* en période d'essor économique (les dépenses publiques sont sous forme de « primes d'assurance » contractées durant les périodes d'euphorie, ce qui indique une sous-évaluation des augmentations dans les dépenses publiques pendant ces périodes); (c) les décaissements (dépenses au comptant) sont encourus en temps de crise, entraînant un renforcement des exigences d'emprunt et un effet d'éviction des autres dépenses publiques.

Mesures alternatives en matière de politique budgétaire

Comptabilité des politiques budgétaires : déficits structurels et primaires

L'objectif de toute politique économique dans les pays en développement devrait être principalement d'éviter le biais procyclique en matière de politique budgétaire. Ceci doit s'effectuer en cohérence avec l'établissement de règles garantissant la viabilité à long terme du compte budgétaire, tels que les objectifs afférents au déficit public et/ou aux ratios maximaux de la dette publique par rapport au PIB. (La définition de telles règles n'est pas aisée, comme le prouvent les récents débats sur le Pacte de stabilité et de croissance, adopté par le Conseil européen.)

En particulier, la focalisation sur le déficit budgétaire *courant* (mesuré durant la récession) est clairement inappropriée. Il est plutôt impératif d'estimer le «déficit structurel», qui permet d'évaluer le budget sans les fluctuations cycliques³³, dans une situation « normale » de plein emploi. Par exemple, en cas de baisse des recettes fiscales durant une récession, le déficit budgétaire courant s'accroît, mais le déficit structurel relatif au plein emploi n'en est pas affecté. Le gouvernement ne se voit donc pas forcé de resserrer sa politique budgétaire pour répondre à son objectif en matière de déficit. Si nécessaire, les institutions peuvent jouer leur rôle dans le financement de tout éventuel déficit budgétaire *courant*. Dans la mesure où les perturbations cycliques réduisent l'efficacité des dépenses publiques, il peut être judicieux de déterminer les objectifs structurels sur la base d'un critère essentiellement à long terme : l'équilibre de l'offre de biens dans les secteurs public et privé.

Cependant, la gestion des comptes structurels suppose une capacité budgétaire considérable, qui dépasse les niveaux établis dans la plupart des pays les moins développés, de sorte que cet instrument est plus approprié aux pays à revenu intermédiaire. L'estimation des positions budgétaires structurelles dans les économies sujettes à des chocs extérieurs n'est pas une tâche aisée car elle peut impliquer les

³³ Pour les pays neutres, le déficit budgétaire structurel demeure inchangé, indépendamment de l'amélioration ou la détérioration des comptes budgétaires. Voir ECLAC, 1998b; Ocampo, 2002 et 2005b sur lesquels est fondée l'analyse qui suit.

tendances du PIB à long terme ainsi que les tendances d'autres variables économiques cruciales, telles que le prix des produits de base. Par exemple, le Chili a adopté, ces dernières années, une comptabilité structurelle telle que précédemment décrite, sur la base de l'évaluation d'un panel d'économistes aux avis partagés sur la question, qui ont émis des recommandations sur les tendances des variables les plus importantes concernées par l'estimation.

Il est également judicieux pour les pays en développement de se focaliser sur le déficit *principal*, soit le déficit budgétaire diminué du paiement des intérêts. Les taux d'intérêt peuvent être extrêmement volatiles et sont souvent hors du contrôle des pays en développement. Qui plus est, une dette publique accumulée sur une longue période laisse prévoir la persistance d'un important déficit budgétaire pendant un certain temps après l'introduction de mesures correctrices. Dans les pays très endettés, la variabilité de la situation financière globale dépend essentiellement d'événements extérieurs au pays concerné (à savoir les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés émergents de par le monde). Les pays doivent donc se concentrer sur les éléments qu'ils sont à même de contrôler. Le déficit principal est un indicateur plus fiable de l'incidence des changements observés et révèle si ceux-ci auront contribué à améliorer la situation ou au contraire à la détériorer. Le FMI a accepté de se focaliser sur le déficit primaire pour la première fois lors de l'emprunt qu'il accordé au Brésil en 2002.³⁴ La concentration sur le déficit primaire ne requiert pas de capacité administrative étendue, de sorte que les pays les moins développés doivent également être capables d'utiliser le déficit primaire pour mesurer les comptes budgétaires, en supposant que les institutions internationales contribuent à financer les coûts des intérêts supplémentaires implicites inclus dans le déficit budgétaire global.

Gestion des partenariats entre les secteurs public et privé

Les objectifs de déficit précédemment évoqués gagnent à être complétés par des mécanismes adéquats pour gérer les garanties du secteur public. Les objectifs de déficit constituent une forte incitation pour les gouvernements à promouvoir les investissements du secteur privé (plutôt que ceux du secteur public) en matière d'infrastructures afin de contourner ces objectifs, même s'il n'y aucune raison économique valable pour ce faire. Un problème majeur concernant ces garanties vient du fait que celles-ci induisent d'importantes altérations dans la comptabilité du secteur public. Les coûts de contingence associés à ces projets, supportés par l'Etat, ne sont généralement pas justifiés dans les comptes publics et n'apparaissent pas dans les dépenses courantes. De telles garanties impliquent que le gouvernement agit comme un assureur pour les risques que l'investisseur privé est susceptible d'encourir. Les équivalents de la « prime d'assurance » de ces garanties doivent être régulièrement estimés et budgétés, et les ressources correspondantes transférées vers une caisse spéciale servant de fonds de secours pour alimenter les contingences correspondantes, dans l'éventualité où celles-ci deviennent effectives. Les dettes liées aux contingences estimées doivent également s'ajouter à la dette du secteur public. Une loi colombienne de 1996 oblige tout organisme gouvernemental s'exposant à des risques à effectuer une provision dans un fonds dit « d'assurance », dont les ressources sont mobilisées en cas de mise en application des garanties.

³⁴ Cependant, le FMI n'a pas autorisé le Brésil à considérer le déficit structurel primaire comme un objectif, ce qui aurait été une mesure plus appropriée.

L'absence de toute tenue de comptabilité régulière des garanties publiques relatives aux projets d'infrastructure du secteur privé est une incitation à privilégier de tels projets, même si ceux-ci ne sont pas forcément moins coûteux pour le gouvernement à long terme. Ces investissements du secteur privé relatifs à l'infrastructure et garantis par le secteur public peuvent devenir un moyen utile pour contourner des cibles de déficit budgétaire strictes. La nature des cibles budgétaires devrait être choisie de manière à éviter ces problèmes.

Il existe un autre point similaire afférent à la prise en compte des entreprises publiques, que nous détaillerons plus loin dans cette note. Ces pratiques comptables déforment les incitations dont bénéficient les pouvoirs publics. La prise en compte de la part des entreprises publiques dans le budget global impose des limites aux dépenses sur les investissements et encourage les pays en développement à privatiser ces entreprises afin de réduire leur déficit budgétaire, même en l'absence de raison économique valable.

Stabilisateurs automatiques : les fonds de stabilisation budgétaire

En raison des inévitables délais liés au processus de prise de décision, des stabilisateurs *automatiques* sont parfois préférables aux changements discrétionnaires. L'imposition progressive, qui réduit l'impact de la taxation des pauvres en période de récession, est l'un de ces stabilisateurs. (L'adoption de la TVA a éloigné certains pays de l'imposition progressive, ce qui risque de diminuer l'efficacité du système fiscal en tant que stabilisateur automatique). Des filets de sécurité bien conçus, qui protègent les groupes vulnérables durant les crises et sont, de préférence, inclus dans les systèmes de protection sociale permanents constituent, avec les fonds de stabilisation budgétaire, d'importants instruments à cet égard.

Les fonds de stabilisation budgétaire, qui stérilisent les recettes publiques temporaires, devraient servir d'instrument central pour les orientations anticycliques. L'expérience tirée de la gestion des fonds de stabilisation pour les produits de base ayant un impact budgétaire significatif (comme par exemple le Fonds national du café en Colombie, les fonds de cuivre et de pétrole au Chili ou les fonds pétroliers dans plusieurs autres pays)³⁵ peut être étendue aux fonds de stabilisation budgétaire.³⁶ Un exemple similaire concerne les réserves de devises, qui fournissent une « autoassurance » dans l'éventualité d'une brusque interruption du financement externe (et d'une légère réévaluation de la monnaie).

L'intérêt d'un fonds de stabilisation est qu'il permet de mettre de côté des fonds lorsque l'économie est en plein essor afin de les utiliser en période de récession. Cependant, les économistes ne conviennent pas tous de l'opportunité de la date d'instauration de ces fonds et de leur utilisation. Par exemple, en 2005, la province de Mendoza en Argentine avait un budget excédentaire supérieur ou égal à la moyenne nationale. Certains économistes ont recommandé que Mendoza conserve cet excédent à un niveau supérieur aux dépenses courantes au sein d'un fonds de stabilisation anticyclique. Cependant, le gouverneur de Mendoza a jugé que le taux de chômage de la province, compris entre sept et huit pour cent, était encore élevé, bien que plus bas que dans le reste du pays. Il a donc estimé qu'il était plus judicieux d'investir

³⁵ Voir l'évaluation de certaines de ces expériences dans Davis *et al.*, 2003.

³⁶ ECLAC, 1998 *b*.

l'excédent dans des activités de création d'emplois, étant donné que l'économie était encore bien loin du plein emploi.

Il existe deux critères qui permettent de déterminer l'opportunité de dépenser ou de conserver l'excédent budgétaire. Le premier est fondé sur les prévisions du futur. Si l'économie est en pleine croissance mais que l'on s'attend à une récession annoncée, il sera logique de sauvegarder une portion significative de l'excédent. L'emploi sera plus faible aujourd'hui, mais les ressources seront disponibles pour renforcer la création d'emplois demain, dans le cas d'un ralentissement économique. Le second critère se base sur les prévisions de rendement des différents projets. Les dépenses publiques sont-elles affectées aux investissements et à la création d'emplois ou à la consommation? Si les fonds alimentent la consommation, ils ne seront pas susceptibles de conduire à une croissance dans le futur, et il sera, dès lors, plus judicieux de déposer l'excédent budgétaire dans un fonds spécial. Lorsque les fonds sont alloués à l'investissement, les rendements pourraient être élevés, tant pour la situation actuelle de l'emploi que pour la croissance à l'avenir, en raison de l'effet multiplicateur et de l'effet d'éviction évoqués précédemment.

Cependant, l'implication majeure de l'analyse précédente au niveau des orientations est que les institutions financières devraient aider les pays à mettre en place des fonds de stabilisation susceptibles de servir d'instruments anticycliques.

Politiques fiscales anticycliques, stimuli à faible coût et autres politiques budgétaires alternatives

Dans la mesure où les fonds de stabilisation absorbent les recettes supplémentaires induites par un essor des produits de base ou du capital risque, ils *neutralisent* le cycle de la politique budgétaire au plus haut degré, *puisque les recettes supplémentaires générées grâce à l'augmentation de la demande sont affectées aux réserves*. Il est possible de créer un instrument complémentaire, à caractère *anticyclique*, en concevant des taux d'imposition flexibles, notamment pour gérer les cycles de dépenses marquées du secteur privé. L'option la plus judicieuse dans ce contexte serait de taxer la source de la forte hausse des dépenses. Il s'agit de l'argument traditionnel en faveur de la taxation des exportations sujettes à des flambées de prix temporaires, qui a servi de base à la conception des fonds de stabilisation des produits de base.

Un argument similaire peut servir justifier une augmentation de la taxe sur les apports de capitaux en période de conjoncture favorable, étant donné que ceci constitue aujourd'hui la source principale de la relance des dépenses dans le secteur privé. Il est intéressant de noter que cette notion vient s'ajouter aux arguments associés à une plus grande autonomie monétaire fournie par une taxe sur les mouvements de capitaux, dont il sera question plus loin dans ce document. Un autre argument peut également être avancé en faveur du relèvement des taux de TVA en cas de hausse des dépenses du secteur privé ou de la baisse de cet impôt durant les phases descendantes du cycle économique.³⁷

Les pays incapables de financer, en période de récession, une réduction d'impôts par des crédits disposent toujours de certains instruments de politique budgétaire

³⁷ Budnevich et Le Fort, 1997.

susceptibles de relancer l'économie. Parmi ceux-ci, citons les «répercussions d'impôts et de dépenses » et les «stimuli à faible coût ». Les «répercussions d'impôts et de dépenses » augmentent les taxes de ceux qui sont les moins capables de réduire leurs dépenses et diminuent les impôts de ceux qui sont les plus susceptibles d'accroître leurs dépenses. Ce processus permet de relancer l'économie. L'augmentation du caractère progressif de l'impôt (expliqué dans le paragraphe consacré aux stabilisateurs automatiques) aboutit précisément à cela. La diminution de l'imposition des individus à faible revenu autorise une relance de l'économie plus conséquente calculée en dollars par réduction d'impôt, tout simplement parce que les pauvres sont davantage restreints en termes de crédit et de liquidités. Le fait de privilégier les dépenses afférentes aux biens d'origine nationale aux dépens des produits étrangers contribue de la même manière à stimuler l'économie.

Les pays limités dans leur capacité d'emprunter doivent se concentrer sur les politiques produisant un impact plus important pour un montant de dépenses restreint, appelées «*stimuli à faible coût*». Par exemple, des réductions temporaires sur les taxes liées aux ventes peuvent exercer un effet plus important qu'une réduction temporaire de l'impôt sur le revenu. L'importance des flux de liquidités et des contraintes de crédit constituent d'autres exemples de stimuli à faible coût. Comme nous l'avons précédemment mentionné, l'augmentation des allocations chômage des travailleurs à faible revenu est une mesure particulièrement efficace car ces derniers sont pratiquement tous restreints tant au niveau du crédit que des liquidités. (Dans bon nombre de pays, une augmentation de l'aide aux autorités régionales et locales en période de récession est également susceptible d'exercer un stimulus encore plus important, étant donné que les autorités sous-nationales sont souvent soumises à des cadres budgétaires équilibrés ou ont un accès plus limité aux financements et doivent, de ce fait, réduire les dépenses ou augmenter les impôts sans bénéficier d'une telle aide.)

Les dépenses relatives aux investissements publics peuvent avoir un double effet. En premier lieu, elles induisent la stimulation immédiate de l'économie. Deuxièmement, si les investissements publics sont complémentaires aux investissements privés, tel qu'expliqué ci-dessus, l'augmentation des dépenses publiques renforcera les rendements des investissements privés, entraînant ainsi de nouveaux investissements.

Il existe d'autres stimuli à faible coût qui sont plus particulièrement axés sur les entreprises. L'exemple type en est le «crédit d'impôt sur investissement *progressif* ». Il s'agit d'un crédit d'impôt sur les augmentations de montants investis (par ex., le crédit d'impôt peut s'appliquer aux investissements dépassant 80 pour cent du montant des investissements de l'année précédente). Le crédit d'impôt sur investissement progressif abaisse le *coût marginal de l'investissement*, comme le ferait un crédit d'impôt sur investissement ordinaire (le gouvernement reprend de fait une fraction du coût de l'équipement ou de l'investissement concerné). Il exerce, du moins dans les modèles standard, le même effet de stimulation qu'un crédit d'impôt sur investissement total, mais le coût de cette réduction pour le gouvernement est bien moindre dans le premier cas du fait que le crédit ne s'applique pas au gros (ou à la base) de l'investissement. (A titre anecdotique, ceci est la raison pour laquelle les entreprises américaines n'ont pas manifesté le moindre intérêt à l'égard de ce type de crédit d'impôt.)

Une réduction d'impôt *temporaire* sur l'investissement progressif peut même s'avérer plus efficace, en offrant à l'économie un stimulus à court terme. Un crédit d'impôt temporaire sur investissement rend l'investissement moins cher aujourd'hui qu'il ne le sera demain. Comparable à une « remise » momentanée sur les biens d'équipement, cette mesure est de nature à encourager les placements à court terme (bien qu'en partie aux dépens des investissements futurs). Cependant, si les marchés sont imparfaits et les liquidités (ou la valeur nette) des entreprises limitent leurs investissements, le crédit d'impôt sur investissement progressif (permanent ou temporaire) ne sera pas aussi efficace. Lorsqu'il y a une pénurie des fonds disponibles, la stimulation de l'investissement est d'autant diminuée.³⁸

Un autre type de stimulus à faible coût est le traitement des impôts par report en avant ou par report rétrospectif. Le gouvernement peut étendre la période de report de perte en avant (déductions fiscales non prises en compte dans l'année en cours mais servant à diminuer les impôts à payer dans les années à venir) ou en arrière (déductions utilisées pour la réduction d'impôt sur les années antérieures). Ceci exerce un effet positif sur le renforcement de l'efficacité économique³⁹ et permet de bénéficier, en cas de pertes, d'un crédit d'impôt total, de sorte à encourager les entreprises à investir. Ces politiques peuvent encourager l'investissement pour une autre raison encore : en effet, elles augmentent l'ampleur de la répartition du risque encouru par les autorités publiques. Etant donné que la capacité et la volonté des entreprises de supporter les risques freinent leur consentement à l'investissement, une répartition des risques plus équitable entre le gouvernement et les entreprises est de nature à améliorer l'investissement. Les pouvoirs publics ont également la possibilité d'attribuer aux entreprises un crédit direct au titre de l'investissement (bien qu'il soit important, à priori, que ce montage soit correctement conçu de sorte que le gouvernement puisse récupérer le principal de la dette ainsi que les intérêts).

En résumé, les pays en développement rencontrent souvent des difficultés pour emprunter, qui peuvent nuire à leur capacité d'engager une politique budgétaire. Cependant, il existe des instruments de politique budgétaire alternatifs, dont le système fiscal, les politiques (d'assurance) des fonds de stabilisation ainsi que de nouveaux instruments susceptibles de minimiser la nature procyclique de la politique budgétaire et de fournir aux pouvoirs publics les moyens de s'engager dans une politique anticyclique.

³⁸ Ceci suggère qu'un système d'imposition de conception optimale peut avoir différentes dispositions pour les petites et grandes entreprises, ces dernières devant faire face à un crédit d'impôt sur investissement net, alors que les premières bénéficient d'un crédit d'impôt traditionnel.

³⁹ Auerbach, 1991 et Auerbach et Bradford, 2002 affirment que les limites imposées sur le report de pertes en avant comme en arrière sont parmi les altérations majeures du système fiscal.

Politique monétaire

La plupart des économistes orthodoxes sont persuadés que la politique monétaire est relativement inefficace. Selon cette école de pensée, l'économie opère normalement en régime de quasi plein emploi (une condition clairement non applicable à la plupart des pays en développement), de sorte qu'une augmentation de la demande globale est incapable de renforcer la production mais entraîne néanmoins une hausse des prix. D'autre part, les keynésiens affirment que la politique monétaire est un instrument important dans la gestion macroéconomique.

Efficacité de la politique monétaire

Les expériences récentes confirment les points forts et les faiblesses de la politique monétaire. En général, les économistes considèrent la politique monétaire comme étant plus efficace pour mettre un frein à la surchauffe que pour relancer une économie en profonde récession. Par exemple, la politique monétaire s'est révélée incapable de stimuler la croissance dans des pays tels que le Japon, qui s'enlisent dans la déflation.⁴⁰ Aux Etats-Unis, la baisse des taux d'intérêt de 2001 à 2003 n'a pas réussi à relancer l'investissement, mais a permis aux ménages de refinancer leurs prêts.⁴¹ La réduction des remboursements de prêts et l'amélioration de la situation financière des ménages a permis de soutenir le pouvoir d'achat des consommateurs malgré la chute spectaculaire des gains boursiers.

L'impact de la politique budgétaire sur les pays en développement n'est pas identique à ce qu'il peut en être aux Etats-Unis et dans d'autres pays industriels avancés. L'effet le plus direct de la politique monétaire se répercute sur le système bancaire. Pour les pays dotés de secteurs bancaires plus développés, les effets de la politique monétaire peuvent être plus significatifs dans les pays en développement que dans les pays développés, car les entreprises ont moins d'accès aux sources de financement non bancaires et de ce fait, ont tendance à dépendre davantage sur les prêts bancaires. Dans les pays les moins développés, le secteur bancaire est souvent dans un état de sous-développement avancé et la plupart des entreprises dans ces pays ne peuvent recourir qu'à l'autofinancement. Dans ces circonstances, l'impact de la politique monétaire sur l'économie est limité. Plus l'incidence de la politique monétaire est étroite, plus grands sont les coûts associés à son utilisation, vu qu'un nombre restreint de secteurs sont obligés de supporter le poids du réajustement. Ces secteurs sont même parfois exposés à une plus grande volatilité, au gré de l'alternance des hausses et des chutes des taux d'intérêt dans un effort pour stabiliser l'économie.

Selon les termes de l'analyse conventionnelle en économie fermée, la baisse des taux d'intérêt conduit à un renforcement des investissements et à une croissance plus soutenue. Des recherches récentes signalent des canaux supplémentaires par lesquels les changements au niveau des taux d'intérêt renforcent ou neutralisent les effets traditionnels. En premier lieu, il existe plusieurs canaux par lesquels la baisse des taux d'intérêt peut stimuler la consommation bien plus que ce qui indiqué dans l'analyse conventionnelle. Les fluctuations des taux de change signalent une redistribution du revenu entre les créditeurs en faveur des débiteurs. Cette question de distribution est

⁴⁰ Bank of Japan, 2003.

⁴¹ Stiglitz, 2003b.

de prime importance. En effet, les débiteurs peuvent avoir une propension marginale à la consommation plus élevée que les créditeurs. Si les entreprises et les ménages sont restreints en crédit, la baisse des taux d'intérêt pourra se traduire par le fait que des sommes plus importantes seront affectées aux entreprises à des fins d'investissement et aux ménages pour la consommation. En outre, il se peut que des gains ou des effets de bilan soient également en jeu. La valeur des actifs tels que les actions ou l'immobilier augmente en raison de la baisse des taux d'intérêt, et l'accroissement de la richesse peut encourager les ménages à la consommation.

De la même manière, selon l'analyse traditionnelle en économie fermée, la hausse des taux d'intérêt pratiquée en vue de ralentir une surchauffe risque d'entraîner un ralentissement de la croissance. En raison des effets de richesse, la valeur des actifs chute dans un contexte de taux d'intérêt élevés, renforçant ainsi les effets conventionnels. Etant donné que les entreprises disposent de différentes ressources, la valeur nette des entreprises est affectée de diverses manières, que même les investisseurs informés trouvent parfois difficiles à évaluer. Le taux d'intérêt augmente donnant lieu à une incertitude qui ralentit d'autant plus l'activité économique. Les augmentations conséquentes des taux d'intérêt amenuisent également les finances publiques lorsque le stock de l'encours de la dette publique est significatif par rapport au PIB. L'augmentation subséquente des paiements au titre des intérêts sur la dette publique peut réduire la flexibilité budgétaire du gouvernement. Tous ces effets renforcent la réactivité de l'économie au resserrement monétaire, qui ralentit l'activité et freine l'inflation.

D'autre part, de récentes recherches suggèrent également des raisons supplémentaires pour justifier *l'inefficacité* de la politique monétaire. En particulier, Greenwald et Stiglitz soulignent que c'est le *crédit* et non la masse monétaire qui constitue le facteur déterminant de l'activité économique. Le système bancaire est essentiel pour définir l'offre en matière de crédit. Même si le taux d'intérêt des bons du Trésor vient à chuter, les banques pourront manifester de la réticence à prêter encore plus d'argent lorsqu'elles sont convaincues de la fragilité de leurs bilans ou qu'elles perçoivent le risque lié au prêt comme étant très élevé (et qu'elles peuvent, par conséquent, réaliser des retours sur investissement plus élevés et plus sécurisés en prêtant de l'argent au gouvernement).⁴²

Ce mécanisme se complique davantage dans une économie ouverte du fait de l'incidence des mouvements de capitaux. L'analyse keynésienne standard ne traite pas explicitement des afflux de capitaux. Dans ce contexte, lorsque le problème est évoqué, l'on comprend que ses effets peuvent être totalement neutralisés par la politique monétaire. Cependant, cette analyse néglige l'impact des mouvements de capitaux sur l'offre de crédit. Les flux de capitaux affectent les ressources mises à disposition des ménages et des entreprises et même l'activité créditrice des banques.

Une des raisons avancées pour expliquer la difficulté du démantèlement des effets de la police monétaire dans une économie ouverte, particulièrement lorsque celle-ci dispose d'un régime de change flexible, provient du fait qu'il est extrêmement ardu de pouvoir en prédire l'impact sur les mouvements de capitaux. Selon la vision

⁴² Il existe un type de piège à liquidités ne résultant pas de la haute élasticité de la demande de crédit, mais du manque de souplesse de l'offre en matière de crédits bancaires.

généralement admise, *toutes autres choses étant égales par ailleurs*, une augmentation du revenu réel d'un pays générée par des politiques macroéconomiques expansionnistes est de nature à induire des afflux de capitaux. De la même manière, *toutes autres choses étant égales par ailleurs*, une augmentation des taux d'intérêt associée à une politique monétaire restrictive est susceptible d'entraîner une affluence de capitaux et de conduire à une réévaluation des taux de change (sinon, des taux d'intérêt peu élevés provoquent des fuites de capitaux et un change plus faible). Mais les autres choses ne sont jamais égales par ailleurs, particulièrement en raison de l'interaction complexe entre les taux d'intérêt et les mouvements de capitaux.

Dans une économie ouverte, des taux d'intérêt bas induisent des sorties de capitaux et un taux de change plus faible. Combiné au fléchissement des bilans qui résulte souvent des dévaluations de taux de change, ceci peut limiter la disponibilité du crédit et atténuer, voire inverser, l'impact normal exercé par de faibles taux d'intérêt sur la demande globale. Toute tentative de la part des décideurs de contrebalancer la baisse de la demande par une diminution supplémentaire des taux d'intérêt est partiellement vouée à l'échec, étant donné que des taux d'intérêt moins élevés accentuent davantage la fuite des capitaux. *En d'autres termes, les marchés de capitaux ouverts limitent l'efficacité de la politique monétaire.*

D'autre part, il existe d'importants effets à moyen et long terme induits par des taux de change infléchis, susceptibles de renforcer l'effet de la baisse des taux d'intérêt. Des taux d'intérêt plus faibles stimulent la compétitivité des exportations et des industries faisant concurrence aux importations, ce qui augmente la production et encourage le développement technologique sur le marché intérieur, tel que nous l'évoquerons plus en détail dans la partie consacrée aux régimes de taux de change. Cet effet se produit souvent avec un certain délai, de sorte qu'il peut ne pas être évident à court terme. Cependant, il arrive que l'impact en soit immédiat, comme dans le cas de la Russie suite à la dévaluation de 1998, dont nous parlerons plus loin.

Les taux d'intérêt élevés peuvent attirer les capitaux et soutenir l'offre de crédit, ce qui augmente le volume des investissements et limite ou inverse l'effet normalement obtenu. En outre, la hausse des taux entraîne deux effets à moyen terme. Tout d'abord, lorsque la banque centrale augmente ses taux, elle opère habituellement une hausse à court terme, ce qui attire les capitaux spéculatifs à court terme. Ces flux sont souvent affectés à la consommation ou à l'immobilier plutôt qu'à l'investissement productif à long terme. Il en résulte un essor économique à court terme sans impact positif sur la croissance à long terme. Deuxièmement, l'augmentation des afflux de capitaux conduit également à la réévaluation de la monnaie. Ceci peut ralentir l'économie à moyen et long terme car les industries tournées vers l'exportation aussi bien que les secteurs de remplacement des importations perdent en compétitivité. Les rentrées de fonds entraînent des changements au niveau de la structure de la production qui sont susceptibles de relancer la croissance à moyen et long terme, alors que les taux plus élevés n'ont aucune incidence sur la bulle spéculative à court terme.

Qui plus est, les affluences de capitaux se sont à maintes reprises transformées en sorties de fonds. Au milieu des années 1990, les afflux de capitaux spéculatifs en Thaïlande ont donné lieu à une bulle spéculative immobilière. Celle-ci est apparue en 1997, accompagnée de prévisions de rendement sûr et élevé. Les entrées de fonds ont été suspendues et les capitaux ont frénétiquement fui le pays. Vers la fin des années

1990, l'Amérique latine était caractérisée par une grande vulnérabilité due aux facteurs conjugués de l'importance de la dette, des déficits de la balance des paiements et de la surévaluation de la monnaie, qui s'étaient cumulés durant la période effervescente des affluences de capitaux. En 1998, le sentiment général à l'égard des marchés émergents a occasionné des fuites de capitaux.

Le recours à des formules traditionnelles pour traiter la crise a fini par convaincre les banques centrales de réduire les taux d'intérêt et les gouvernements de stimuler l'économie en augmentant les dépenses et/ou en réduisant les impôts. Cependant, les pays dotés de marchés de capitaux ouverts trouvent des difficultés à entreprendre l'une ou l'autre de ces démarches. Plutôt que d'abaisser les taux d'intérêt lors de l'amorce d'une phase descendante du cycle économique, notamment lorsque celle-ci est associée à une crise, les pays disposant de marchés de capitaux ouverts haussent souvent leurs taux d'intérêt pour endiguer la fuite des capitaux. Dans ce cas, l'efficacité de la politique monétaire est à nouveau sévèrement limitée.

Néanmoins, ces dernières années, bon nombre d'économistes dans les pays industriels avancés plaident pour le recours à une politique monétaire plutôt que budgétaire pour réaliser la stabilisation. Ils affirment que les processus politiques requis pour effectuer des changements fiscaux ou agir sur les niveaux de dépenses sont trop lents et que les autorités monétaires sont capables d'agir de manière plus opportune. Les limites de la politique monétaire, citées ci-dessus, ainsi que les restrictions d'utilisation de la politique budgétaire évoquées précédemment suggèrent la nécessité de trouver des moyens innovants pour exploiter ces deux options conjointement, afin de faire face à la sévère volatilité qui caractérise les pays en développement.

Instruments de la politique monétaire

Historiquement, la plupart des banques centrales ont eu recours aux méthodes directes, telles que les réglementations et les contrôles, pour gérer la masse monétaire. A la fin des années 1970 et vers le milieu des années 1980, la plupart des pays industrialisés ont privilégié les instruments indirects, tels que les opérations sur les marchés ouverts, qui fonctionnent principalement via des interventions sur les marchés. Bon nombre de pays en développement ont suivi cette tendance dans les années 1990, dans le but de devenir des « marchés émergents ».

A titre d'exemple, en 1985, la banque centrale néo-zélandaise a abandonné le recours aux mesures directes en faveur des mesures indirectes, en justifiant son choix de la manière suivante : « A leurs débuts, les [contrôles directs] avaient assuré des contrôles monétaires efficaces ... [mais] le système a fait de l'allocation de crédit un processus complexe et inefficace, polarisant les mouvements de crédit vers les emprunteurs existants ou de longue date ». ⁴³

Pourtant, l'expérience de la Nouvelle Zélande avec les mesures indirectes s'est avérée mitigée. Dans ce même rapport émis par la banque centrale, on peut lire que « les taux d'intérêt plus élevés ont souvent attiré les acheteurs étrangers de dollars néo-zélandais, provoquant la montée en flèche du taux de change et le transfert, en tout ou partie, du fardeau du réajustement vers le secteur des exportations. Avec un seul instrument à la

⁴³ Reserve Bank of New Zealand, 2000.

clé pour rajuster les taux d'intérêt, ces déséquilibres sont malheureusement inévitables : un taux d'intérêt unique signifie un seul taux pour l'ensemble des régions et des secteurs ».

Dans la section suivante, nous examinerons les instruments de la politique monétaire standard et reviendrons sur la question de savoir s'il est possible de concevoir des mesures de politique monétaire alternatives, destinées à améliorer l'efficacité des politiques monétaires actuelles, tout en tirant les enseignements qui s'imposent concernant les faiblesses des mécanismes directs utilisés dans le passé.

Instruments indirects de la politique monétaire

Les interventions indirectes standard incluent les opérations sur les marchés ouverts, les changements dans les réserves-encaisse et les facilités de crédit accordées par les banques centrales. La plupart des pays en développement utilisent *les opérations sur les marchés ouverts* comme leur principal instrument de politique monétaire. Les opérations sur les marchés ouverts sont les plus efficaces lorsque les pays concernés disposent de marchés de capitaux relativement développés et actifs (liquides). Certains pays ont réussi à contourner ce problème en émettant, sur le marché primaire, des bons du Trésor via des enchères. La quantité de nouveaux effets émis, sans compter le montant des bons arrivant à échéance, entraîne l'augmentation ou la diminution de la masse monétaire, ce qui est similaire aux effets induits par les opérations sur les marchés ouverts. Néanmoins, lorsque les marchés sont sous-développés ou non liquides, le signal de prix n'est pas généralement efficace. Cette méthode est d'ordinaire remplacée par des mécanismes supplémentaires.

Un second instrument monétaire est constitué par le *taux d'escompte*. Le taux d'escompte est le taux d'intérêt pratiqué par la banque centrale à l'égard des banques commerciales pour les emprunts, qui sont en général sur le court terme. Certaines banques centrales considèrent le taux d'escompte comme un simple signal alors que pour d'autres banques, spécialement celles qui ont affaire avec des marchés moins développés et pour lesquelles les opérations sur les marchés ouverts ne sont pas très efficaces, il s'agit de l'instrument principal de la politique monétaire. La banque centrale peut aussi se servir de l'escompte pour agir comme un prêteur de la dernière heure durant les pénuries de liquidité.

Une troisième méthode de gestion de la masse monétaire s'effectue par le biais des *réserves-encaisse*. Les réserves-encaisse stipulent que les banques doivent conserver un pourcentage de leurs réserves totales auprès de la banque centrale. Les réserves-encaisse ne sont généralement pas utilisées de manière significative comme un instrument de politique monétaire dans la plupart des pays industrialisés. Cependant, elles peuvent constituer un instrument utile, spécialement en cas de ciblage de secteurs spécifiques, tel qu'indiqué dans le paragraphe suivant.

Mécanismes directs et autres mesures microéconomiques

La politique monétaire est un instrument contondant : la hausse des taux d'intérêt touche tous les secteurs de l'économie, ceux qui connaissent des bulles spéculatives tout comme ceux qui font l'expérience de timides reprises ou sont encore en récession. Plutôt que de compter sur les taux d'intérêt, les autorités peuvent recourir à d'autres mesures pour cibler les secteurs spécifiques de l'économie. A cet égard, trois

questions sont particulièrement importantes pour les pays en développement : les modalités de ciblage des bulles spéculatives ; les moyens d'encourager le crédit lorsque les limites sont spécifiques à certains secteurs de l'économie ; les méthodes de promotion des prêts bancaires lorsque les contraintes de crédit sont plus générales.

Les mesures directes peuvent être très utiles dans les pays en développement qui souhaitent maintenir la croissance économique mais sont préoccupés par les investissements excessifs dans un secteur spécifique. En cas d'existence de bulles spéculatives, les banques centrales peuvent augmenter les réserves-encaisse sur les prêts afférents aux secteurs concernés, tels que l'immobilier ou les marchés des actions. Ce mécanisme aurait pu être efficace pour limiter la formation de certaines bulles spéculatives avant la crise en Asie. De la même manière, les économistes avaient pressé Alan Greenspan d'augmenter le dépôt de garantie obligatoire sur les crédits contractés pour les opérations boursières pendant le boom technologique aux Etats-Unis. Les augmentations d'impôts sur les gains de capitaux peuvent également servir à ralentir la fièvre spéculative. Contrairement aux taux d'intérêt élevés et aux opérations sur les marchés ouverts, qui nécessitent l'émission de billets par la banque centrale pour compenser les taux d'intérêt élevés, ces types de mécanismes directs présentent l'avantage de ne pas induire de coûts budgétaires conséquents.

Lorsque le système bancaire est inefficace, ces mesures peuvent s'avérer particulièrement utiles. Alors que les instruments indirects requièrent généralement un marché monétaire bien développé, les mesures directes sont relativement aisées à mettre en œuvre. Bon nombre de pays en développement connaissent une situation dans laquelle les contrôles administratifs fonctionnent encore correctement, du moins beaucoup plus efficacement que les canaux traditionnels de la politique monétaire. Les mesures administratives prises par la Chine en 2004 et 2005, par exemple, semblent avoir plutôt porté leurs fruits puisqu'elles ont permis de freiner l'essor de l'immobilier. Si le gouvernement avait compté sur les hausses de taux d'intérêt, il aurait réduit à néant les investissements dans les usines et sapé la création d'emplois avant même de réussir à calmer le boom spéculatif (ou peu de temps après y être parvenu).

Lorsque le rationnement de crédit existe, comme dans la plupart des pays en développement, ce qui compte au niveau des prêts n'est pas tant la demande que l'offre. En effet, il appartient aux autorités de mettre en œuvre des politiques susceptibles de persuader les banques d'augmenter leur octroi de prêts. Par exemple, le changement des politiques relatives à la réglementation, telles que les exigences d'adéquation des capitaux ainsi que d'autres lois bancaires peuvent influencer sur la disponibilité du crédit. Lorsque l'inflation est due à l'insuffisance de l'offre dans les secteurs économiques soumis à des contraintes de crédit, les autorités peuvent rechercher des moyens innovants pour garantir que le crédit touche précisément ces secteurs au lieu d'augmenter les taux d'intérêt et ralentir l'économie dans son ensemble. Les banques de développement constituent un moyen unique, susceptible d'aider à réorienter le crédit en direction des secteurs qui en ont le plus besoin. De récentes études se sont attachées à isoler les inaptitudes du marché et les contraintes liées à la croissance en utilisant les mécanismes du marché plutôt que des dispositifs discrétionnaires pour déterminer les secteurs véritablement dans le besoin.⁴⁴

⁴⁴ Rodrik, à paraître.

Plus généralement, dans bon nombre de pays en développement, les banques ont souvent des excédents de liquidités. Au lieu de consentir des prêts, elles jugent qu'il est au final plus intéressant d'acheter des bons du Trésor ou même d'acquérir des bons en provenance de gouvernements ou d'entreprises étrangères. Ceci s'avère particulièrement important en temps de crise : les banques considèrent les prêts aux entreprises privées comme étant trop risqués, alors que l'économie requiert des crédits privés supplémentaires pour éviter un resserrement du crédit. Il existe une variété de méthodes que les gouvernements et les autorités monétaires peuvent mettre en œuvre, dans de telles circonstances, pour encourager les banques à accorder des prêts. Par exemple, il est possible de taxer les réserves extraordinaires ou d'imposer les gains de capitaux issus des taux de change (afin de décourager les banques de s'engager de fait dans la spéculation sur les opérations de change). Il est également possible de prendre des mesures réglementaires plus explicites, comme par exemple d'interdire aux banques de détenir des actifs nets en devises (prêts ou obligations). Les autorités ont la possibilité d'aller aussi loin que possible pour dissuader les banques de manière active d'acheter des obligations d'Etat (par ex, en limitant le montant des réserves extraordinaires susceptibles d'être conservées sous forme d'obligations d'Etat ou en augmentant la cote de vulnérabilité de ces obligations).

Les restrictions et les régulations sur les mouvements de capitaux constituent un autre jeu d'instruments majeurs susceptibles de procurer aux banques centrales une autonomie supplémentaire en matière de politique monétaire. Cette question sera évoquée plus loin en détail. Durant les périodes d'essor économique, les réglementations relatives à la balance des opérations en capital offrent aux autorités monétaires la capacité de hausser les taux d'intérêt sans attirer d'affluence excessive de capitaux étrangers. Lorsque le cycle économique est en phase descendante, les banques centrales peuvent baisser les taux sans précipiter la fuite massive de capitaux. La réglementation prudentielle peut également servir à cet effet.

Dimensions macroéconomiques des réglementations prudentielles

Les changements de réglementation bancaire ont davantage d'implications macroéconomiques qu'il ne l'est généralement admis (leurs effets tendent à être ignorés dans la plupart des analyses macroéconomiques). Les banques ont recours à la gestion de risques microéconomiques pour diminuer les risques associés aux caractéristiques individuels des emprunteurs. La réglementation prudentielle a été précisément conçue pour encourager les banques à gérer ce type de risques. Cependant, il est plus difficile de limiter les risques associés aux facteurs courants auxquels tous les agents du marché sont confrontés, tels que les effets des politiques macroéconomiques et le cycle économique. Ces dernières années, une attention croissante a été accordée aux risques dont l'origine macroéconomique est clairement établie, ainsi qu'aux moyens d'utiliser la réglementation prudentielle comme un instrument au service de la politique macroéconomique.

Les instruments réglementaires traditionnels, notamment les normes Bâle I et Bâle II, comportent un biais procyclique.⁴⁵ En effet, selon ces accords, les banques sont tenues

⁴⁵ Pour plus de détails sur les accords de Bâle II, voir Griffith-Jones et Persaud (à paraître). Etant donné que les cotes de crédit sont aussi procycliques, le fait de fonder les risques sur de telles notations, ainsi que le proposent les accords de Bâle II, constitue également une pratique procyclique.

d'assurer des provisions pour les arriérés de créances ou les créances irrécouvrables prévues à court terme. Etant donné que les prévisions de pertes sont faibles en période d'expansion économique, ces systèmes sont incapables d'empêcher les prises de risque excessives durant une forte conjoncture. La forte recrudescence des créances irrécouvrables en période de ralentissement (ou de crise) économique accentuent les pertes encourues par les banques et obligent celles-ci à augmenter leurs provisions pour couvrir ces pertes, ce qui amenuise leurs capitaux et réduit leur capacité de prêt. Ceci peut déclencher un « resserrement de crédit » et accentuer la phase descendante de l'activité économique.⁴⁶

Du fait du rôle central de tous ces processus dans les cycles économiques des pays en développement, la question cruciale en termes d'orientation porte sur les modalités d'introduction d'un élément anticyclique dans la réglementation et la supervision prudentielles.⁴⁷ A titre d'exemple, les autorités bancaires peuvent accorder des délais de grâce, et autoriser ainsi les banques à continuer de fonctionner en étant sous-capitalisées. (Les banques reçoivent l'autorisation de continuer à opérer dans ces circonstances ; les organismes de régulation supervisent les banques pour empêcher celles-ci de prendre en charge des prêts trop risqués ou prévenir toute tentative de pillage, comme par ex., pour des problèmes de risque moral.⁴⁸)

Introduit en décembre 1999, le système espagnol de provision prévisionnelle est une innovation majeure en matière d'orientation liée au traitement des éléments procycliques de la réglementation prudentielle. Selon ce système, les provisions sont assurées lors du *déboursement* des prêts sur la base des créances irrécouvrables *prévues* (ou « latentes »). De tels risques « latents » sont estimés sur la base d'un cycle économique complet et non sur l'environnement économique actuel.⁴⁹ Le système implique que le provisionnement suit les critères traditionnellement utilisés dans le secteur de l'assurance (où les provisions sont effectuées à la souscription de la police d'assurance) plutôt que dans celui de la banque (les provisions sont fournies aux échéances du prêt).

Dans le système espagnol, les provisions⁵⁰ sont cumulées dans un fonds⁵¹ alimenté en période d'expansion et imputé lors des phases descendantes de l'économie. Aussi longtemps que le fonds dispose de ressources suffisantes, les banques ne sont pas tenues d'assurer des provisions pour de nouvelles créances irrécouvrables en période de récession. Bien que l'accumulation et l'imputation du fonds forment une dynamique anticyclique, celle-ci ne fait que neutraliser la tendance cyclique du crédit bancaire. Ce système n'est pas à proprement parler « anticyclique », il est plutôt

⁴⁶ Pour cette raison, la brusque introduction de normes réglementaires strictes en temps de crise peut faire empirer le resserrement du crédit. Bien que les autorités soient tenues d'adopter des règles clairement définies pour restaurer la confiance, l'application de normes rigoureuses doit se faire progressivement.

⁴⁷ Voir Ocampo, 2003a, pour comprendre le fondement de l'analyse qui suit.

⁴⁸ Akerlof et Romer, 1993.

⁴⁹ Fernández de Lis *et al.*, 2001.

⁵⁰ Sous ce régime, les provisions sont estimées à l'aide du modèle de gestion des risques internes de l'institution financière ou du modèle standard proposé par la Banco de España. Cette dernière établit six catégories, avec des ratios de provisionnement annuel compris entre 0 à 1,5 pour cent.

⁵¹ Ce fonds se combine aux provisions traditionnelles pour créances non productives ou pour emprunteurs en situation de tension, ainsi qu'aux recouvrements de créances non productives.

« indépendant du cycle » ou « neutre à l'égard du cycle », mais s'avère certainement supérieur au traditionnel provisionnement procyclique pour créances irrécouvrables.

Un tel système gagnerait à être complété par des provisions prudentielles strictement anticycliques. Ces critères pourraient inclure la conservation d'un excès de provisions pour créances irrécouvrables lorsque les autorités décèlent une croissance disproportionnée du crédit (par rapport à un certain repère) ou limitent le crédit aux secteurs caractérisés par des risques endémiques (à l'échelle de l'économie), tels que l'industrie du bâtiment. D'autres restrictions sont également applicables, comme dans le cas des restrictions directes sur l'augmentation du crédit ou des limites imposées aux nouveaux emprunts affectés à certaines activités jugées trop risquées. Les réglementations sont susceptibles d'être complétées par des lois plus spécifiques visant à contrôler le décalage des monnaies et l'asynchronisme des échéances (notamment en liaison avec les produits dérivés), comme dans le cas des limites imposées aux prêts libellés en devises accordés aux industries intérieures de produits non exportables. Dans la mesure où les pays en développement sont susceptibles d'être confrontés à une plus grande volatilité macroéconomique, l'argument en faveur de ratios capitaux/actifs plus élevés est sans doute valable, mais le provisionnement pour créances irrécouvrables est probablement une meilleure solution dans ce cas.⁵²

En outre, la réglementation prudentielle requiert d'assurer des niveaux adéquats de liquidité pour les intermédiaires financiers, de sorte que ceux-ci puissent traiter l'asynchronisme entre les échéances moyennes des actifs et des passifs. Un tel asynchronisme des échéances est inhérent à la fonction essentielle du système financier, qui consiste à transformer les échéances, mais il génère des risques liés à la volatilité des dépôts et/ou aux taux d'intérêt. Les réserves-encaisse, qui sont à strictement parler un instrument de politique monétaire, fournissent des liquidités dans bon nombre de pays, mais le déclin de leur importance rend nécessaire leur remplacement par de nouveaux instruments appropriés.

Une solution alternative pourrait être constituée par un système dans lequel les réserves-encaisse ou les réserves obligatoires de liquidités sont estimées d'après l'échéance nette du bilan d'une institution financière, sur la base de sa structure de gestion actif-passif. L'évaluation des actifs servant de couverture bancaire présente également des problèmes lorsque ces actifs révèlent une volatilité de prix du fait que, dans bon nombre de cas, les biens offerts en garantie sont estimés à des prix considérablement supérieurs à leur valeur a posteriori. L'imposition de limites aux quotités de financement et/ou aux règles d'ajustement des valeurs de biens déposés en garantie, en fonction des variations de prix cycliques, pourrait éviter certains de ces inconvénients.

Il convient de souligner que toute approche réglementaire présente clairement des limites et des coûts qui ne doivent pas être négligés. La supervision prudentielle est une activité discrétionnaire soumise aux abus. L'expérience indique aussi que même les systèmes bien contrôlés dans les pays industrialisés sont périodiquement sujets à des épisodes d'euphorie, lorsque les risques sont sous-estimés. La crise de 2001 en Argentine illustre le cas de figure d'un système de réglementation prudentielle considéré comme l'un des meilleurs dans les pays en développement, qui fonctionne

⁵² Voir Rojas-Suarez, à paraître.

dans le cadre d'un secteur financier caractérisé par l'omniprésence des banques multinationales et qui n'a manifestement pas réussi à protéger le système financier intérieur des effets de la dévaluation de la monnaie et d'autres chocs macroéconomiques majeurs.

Régime des taux de change

Lorsque tous les autres instruments destinés à relancer l'économie sont limités (comme ils le sont généralement dans les pays en développement), un faible taux de change peut se révéler efficace pour promouvoir la croissance économique et la création d'emplois. Des taux de change faibles remettent les exportations à l'honneur, en rendant les produits nationaux moins chers à l'étranger et en encourageant les industries locales à faire concurrence aux biens importés (secteurs de remplacement des importations), de sorte que les produits étrangers deviennent relativement plus onéreux que leurs équivalents locaux. La politique de change n'est donc pas une simple question de tactique ou de réajustement des prix. Il s'agit en réalité d'une stratégie de taux de change délibérément sous-évalués, maintenus comme tels sur une période de temps spécifique, afin d'introduire sur les marchés mondiaux des biens manufacturés différenciés.⁵³ Plusieurs pays asiatiques ont usé de cette politique de change stratégique pour promouvoir leurs exportations de produits manufacturés. De la même manière, le développement de l'essor économique au Chili dans les années 1990 a été manifestement précédé par une politique de faible taux de change à la fin des années 1980 et au début de la décennie suivante.

Un taux de change compétitif est considéré aujourd'hui comme l'ingrédient essentiel en faveur de la croissance dynamique et de l'emploi dans les pays en développement.⁵⁴ En effet, il autorise les entreprises nationales à bénéficier d'une croissance rapide en matière d'échanges commerciaux et attire les entreprises internationales, qui sont à l'affût de la meilleure opportunité pour l'externalisation mondiale de leurs produits. Ceci peut aussi avoir des retombées très positives sur le développement technologique national et induire un processus d'apprentissage des techniques de la production à l'aide des technologies les plus avancées du moment et des meilleurs instruments de marketing adaptés à l'économie mondiale. Qui plus est, un taux de change compétitif se traduit par une accentuation des retombées positives sur la production de biens destinés à l'exportation, par rapport à d'autres secteurs nationaux, dès lors que les exportateurs considèrent qu'il est désormais plus attractif d'acheter les facteurs de production et les services dont ils ont besoin sur le marché intérieur. Dans un monde où les barrières tarifaires se réduisent comme peau de chagrin, les secteurs faisant concurrence aux importations envisagent un taux de change compétitif comme leur source de protection principale (et sans doute la seule).

Ceci est à l'inverse de ce qui arrive parfois en cas de réévaluation monétaire. Quelques décennies plus tôt, cette question aurait été traitée dans les écrits relatifs au « syndrome hollandais », également surnommé la malédiction des ressources. Cette documentation avait analysé les pertes à long terme induites par une conjoncture favorable, en cas de disponibilité de devises, en raison de la découverte de ressources

⁵³ Frenkel et Taylor. 2006.

⁵⁴ Voir un récent plaidoyer en faveur de cette opinion (avec l'accent mis sur l'emploi) in Frenkel, 2004.

naturelles ou à cause d'une forte augmentation des entrées de capitaux. Plus récemment, l'on a assisté à un débat soutenu concernant l'impact du « syndrome hollandais » sur l'aide étrangère, qui sera repris plus loin. Ce qu'il faut essentiellement retenir de cela est que l'affluence de devises entraîne une réévaluation du taux de change, qui peut nuire de manière permanente à d'autres secteurs propices aux échanges, tels que les exportations et les secteurs faisant concurrence aux importations et causer une perte irrécupérable au niveau des retombées, notamment technologiques, issues de ces industries. Cet effet de désindustrialisation, ainsi qu'il est parfois désigné, implique que les apports massifs de devises peuvent s'avérer une manne à double tranchant.

Cependant, il existe des risques réels associés à la dévaluation. Les dévaluations sont susceptibles de conduire à l'inflation, étant donné, par exemple, que les importations deviennent plus coûteuses. Deuxièmement, elles peuvent induire des effets de bilan. Lorsque des pays ou des entreprises dans un pays donné empruntent et prêtent des fonds en devises, les dévaluations modifient la valeur des bilans globaux des pays ou des entreprises concernés. Cet effet s'est révélé particulièrement important en Indonésie durant la crise en Asie. Bon nombre d'entreprises ont été incapables de rembourser leurs importantes dettes libellées en devises après que la dévaluation ait augmenté la valeur de celles-ci au titre de la monnaie nationale, ce qui a conduit à des faillites en série à l'échelle de l'économie toute entière.

Impact de la dévaluation

Impact sur la demande globale et la croissance

Comme nous l'avons déjà noté, les dévaluations monétaires doivent relancer les exportations et les industries faisant concurrence aux importations, et augmenter ainsi les revenus et la production. L'effet des dévaluations sur les importations peut être immédiat dans certains cas. Par exemple, les dévaluations en Russie et en Argentine ont donné lieu à un remplacement rapide et conséquent des importations avec les produits nationaux, qui a permis de renflouer le déficit commercial et de relancer la production. Cependant, la plupart du temps, les conséquences sur les exportations et certains secteurs faisant concurrence aux importations ne se matérialisent pas tout de suite. Qui plus est, les dévaluations exercent aussi un impact restrictif sur la demande globale à court terme.⁵⁵ Ceci peut conduire à ce qu'il est coutume d'appeler l'effet de la « courbe en J ». Il s'agit de l'incidence restrictive initiale d'une dévaluation suivie par une période prolongée au cours de laquelle les effets expansionnistes prennent le dessus.

Il y a plusieurs raisons qui justifient le caractère souvent tardif de l'impact de la dévaluation sur les exportations et les secteurs faisant concurrence aux importations. Il faut du temps aux exportateurs pour trouver de nouveaux marchés et certains effets plus permanents exigent des producteurs de revoir leurs équipements. En outre, si les entreprises croient que la dévaluation n'est réellement que temporaire en raison de l'inflation, la dévaluation générera de nouveaux investissements fort limités au niveau des exportations ou des industries faisant concurrence aux importations. Avant que les entreprises soient prêtes à investir, elles ont besoin d'être convaincues de la viabilité du renforcement de la profitabilité résultant de la dévaluation.

⁵⁵ Díaz-Alejandro et Velasco, 1988, ch. 1, et Krugman et Taylor, 1978.

Il existe aussi plusieurs autres arguments qui expliquent pourquoi l'impact initial d'une dévaluation peut être restrictif. Le premier découle de l'incidence négative de la dévaluation sur les salaires réels. Si les augmentations des prix des biens de consommation importés et exportés ne sont pas suivies d'effet par des augmentations de salaires, la demande globale et la production accuseront une chute conséquente à la baisse du pouvoir d'achat des consommateurs. (Un effet identique est produit en cas de lenteur de réajustement de la masse monétaire à la hausse des prix.) Lorsque les entreprises nationales sont confrontées à des contraintes de crédit et ont du mal à emprunter, les conséquences restrictives à court terme d'une dévaluation peuvent s'avérer particulièrement dévastatrices. Les entreprises tournées vers l'exportation ainsi que les industries de remplacement des importations peuvent ne pas disposer des fonds nécessaires pour l'importation de matières intermédiaires ou de biens d'équipement et faire face à des difficultés pour investir et augmenter leur capacité à satisfaire aux exigences de la nouvelle demande.

Finalement, les dévaluations entraînent également une redistribution significative, notamment sur le court terme. Les exportateurs y sont gagnants et les importateurs perdants. Les débiteurs en devises sont pénalisés alors que les emprunteurs détenteurs d'actifs nets en devises sont favorisés. Les salaires peuvent rester à la traîne, comme nous l'avons déjà vu. Les perdants deviennent souvent des adversaires clairement affirmés de la dévaluation, alors que les avantages à long terme pour l'économie, dérivés de la dévaluation (augmentation des exportations et du volume des ventes de biens de remplacement des importations) sont parfois difficiles à constater à court terme.

Dans l'ensemble, on s'accorde sur le fait que normalement, les effets positifs sur les secteurs des exportations et des industries faisant concurrence aux importations dépassent les effets négatifs, de sorte que les dévaluations sont considérées comme des facteurs d'expansion économique à moyen et long terme. En outre, les gouvernements peuvent agir pour réduire ou compenser certains de ces effets négatifs en mettant en œuvre des politiques hétérodoxes, telles que l'attribution d'un crédit commercial supplémentaire ou des crédits d'impôt temporaires sur investissement pour les biens d'équipements de fabrication nationale.

Impact sur l'inflation

En général, l'ampleur et la viabilité de l'incidence d'une monnaie fléchissante dépendent de son impact sur l'inflation et de son effet net sur le taux de change réel. Nous commencerons notre analyse en examinant l'impact direct des fluctuations des taux de change sur les prix. Si nous supposons que le taux de change fléchit, la dévaluation de vra entraîne une hausse des prix à l'importation et à l'exportation. En effet, les importations renchérisent au vu de la monnaie locale, mais il en est de même pour les biens exportés, du fait que les entreprises perçoivent pour leurs produits des prix plus élevés sur les marchés à l'étranger que localement, en monnaie nationale.

L'ampleur de l'impact inflationniste dépend de la proportion des produits importés dans l'économie, spécialement les matières intermédiaires et les biens d'équipement. Lorsque le volume des produits importés est significatif, la dévaluation conduit à une augmentation des coûts de production dans bon nombre d'industries. Il peut aussi s'agir d'un effet « unique et ponctuel » : la hausse des prix des biens marchands se

reflète dans les indices de prix à la consommation sans aucun autre impact sur les prix. Cependant, ce processus pourrait également entraîner une spirale inflationniste.

Que les craintes inflationnistes soient justifiées ou non dépend en grande partie des prévisions, de la structure de l'économie (par ex., l'importance du degré d'indexation, comme les clauses relatives au coût de la vie incluses dans les contrats nominaux) ainsi que de la réaction des pouvoirs publics et d'autres acteurs économiques aux fluctuations des taux de change. Par exemple, les travailleurs peuvent réagir à l'effet inflationniste initial en réclamant des augmentations de salaire.

Il apparaît qu'en période de stagnation économique (comme par exemple, lorsque le taux de chômage est très élevé), les dévaluations n'ont généralement *pas* conduit à une inflation soutenue, du moins durant ces dernières années. Nous avons évoqué les dévaluations des taux de change marquées, sans spirale inflationniste, en Asie de l'Est, en Argentine et au Brésil après les crises en Asie et en Amérique latine dans les années 1990. Ceci est également vrai pour l'Inde, à la suite de sa crise de dette extérieure, un peu plus tôt dans la même décennie. Les prévisions dépendent, du moins en partie, du contexte historique. L'histoire récente démontre qu'il n'y aucune raison que les dévaluations, même importantes, soient suivies par des épisodes d'inflation soutenue. Ceci signifie qu'à l'avenir, il devient moins probable que les dévaluations donnent lieu à des indexations et des prévisions inflationnistes.

Dans l'ensemble, les avantages que la croissance tire de la dévaluation sont généralement supérieurs aux coûts associés à l'inflation modérée qu'elle lui inflige. Cependant, l'impact de la dévaluation dépend aussi de la réponse des autorités monétaires à l'inflation résultante. Si les autorités monétaires réagissent en haussant les taux d'intérêt (ce qui devrait en principe se faire, selon les règles strictes de ciblage de l'inflation), l'impact positif de la dévaluation, à savoir l'expansion économique des secteurs des exportations et des industries faisant concurrence aux importations et ses éventuelles retombées sur le reste de l'économie, sera réduit. La hausse des taux en réponse à la menace d'une inflation accrue, entraînée par la dévaluation monétaire est problématique, même lorsque l'objectif en est de lutter contre l'inflation. (La question essentielle, tel qu'indiqué précédemment, est de savoir si la dévaluation débouche sur une hausse des prix ponctuelle ou si elle entraîne des augmentations de prix subséquentes et un accroissement du taux d'inflation.)

Effets de bilan réel

Lorsque des pays ou des entreprises dans un pays donné empruntent et prêtent des fonds en devises, les dévaluations modifient la valeur des bilans globaux des pays ou des entreprises concernés. Ces effets de bilan peuvent transformer les régimes de change en politiques procycliques : au lieu de tirer profit des gains prévus découlant de la compétitivité accrue, le pays peut faire l'expérience d'un ralentissement économique dû à la multiplication des faillites et au resserrement du crédit.

Comme nous l'avons déjà indiqué, à la suite d'une dévaluation, la valeur des dettes libellées en devises augmente par rapport aux actifs nationaux. Les débiteurs, par exemple, peuvent rencontrer plus de difficultés pour rembourser leurs prêts aux créanciers étrangers. Cet effet s'est révélé particulièrement important en Indonésie durant la crise en Asie. Bon nombre d'entreprises ont été incapables de rembourser leurs importantes dettes libellées en devises après que la dévaluation ait augmenté la

valeur de celles-ci en monnaie nationale. L'augmentation du nombre de faillites qui s'en est suivie a entraîné des effets négatifs sur la croissance et la production à l'échelle de l'économie toute entière.

Lorsqu'un pays est débiteur net en devises, sa situation peut empirer à la suite d'une dévaluation. La valeur de la dette de ce pays augmente et le fléchissement du bilan de ses entreprises endettées décourage la consommation et l'investissement. (Ceci est une des raisons de la gravité de la crise en Asie.) Si un pays est un créancier net, il sera dans l'ensemble favorisé par la dévaluation car la valeur de ses actifs libellés en devises augmentera en conséquence. Cependant, même si un pays est globalement créditeur net, certaines de ses entreprises seront débitrices nettes et les conséquences économiques de leurs pertes seront telles qu'elles risquent non seulement de ne pas être compensées par les avantages obtenus par les entreprises en meilleure situation, mais surtout d'être préjudiciables à ces dernières. Par conséquent, l'impact d'une dévaluation monétaire est en grande partie tributaire de l'évaluation des bilans des entreprises nationales, des ménages et des pouvoirs publics dans le pays concerné. De plus, du fait que les créanciers n'ont pas généralement connaissance des bilans précis des différentes entreprises auxquelles ils prêtent leurs fonds, et que celles-ci ne sont pas plus renseignées sur les bilans de toutes les autres entreprises auxquelles elles ont affaire, les dévaluations importantes constituent une source de grande incertitude.

Si un pays dispose d'une importante dette extérieure garantie par l'Etat, une dévaluation monétaire augmentera les frais de l'emprunt déboursés par les pouvoirs publics ainsi que les risques d'insolvabilité, tant et si bien que les pays redoutent en général de laisser leur monnaie faiblir. La hausse des coûts signifie que les gouvernements concernés seront peut-être obligés de réduire leurs dépenses intérieures réelles, de sorte que l'effet *net* de la dévaluation risque d'être négatif : les économies réalisées sur les dépenses publiques peuvent dépasser la progression des exportations nettes.

Ces effets de bilan soulignent l'importance, pour les pouvoirs publics, de gérer leur exposition au risque liée à la dette extérieure. De plus, un cadre institutionnel adéquat est susceptible de contribuer à minimiser les effets de bilan privés engendrés par la dévaluation. La réglementation prudentielle mise en place avant la dévaluation peut limiter le montant de l'exposition aux risques de change des banques (et indirectement celui des entreprises). Si un pays dispose d'une loi appropriée sur les faillites, inspirée, par exemple, du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites, qui autorise la réorganisation rapide des entreprises, les coûts supportés par ce pays seront limités.⁵⁶

Pour concevoir des politiques économiques efficaces, il nous faut évaluer la situation particulière de chaque pays. Si un pays est un créancier *net* en devises, la dévaluation sera susceptible d'entraîner des effets de bilan négatifs. Si un pays est un débiteur net, la dévaluation donnera lieu, en principe, à des effets de bilan positifs. Ces effets de bilan doivent ensuite être pondérés à la lumière des avantages d'un faible taux de change sur la croissance et le développement, tel que précédemment expliqué. A cet égard, les conditions initiales sont très importantes, ainsi que la structure des bilans, le cadre institutionnel et le régime de change concernés.

⁵⁶ Stiglitz plaide en faveur d'un «super chapitre 11», soit un processus de restructuration encore plus accéléré, qui interviendrait dans l'éventualité d'une perturbation macroéconomique. Voir Miller et Stiglitz, 1999.

Débat autour des régimes de taux de change

Régimes des taux fixes et flottants

Sous un régime de change fixe (ou ajustable), les décideurs définissent un taux de change cible et les autorités monétaires interviennent sur le marché des changes en achetant ou en cédant des réserves internationales pour maintenir la parité. Ce faisant, elles limitent sérieusement leur capacité à poursuivre les politiques monétaire et budgétaire en cours (par ex., la baisse des taux entraîne généralement des afflux de capitaux, ce qui exerce des pressions sur la parité). Sous un régime de change flexible ou flottant, le gouvernement n'a besoin ni de vendre ni d'acheter des réserves. Le taux de change est endogène (ou déterminé par le marché), mais les autorités peuvent l'influencer par les politiques budgétaire et monétaire. L'efficacité des politiques monétaire et budgétaire dans les économies ouvertes est encore limitée par les effets des mouvements de capitaux (tels qu'évoqué ci-dessus), toutefois dans une bien moindre mesure qu'avec un taux fixe.

La plupart des pays ne maintiennent pas strictement un régime fixe ou flottant. Ils optent plutôt pour un type de « flottement impur ». Dans ces régimes intermédiaires, les autorités interviennent périodiquement (parfois selon des règles spécifiques) pour acheter et vendre des réserves internationales, comme dans un système de taux fixes. Cependant, elles bénéficieront ainsi de plus de souplesse que si elles opèrent sous un régime de taux fixe pur et l'efficacité des politiques monétaire et budgétaire évolue entre ces deux cas de figure extrêmes.

En choisissant un régime de taux de change, les pays en développement sont confrontés à un compromis entre leur besoin de stabilité et leurs exigences en flexibilité. La demande de stabilité est justifiée par son impact positif sur l'investissement, ainsi que la nécessité d'éviter les effets de bilan procycliques liés aux fluctuations des taux de change. La demande en flexibilité dérive du besoin de bénéficier d'un certain degré de liberté pour réguler les chocs qui affectent la balance commerciale et la balance des opérations en capital. Les avantages relatifs de la flexibilité comparés à ceux de la stabilité sont déterminés à la fois par l'environnement externe et les éléments objectifs. Par exemple, une instabilité internationale croissante (effondrement du dollar standard, période de bouleversement dans la finance mondiale pour les marchés émergents ou récession mondiale) augmente les avantages relatifs de la flexibilité, alors qu'une période de tranquillité (comme à l'apogée du système de Bretton Woods ou durant une période de stabilité pour la croissance économique dans le monde) multiplie les bienfaits relatifs de la stabilité.

La pertinence de ces demandes conflictuelles n'est pas accaparée par la nécessité de choisir des régimes de taux de change opposés, soit des « rattachements à des monnaies fortes » (par ex., caisses d'émission ou même dollarisation ou euroisation) soit des taux de change totalement flexibles. La défense de régimes opposés se fonde plutôt sur l'argument selon lequel toute tentative de gérer les demandes conflictuelles en matière de politique de change est futile et devrait être abandonnée.

Le rattachement à une monnaie forte introduit des dispositions institutionnelles intégrées qui proposent des disciplines budgétaire et monétaire, et évite les effets de bilan indues par les fluctuations des taux de change, mais aux dépens de l'élimination

de l'autonomie de la politique monétaire. Sous ce genre de régime, l'ajustement à la surévaluation (de quelque manière que cela puisse se produire) est difficile et peut conduire à des taux de croissance faibles. Lorsque la monnaie devient surévaluée, les prix intérieurs et les salaires doivent baisser pour que le pays regagne en compétitivité. Une flexibilité accrue des prix, ce qui dans ce cas serait synonyme de déflation (et de récession) durant les crises, génère de graves problèmes d'ajustement, dont l'augmentation rapide du fardeau de la dette réelle, entraînée par la déflation, constitue une préoccupation majeure. Cela risque également de produire un biais à court terme dans le crédit bancaire, ce qui est obligatoire pour réduire rapidement les portefeuilles nominaux durant les épisodes de restriction monétaire. Un des avantages présumés de l'option de rattachement à une monnaie forte est que celle-ci est supposée être libre de toute spéculation. Cependant, les expériences des caisses d'émission en Argentine de 1994 à 1995 et de 1998 à 2001, et à Hong Kong en 1997, tout comme d'ailleurs le mécanisme de changes de l'étalon or dans les pays en développement à la fin du 19^{ème} siècle et au début du 20^{ème} siècle, indiquent que ceci n'a pas été le cas.

Lorsqu'une monnaie est surévaluée, la question n'est pas tant de déterminer s'il faut maintenir un régime de taux fixe mais plutôt de définir l'opportunité et les modalités de sa dévaluation. Il est préférable d'opter pour une dévaluation progressive plutôt que d'avoir une crise (auquel cas, il se produit toujours une hyperréaction). Lentes ou rampantes, les dévaluations évitent les chocs de prix majeurs. En outre, l'augmentation des taux d'intérêt pour maintenir la monnaie peut même avoir plus d'effets négatifs sur l'économie que la dévaluation elle-même. Les questions que les décideurs doivent envisager sont les suivantes : quels sont les coûts et les avantages des interventions sur les marchés des changes et dans quelles conditions celles-ci sont-elles viables ?

D'autre part, la volatilité associée aux régimes de taux de change flottants augmente les coûts des transactions et réduit les avantages d'une spécialisation internationale. Les pays en développement étant de gros importateurs de biens d'équipement, l'incertitude du taux de change affecte également les décisions relatives aux investissements.

Interventions sur le marché des changes

Il est beaucoup plus aisé de conserver un taux de change sous-évalué qu'un taux surévalué, mais ceci aussi a un coût. Pour maintenir un taux de change sous-évalué, les gouvernements peuvent baisser leurs taux d'intérêt (afin de décourager les afflux de capitaux) ou intervenir directement sur le marché des changes en achetant des dollars contre la monnaie locale. La préservation de la valeur d'un taux de change sous-évalué par des interventions directes permet de constituer un fonds de réserves internationales. Ceci induit un avantage à long terme, qui protège le pays contre l'éventuelle volatilité de la balance des opérations en capital (et sert en quelque sorte de « trésor de guerre »). Cependant, l'acquisition de réserves internationales présente un certain coût. La banque centrale doit vendre de la monnaie nationale pour acheter des réserves et augmenter ainsi la masse monétaire. Pour restreindre le volume de la masse monétaire à une certaine limite, les autorités peuvent choisir de « stériliser » l'effet monétaire de l'intervention sur les marchés de change en vendant des avoirs intérieurs et en achetant le supplément de monnaie sur le marché.

Les mécanismes généralement à l'œuvre (comme par ex., les opérations sur les marchés ouverts) sont quelque peu coûteux car ils impliquent l'émission de bons de la banque centrale, qui rapportent des intérêts, afin d'absorber l'excédent de liquidités. Qui plus est, ces interventions peuvent hausser les taux d'intérêt et augmenter le coût global de financement du gouvernement. Les taux élevés sont susceptibles d'attirer davantage de capitaux, au risque de surchauffer l'économie et d'exiger des accumulations de réserves encore plus importantes. L'augmentation des exigences de réserves-encaisse des banques est une mesure de stérilisation moins coûteuse, mais qui risque d'entraîner des coûts de crédit plus conséquents ainsi qu'une désintermédiation financière (par laquelle les banques utilisent des mécanismes non réglementés pour canaliser les liquidités).

L'achat de réserves de devises à un taux de change sous-évalué peut induire un coût supplémentaire. En effet, si la monnaie subit une réévaluation ultérieure, la valeur des réserves en devises baissera par rapport au PIB national. La question est de déterminer si et à quel moment les coûts de stérilisation risquent de devenir trop importants pour maintenir ou excéder les avantages d'un faible taux de change. La stérilisation est particulièrement coûteuse pour les pays ayant des taux de change et un niveau de dette publique relativement élevés. A titre d'exemple, vers la fin des années 1990, la banque centrale hongroise a laissé son taux de change se redresser, estimant que la stérilisation était devenue trop onéreuse. D'autre part, les coûts de raffermissement d'une monnaie sont souvent supérieurs à ceux du maintien de réserves. La Chine a conservé un taux de change dont certains avaient convenu qu'il avait été sous-évalué durant des périodes prolongées. Contrairement à la Hongrie, la Chine a soutenu les restrictions sur sa balance des opérations en capital, afin de se garder une certaine liberté d'action pour gérer sa masse monétaire.

Alors qu'il est possible pour un pays de maintenir un taux de change sous-évalué pendant de longues périodes, il lui est bien plus difficile d'en faire autant avec un taux de change surévalué, même sur une courte durée. L'intervention directe sur le marché des devises est non viable. Si une dévaluation est prévue dans un futur proche, une attaque spéculative sera préparée dès à présent. La prescription standard pour provoquer la réévaluation du taux de change dans un pays est de hausser les taux d'intérêt afin d'y attirer les capitaux. Deux questions ont été soulevées concernant cette prescription conventionnelle en matière d'orientation : est-elle efficace et ses avantages en valent-ils le coût ? Les données⁵⁷ démontrent que les réponses à ces interrogations sont au mieux mitigées. Dans le cas de l'Asie de l'Est, les hausses des taux d'intérêt, même combinées à des renflouements considérables, n'ont pas donné lieu à d'importantes réévaluations des taux de change.

Le coût des hausses des taux d'intérêt pour défendre la monnaie dépend de la structure de l'économie, mais il peut être élevé, comme nous l'avons constaté durant la crise en Asie. Il existe toutefois des effets de bilan réels, semblables aux effets de la dévaluation monétaire. Les entreprises ayant des encours de dettes à court terme subissent les conséquences des taux d'intérêt élevés au niveau de leurs bilans. Les taux élevés réduisent la valeur des actifs à long terme (dont l'immobilier). Dans bon nombre de cas, les entreprises sont incapables de satisfaire leurs obligations au titre

⁵⁷ Furman et Stiglitz, 1998.

des intérêts sur la dette intérieure en monnaie nationale. Ceci provoque un effet d'entraînement à l'échelle de l'économie, du fait que les problèmes économiques dans une entreprise se propagent aux autres entreprises avec lesquelles celle-ci entretient des échanges. Les bilans des banques fléchissent et l'attribution de nouveaux crédits s'en ressent.

En bref, la hausse des taux d'intérêt exerce les mêmes effets négatifs que la dévaluation du taux de change sur les bilans, les faillites et l'activité économique, à quelques différences près. Tout d'abord, les effets de la hausse des taux d'intérêt sont plus persuasifs, étant donné que bon nombre de sociétés n'empruntent que sur le marché intérieur, notamment les petites et moyennes entreprises qui sont au cœur de l'activité économique dans les pays en développement. En comparaison, peu d'entreprises contractent des prêts à l'étranger : il s'agit principalement de grandes compagnies travaillant à l'exportation, de sorte qu'en cas de dévaluation, les gains tirés de la valorisation de leurs profits compensent les pertes qu'elles subissent au niveau de leur bilan. Deuxièmement, une politique visant à décourager les dévaluations par la hausse des taux d'intérêt contribue à créer un problème de risque moral. En effet, elle diminue les incitations à contracter des assurances pour se protéger contre les fluctuations des taux de change ou à emprunter en monnaie nationale, ce qui contribue à réduire la marge de manœuvre des pouvoirs publics. Troisièmement, la hausse des taux d'intérêt occasionne des coûts à long terme, comme nous l'avons déjà expliqué. Finalement, s'il est possible de concevoir des politiques monétaires et réglementaires appropriées pour restreindre l'exposition des entreprises aux risques liés aux taux de change, il sera plus difficile et coûteux d'élaborer des politiques monétaires limitant l'exposition aux risques induits par les fluctuations des taux d'intérêt. Les entreprises seront forcées de limiter leurs crédits à court terme (et les emprunts à long terme deviendront également risqués puisqu'ils devront être renouvelés).

Outre la tentative de maintenir un taux d'intérêt surévalué ou sous-évalué, l'intervention des pouvoirs publics sur le marché des devises est souvent utilisée pour *adoucir* les fluctuations des taux de change. Bon nombre de pays en développement sont particulièrement concernés par la volatilité du taux de change *réel* et essaient d'éviter les dévaluations ou les réévaluations réelles qu'ils jugent excessives. La plupart des pays interviennent aussi pour lisser la volatilité à court terme. Cette forme d'intervention est particulièrement utile dans les pays qui ont des marchés non liquides, où un seul paiement important en devises est susceptible de provoquer une variation de la monnaie. Les raisons d'éviter les fluctuations des taux de change réels sont donc évidentes. La réévaluation temporaire des taux de change réels pourra entraîner des coûts particulièrement élevés à long terme si l'entrée sur les secteurs exportables suppose des coûts fixes (investissements en capitaux fixes ou coûts fixes pour la constitution d'une clientèle sur le marché extérieur), surtout en raison des imperfections du marché des capitaux. L'absence d'un ensemble homogène de marché à terme et de marché de risque de crédit fournit un autre justificatif à l'intervention des pouvoirs publics. Dans ce cas, l'équilibre du marché ne sera pas efficace, même si les prévisions sont parfaitement rationnelles.

Régimes intermédiaires

La fréquence des « flottements impurs » ou régimes de taux de change flottants avec une flexibilité limitée,⁵⁸ montre comment les pouvoirs publics dans les pays en développement optent souvent pour une solution susceptible d'établir un équilibre entre les demandes conflictuelles auxquelles ils doivent faire face. Les régimes de taux de change intermédiaires peuvent revêtir plusieurs formes : (a) régimes de taux de change quasi fixes, avec d'importantes interventions de la part des banques centrales sur les marchés des changes ; (b) régimes de taux de change dirigés, tels que les parités ajustables et les bandes ; (c) régimes de flottements impurs, par le biais desquels les pouvoirs publics interviennent sur le marché de manière occasionnelle. Tous ces régimes supposent l'inclusion d'un élément de « ciblage du taux de change réel » au niveau de la conception de la politique macroéconomique, et bon nombre d'entre eux, sinon la plupart, sont souvent combinés à d'autres formes de réglementations relatives à la balance des opérations en capital, comme nous le verrons plus loin. Dans la mesure où le lissage des fluctuations de taux de change réels induit un effet anticyclique, le « ciblage du taux de change réel » s'avère complémentaire de l'objectif de lissage de la volatilité (de la production) réelle.

Les régimes intermédiaires offrent l'avantage de *grader* la flexibilité en fonction des bienfaits relatifs de la stabilité comparés à ceux de la flexibilité que nous avons analysés. Ceci implique que tout régime intermédiaire dispose d'une « option de sortie » intégrée. (Bien entendu, même une parité peut avoir une option de sortie, mais l'expérience de l'Argentine a montré que le coût en était exorbitant.) Aussi, lorsqu'un certain degré de flexibilité des taux de change existe avant la survenue d'une crise externe, cela élargit le champ d'action permettant d'éviter l'hyperréaction des taux d'intérêt réels qui semble caractériser la transition d'un régime de taux de change fixes dans les pays en développement.

Il existe certes des risques associés aux régimes intermédiaires. L'autonomie monétaire y est encore de portée limitée. Tout d'abord, comme pour les régimes de taux de change fixes, les options intermédiaires seront sujettes aux pressions spéculatives si elles ne génèrent pas de crédibilité sur les marchés. La défense des taux de change peut s'avérer coûteuse, tel que précédemment mentionné. Ceci est particulièrement vrai de toute annonce préalable (du taux d'une parité ajustable, d'une bande ou d'un taux de change cible spécifique). Deuxièmement, l'autonomie macroéconomique dépend toujours de l'efficacité des réglementations relatives à la balance des opérations en capital, considérées comme un instrument de politique macroéconomique, ainsi que nous l'expliquerons plus loin. Troisièmement, comme dans le cas des régimes de taux fixes, les régimes intermédiaires requièrent généralement une intervention stérilisée sur les marchés des changes, qui peut s'avérer fort coûteuse. Finalement, les interventions sur les marchés des changes sont toujours soumises au choix difficile de distinguer un choc réel (permanent) d'une aberration du taux de change causée par les fluctuations aléatoires du sentiment de marché.

En bref, il n'existe pas de système de taux de change qui soit exempt de risques. Les différents régimes présentent des avantages et des coûts divers. Comme le reste des politiques économiques, le choix d'un régime monétaire implique des compromis. Le

⁵⁸ Reinhart et Rogoff, 2004

choix optimal dépend des objectifs des autorités et des caractéristiques macroéconomiques, institutionnelles et politiques du pays concerné.

Mesures microéconomiques

Outre la gestion directe des taux de change, les interventions microéconomiques servent à influencer sur les prix relatifs. Par exemple, il est possible d'user de politiques microéconomiques pour changer la teneur de la demande et éloigner celle-ci des importations en l'orientant vers les produits non exportables. Les politiques fiscales visant à privilégier l'achat de produits nationaux aux dépens des produits fabriqués à l'étranger contribuent à relancer l'économie, et du même coup, à renforcer la monnaie. Dans bon nombre de pays en développement, la plupart des articles de luxe sont importés. Une taxe élevée sur les ventes de ces produits est susceptible d'en décourager l'importation. Les dépenses publiques peuvent aussi être pondérées en faveur des produits manufacturés sur le marché intérieur.

Encadré 3 : Gestion du syndrome hollandais

Comme nous l'avons déjà mentionné, l'aide étrangère utilisée pour financer les dépenses intérieures peut contribuer à la surévaluation du taux de change, rendant les exportateurs et les industries faisant concurrence aux importations moins compétitifs, du fait de l'effet connu sous le nom du « syndrome hollandais ». L'impact du « syndrome hollandais » sur les flux d'aide a fait l'objet d'un débat houleux. Dans cette note, nous partons du principe que les affluences de devises entraînent un effet macroéconomique et nous nous attachons à examiner les éventuelles mesures prises par le gouvernement en réponse à ce phénomène.

La plupart des documents afférents à l'aide et au « syndrome hollandais » se résument en quelques points principaux. Selon l'opinion courante, les pays doivent intervenir sur le marché des changes pour empêcher la réévaluation de leur monnaie et stériliser les afflux de capitaux, afin de minimiser l'impact inflationniste causé par l'augmentation de la masse monétaire nationale. D'autres⁵⁹ avis soulignent que si les flux d'aide sont affectés à des investissements productifs à long terme, les gains de productivité issus de l'investissement pourront compenser le redressement du taux de change nominal. En outre, cette interprétation indique que si les apports de capitaux sont utilisés pour l'achat de produits importés, les effets de l'intensification de l'aide sur le taux de change seront limités. Cependant, il existe des interrogations légitimes sur l'affectation, de manière générale, de l'aide ainsi renforcée à des projets susceptibles de générer une productivité améliorée de manière suffisante pour compenser les pertes de compétitivité occasionnées par le raffermissement du taux de change, spécialement à court et moyen terme. Qui plus est, les pays requièrent souvent des aides pour financer les dépenses sociales et les services de base destinés aux pauvres, qui ne sont pas forcément de nature à stimuler la productivité, du moins à court terme.

Comme nous l'avons déjà évoqué, les décideurs peuvent tenter d'affaiblir le taux de change en achetant les afflux de devises (pour en constituer des réserves) conjointement au processus de stérilisation. Ceci peut s'avérer une stratégie efficace lorsque les montants de l'aide sont limités. Cependant, toute intervention occasionne des coûts et elle n'est pas toujours viable. La constitution de réserves internationales induit des coûts d'opportunité et la stérilisation provoque la hausse des taux d'intérêt nationaux.

De plus, la stérilisation implique généralement l'émission de bons du Trésor pour absorber l'excédent de liquidités. *En d'autres termes, l'augmentation de l'aide induit un effet pervers conduisant à l'aggravation de la dette intérieure.* Il est ironique de constater, au moment précis où la communauté internationale a entrepris de remplacer les prêts par des subventions, dans une tentative d'épargner aux pays en développement des crises liées à leur dette, que le cadre d'orientation servant à gérer ces afflux de capitaux soit en passe d'entraîner la constitution de nouvelles dettes. Pourtant, les afflux d'aide sont vitaux pour le développement et la réduction de la pauvreté dans les pays pauvres. Les décideurs doivent donc réfléchir à des cadres alternatifs mieux adaptés à la gestion de ces flux.

⁵⁹ McKinley, 2005.

Une solution alternative possible consiste, pour les banques centrales, à choisir de ne pas stériliser les afflux, mais d'autoriser plutôt la monétisation de ceux-ci. Toutes les politiques ont leurs contreparties : l'emprunt sur le marché par le bais d'opérations sur les marchés ouverts génère une hausse des taux d'intérêt, qui peut provoquer l'éviction des investisseurs alors que la monétisation risque d'entraîner une inflation. Cependant, comme nous l'avons déjà expliqué, une inflation relativement faible n'induit pas systématiquement des coûts élevés. Lorsqu'un pays est en récession et qu'il a des besoins en investissements, la monétisation paraît être une option envisageable. (La banque centrale doit évidemment surveiller le taux d'inflation afin que celui-ci ne devienne pas excessif. En outre, la monétisation peut s'effectuer conjointement à la mise en place de cadres comptables et de dispositifs de protection permettant une surveillance totale de l'augmentation de la masse monétaire.)

Une politique alternative consisterait à autoriser un renforcement modéré des taux de change tout en recherchant des orientations susceptibles de contrer l'impact du raffermissement des taux de change sur la compétitivité. A l'instar des taux d'intérêt, les taux de change sont des instruments contondants qui affectent tous les secteurs de l'économie. Dans l'exposé précédent de la politique monétaire, il a été indiqué que l'un des objectifs des instruments de politique alternatifs était de cibler les secteurs soumis à des contraintes de crédit. Dans le cas de la réévaluation des taux de change, les autorités peuvent, de la même manière, cibler des secteurs de l'économie touchés par le renforcement des taux de change (afin d'essayer de les dédommager de leurs pertes en compétitivité). En théorie, il est possible d'utiliser les droits de douane pour ajuster certains prix relatifs spécifiques, bien que l'Organisation mondiale du commerce et d'autres traités sur le commerce aient réduit la capacité d'imposer des droits de douane. Cependant, les incitations fiscales, les prêts à intérêt modéré (bien que ceux-ci aussi puissent être soumis à l'OMC) ou les réserves-encaisse réduites produisent des effets similaires. Les pouvoirs publics doivent envisager des instruments microéconomiques alternatifs pour contrer l'impact du renforcement des taux de change.

De manière ultime, le choix de mesures à prendre par les pouvoirs publics pour palier aux effets du « syndrome hollandais » repose sur les circonstances spécifiques du pays concerné, mais le cadre macroéconomique de l'intervention et de la stérilisation n'est pas la seule politique alternative. Les décideurs ont la possibilité de gérer les contreparties des effets sur les taux d'intérêt, les taux de change et l'inflation par des interventions sur le marché des devises, des mesures de stérilisation et de monétisation ainsi que des politiques hétérodoxes visant à cibler les secteurs les plus touchés par la perte de compétitivité.

Règles en matière de politique monétaire et de régime de change et conception institutionnelle

Le choix d'un régime de change est étroitement lié à la question, plus vaste, de la définition des règles de politique monétaire devant être appliquées par la banque centrale, ainsi que la conception institutionnelle de la banque centrale elle-même. Il existe trois questions distinctes mais connexes à prendre en considération à cet égard : il importe de spécifier si la banque centrale doit suivre les règles de la politique

monétaire, telles que la détermination du ciblage du taux de change ou de l'inflation, ou celles des politiques discrétionnaires ; il faut également décider si le mandat de la banque centrale lui impose de se focaliser sur l'inflation ou s'il est nécessaire d'y inclure d'autres variables en matière de politique, telles que la croissance et l'emploi ; finalement, il convient de déterminer si la banque centrale doit être indépendante.

Comparatif entre les règles et les mesures discrétionnaires d'une part, et les cibrages de l'inflation et du taux de change de l'autre⁶⁰

Dans les années 1980, la règle la plus favorisée prescrivait l'expansion de la masse monétaire à un taux constant. Par la suite, il devint clair que la fonction de la demande de monnaie était instable et difficile à prédire, spécialement dans les pays en développement, et la règle relative à la masse monétaire tomba en disgrâce. Bon nombre de pays en développement choisirent de cibler le taux de change puisque celui-ci était considéré comme un indicateur simple et transparent. Cependant, les crises des taux de change intervenues entre le milieu et la fin des années 1990 provoquèrent le passage aux régimes de taux de change flexibles. De nos jours, le ciblage de l'inflation⁶¹ est désormais la règle monétaire préférée.

D'autre part, selon les économistes keynésiens, les gouverneurs des banques centrales doivent être autorisés à user de leur pouvoir discrétionnaire bien davantage que ne le prévoient les règles. Les règles strictes de ciblage de l'inflation ne distinguent pas entre l'inflation alimentée par les prévisions et l'inflation alimentée par les augmentations de TVA ou par les chocs extérieurs (tels que la hausse des prix du pétrole ou les dévaluations des taux de change). Par conséquent, elles peuvent être à l'origine de politiques procycliques. Par exemple, le ciblage de l'inflation est susceptible de mener à un ciblage du taux de change ou à des politiques monétaires restrictives en période de dévaluation, pour contrer l'effet négatif du taux de change sur la compétitivité. Le ciblage de l'inflation combine souvent deux politiques procycliques largement utilisées : l'ancrage des niveaux de prix à un taux de change fixe en période d'afflux de devises et l'équilibrage des effets inflationnistes de la dévaluation par des mesures monétaires restrictives en cas de sorties de capitaux. Par conséquent, le ciblage strict de l'inflation peut générer plus de volatilité au niveau de la production que les objectifs de la politique monétaire susceptibles de prendre en compte d'autres éléments cibles tels que la réduction des écarts de production.⁶²

Le problème majeur auquel sont confrontées les autorités en période d'essor économique découle de la forte augmentation des entrées de capitaux qui entraînent des effets expansionnistes au niveau de la demande globale, renforcés par les pressions à la baisse s'appliquant aux taux d'intérêt et/ou à l'appréciation du taux de change. Toute tentative d'équilibrage des effets de la demande globale par les décideurs au travers de politiques monétaires restrictives est en partie vouée à l'échec, car les taux d'intérêt élevés induisent de nouveaux afflux de capitaux, et par conséquent, des pressions supplémentaires pour une réévaluation de la monnaie. En

⁶⁰ Cette section repose sur les analyses d'Ocampo (à paraître) et de Stiglitz *et al.*, 2007.

⁶¹ Le ciblage de l'inflation permet à la banque centrale de spécifier un niveau d'inflation cible publiquement annoncé. Les banques centrales qui n'ont pas explicitement recours au ciblage de l'inflation peuvent désigner la masse monétaire ou les taux de change comme objectifs de lutte contre l'inflation.

⁶² Svensson, 2000.

période de crise, la réduction des afflux de capitaux exerce un effet direct sur la demande globale, combinée à une dévaluation associée au relèvement des taux d'intérêt. Toute approche visant à éviter cette dernière mesure en appliquant une politique monétaire expansionniste est de nature à renforcer la dévaluation. Par conséquent, si les autorités jugent les fluctuations des taux de change générées par les cycles de haute conjoncture économique suivies de récessions excessives au départ, elles seront encouragées à adopter une politique monétaire procyclique pour lisser ces variations. En d'autres termes, contrairement à l'argument traditionnel invoqué au sujet des marges de liberté supplémentaires autorisées par les taux de change flottants dans le cadre d'une politique monétaire (repris ci-dessous), un tel régime peut en fait conduire à des politiques monétaires procycliques. Par conséquent, la seule manière de garantir des degrés de liberté adaptés aux politiques monétaires anticycliques est de renoncer au flottement libre, à la libre mobilité des capitaux ou aux deux mesures à la fois.

Un deuxième aspect qu'il convient de prendre en considération dans le choix d'un régime monétaire concerne l'efficacité ou la stabilité de la règle de ciblage de l'inflation. Il s'agit d'un sujet complexe qui ne peut pas être traité en détail dans le cadre de la présente note, mais nous allons l'évoquer brièvement. Par exemple, ceci permet de déterminer si les variations de l'inflation, mesurées de manière classique, ainsi que les conditions les régissant fournissent un indicateur approprié, susceptible de définir la position du niveau de l'emploi, au-dessus ou en deçà du plein emploi. En outre, il existe une question plus fondamentale afférente au ciblage de l'inflation : un cadre d'orientation au sein duquel les autorités monétaires se focalisent sur l'inflation et les autorités budgétaires sur l'équilibre de la balance des opérations avec l'extérieur constitue-t-il un moyen efficace pour réaliser l'objectif ultime de plein emploi et d'équilibre extérieur ?

En vertu du ciblage de l'inflation, le gouvernement ou les autorités monétaires annoncent un taux d'inflation cible comme objectif, que les autorités monétaires s'engagent à réaliser. Le ciblage de l'inflation répartit les responsabilités entre le gouvernement et les autorités monétaires, de sorte que chaque décideur se concentre sur un objectif unique. Le problème réside dans le fait que la répartition des responsabilités nuit à la coordination.

La nature de la réponse à la demande globale excédentaire *devrait* reposer sur une analyse de la source de la perturbation. Une règle qui ne prend en compte que l'ampleur du taux d'inflation n'est pas susceptible de fournir un ajustement rapide de l'économie en fonction de ce nouvel équilibre. Les autorités monétaires ne peuvent pas se soustraire aux objectifs plus vastes de la politique macroéconomique, tels que le plein emploi et l'équilibre extérieur. Elles doivent coordonner avec les autorités budgétaires une réponse appropriée à la source de perturbation concernée. Le partage des responsabilités entre les deux autorités de manière simple, ainsi que le prévoit la règle de « ciblage de l'inflation », n'est pas un moyen efficace pour gérer la politique macroéconomique. Le ciblage de l'inflation n'assure pas de convergence aisée vers la stabilité des équilibres extérieur et intérieur, du fait que pour réaliser le plein emploi et l'équilibre extérieur, il est primordial de coordonner les politiques monétaire et budgétaire avec le régime de taux de change.

Mandat des banques centrales

Bon nombre de pays ont recentré le mandat de leur banque centrale afin de lutter contre l'inflation. Cependant, aux Etats-Unis, le mandat de la Réserve fédérale n'est pas seulement d'assurer la stabilité des prix mais aussi de promouvoir la croissance et le plein emploi. Une enquête menée par la Bank of England auprès de 94 banques centrales a révélé que seulement 26 pour cent d'entre celles-ci avaient adopté la stabilité monétaire comme unique objectif, 70 pour cent la stabilité monétaire combinée à d'autres objectifs, 3 pour cent n'avaient pas d'objectif statutaire, 1 pour cent avait un objectif autre que la stabilité monétaire.⁶³

Certaines données⁶⁴ démontrent que les banques centrales indépendantes qui adoptent un objectif précis en termes d'inflation parviennent à réaliser des niveaux inférieurs d'inflation, il aurait été surprenant qu'il en soit autrement. Cependant, l'inflation n'est pas la seule variable intermédiaire en jeu. La question significative dans ce cas est de déterminer si les économies bénéficiant d'une telle structure institutionnelle sont capables de réaliser de meilleures performances en termes réels : croissance, chômage, pauvreté, égalité. A cet égard, il existe peu de preuves permettant d'avancer que les banques centrales indépendantes qui se focalisent exclusivement sur la stabilité des prix obtiennent de meilleurs résultats relatifs à ces aspects économiques de prime importance.⁶⁵ Comme nous l'avons mentionné plus haut, une focalisation exclusive sur la stabilité des prix peut conduire à une plus grande instabilité des variables financières. Les modèles théoriques simples suggèrent le schéma suivant : dans le contexte du changement des courbes de l'offre et de la demande (phénomène très courant durant les crises telles que celles qu'ont traversé bon nombre de pays en développement dans les années 1990), une tentative de stabilisation des prix peut facilement entraîner la déstabilisation de la production ; les ajustements de prix étant supposés protéger les ajustements au niveau des quantités produites, la réduction de la portée des ajustements de prix (dans le processus de la lutte contre l'inflation) fait peser l'essentiel du fardeau sur les ajustements de quantités.⁶⁶

Les banques centrales prennent des décisions qui affectent tous les aspects de la société, notamment les taux de la croissance économique et du chômage. En raison des contreparties nécessairement liées à cette approche, les décisions y afférentes ne peuvent être prises que dans le cadre d'un processus politique que nous détaillerons dans la prochaine section.

⁶³ Mahadeva et Sterne, 2000.

⁶⁴ Alesina et Summers, 1993.

⁶⁵ Stanley Fischer, 1996. Voir aussi Posen, 1998.

⁶⁶ Il existe, dans la recherche sur le sujet, une tendance qui réfute ceci et tente d'expliquer cette anomalie apparente. Par exemple, Goodfriend et King (2001) affirment que le maintien de la stabilité des prix garantit à l'économie un fonctionnement permanent à pleine capacité. Ce résultat découle de la supposition simpliste qu'un seul type de choc est incorporé à ce modèle. Gaspar et Smets (2002) avancent que les banques centrales doivent se focaliser sur la stabilité des prix en raison du problème d'incohérence chronologique associé à la stabilisation de la production, du fait de la difficulté à évaluer la production potentielle, et parce que cela facilite l'apprentissage des agents.

Une banque centrale indépendante

Une banque centrale indépendante est désormais reconnue comme étant la disposition institutionnelle la mieux adaptée pour favoriser la séparation entre l'élaboration des orientations macroéconomiques et le processus politique. Cependant, il existe deux critiques essentielles que l'on pourrait adresser à cette approche.

Premièrement, cette disposition est susceptible de réduire à néant la gouvernance démocratique. En effet, du point de vue des citoyens, peu de questions sont plus importantes que la qualité de la gestion macroéconomique. En déléguant la prise de décision économique à une banque centrale indépendante, le gouvernement a l'obligation de rendre compte d'un mécanisme dont il ne détient pas les rênes. En outre, nous avons déjà expliqué que la gestion macroéconomique implique des contreparties, car les diverses mesures affectent le bien-être de différents groupes. De telles décisions sont nécessairement d'ordre politique. Le fait de les déléguer à des technocrates « indépendants » du gouvernement réduit à néant le processus démocratique de l'obligation de rendre compte.

Alors que les économistes et les politiciens ont longtemps débattu de l'opportunité de disposer de banques centrales indépendantes, ils ont néanmoins accordé beaucoup moins de temps à l'examen de l'importance de la *représentativité* (ou l'absence de représentativité) de ces banques. Il importe toutefois de séparer les deux concepts. Dans bon nombre de pays, le problème réside dans le fait que l'organe directeur de la banque centrale n'est pas typiquement représentatif de la société et de ses intérêts élargis.

Les gouvernements qui sont plus sensibles aux processus démocratiques affirment que ce sont les pouvoirs publics, et non la banque centrale, qui devraient définir les objectifs tels que le taux d'inflation cible, car une décision de ce type implique des contreparties, comme celle qui existe entre le chômage et l'inflation. Cependant, un taux d'inflation cible spécifié par le gouvernement n'entraîne aucun changement au niveau de la dépolitisation de la conduite de la politique monétaire. La banque centrale est responsable de la réalisation de l'objectif fixé, lequel, s'il est manqué, entraînera des coûts qui ne seront pas pris en charge de manière égalitaire par tous les membres de la société.

IV. INTERVENTIONS SUR LES MARCHES DES CAPITAUX ET AUTRES OPTIONS D'ORIENTATION POUR LES ECONOMIES OUVERTES

Jusqu'à présent, dans cette note, nous nous sommes concentrés sur les politiques budgétaire et monétaire et les régimes de taux de change. Nous avons également présenté plusieurs mesures hétérodoxes comme alternatives ou améliorations à celles-ci. L'un des instruments économiques privilégiés par les stratèges est constitué par les contrôles et les réglementations relatifs à la balance des opérations en capital. Dans cette section, nous allons examiner quelques autres instruments microéconomiques

destinés à la gestion macroéconomique, en nous intéressant plus particulièrement aux interventions sur les marchés des capitaux.

Interventions sur les marchés des capitaux

Pour faire face aux inaptitudes des mécanismes sur les marchés financiers, au caractère procyclique des mouvements de capitaux et à l'étroitesse de la marge de manœuvre de la politique macroéconomique, il est possible d'intervenir sur les marchés des capitaux à des fins multiples. En premier lieu, ces interventions peuvent stabiliser la volatilité des mouvements de capitaux à court terme. Deuxièmement, elles offrent aux décideurs des instruments complémentaires qui les autorisent à prendre des mesures de stabilisation macroéconomique plus efficaces et moins onéreuses. Troisièmement, les réglementations relatives à la balance des opérations en capital encouragent la croissance en réduisant la volatilité des financements et des performances macroéconomiques réelles. Finalement, ces interventions sont également susceptibles de décourager les fuites de capitaux à long terme. De tous les objectifs interventionnistes répertoriés ci-dessus, la prévention de la fuite des capitaux à long terme est sans doute le plus difficile à réaliser. Pourtant, ces interventions peuvent s'avérer fort efficaces, même lorsque les contrôles sont partiellement contournés. La question la plus vitale aujourd'hui n'est pas tant de déterminer si les interventions sur le marché sont souhaitables en théorie, mais plutôt de savoir, en pratique, si les responsables peuvent concevoir des interventions dont les bienfaits économiques excèdent les coûts accessoires.

Contrôles des entrées et sorties de capitaux fondés sur les prix et les quantités

Il existe différents types de réglementations relatives à la balance des opérations en capital. Les contrôles des opérations en capital portent sur des réglementations en matière de quantité et de prix, susceptibles d'être appliquées à la fois sur les entrées et les sorties de capitaux. En outre, certains pays ont recours à des réglementations indirectes, telles que la réglementation prudentielle sur les institutions financières ou les réglementations relatives aux investissements dans les fonds de pension, qui ont des répercussions sur les mouvements de capitaux. Par conséquent, un concept élargi relatif aux restrictions sur la balance des opérations en capital est fort utile pour comprendre l'utilisation conjointe et le chevauchement de ces réglementations sous leurs différentes formes.

Les restrictions traditionnelles fondées sur les quantités (restrictions et contrôles administratifs) continuent d'être largement utilisées dans les pays en développement, notamment dans de grands pays comme la Chine et l'Inde, en dépit de la libéralisation progressive de leurs comptes de capitaux. Ces réglementations servent à surveiller les entrées et les sorties de capitaux des résidents nationaux et étrangers. Les réglementations qui s'appliquent aux résidents nationaux portent notamment sur les éléments suivants : restrictions sur l'asynchronisme des échéances en devises (seules les entreprises bénéficiant de recettes en devises sont autorisées à emprunter à l'étranger) ; limitations de l'usage final (les prêts à l'étranger sont obligatoirement destinés à l'investissement et au commerce extérieur) ; échéances minimum pour les prêts à l'étranger ; limitations des types d'agents habilités à lever des fonds à l'étranger

par le biais de certificats américains de dépôt (ADR)⁶⁷ et autres instruments similaires ; interdiction d'emprunter en devises pour les résidents personnes physiques ; plafonds quantitatifs globaux (dans certains pays). Les limites imposées aux non-résidents incluent les restrictions de crédit, voire l'interdiction formelle d'emprunter sur le marché intérieur, les réglementations directes relatives aux flux de portefeuille (notamment l'approbation explicite et les restrictions d'investissement sur certains actifs), les restrictions sectorielles sur les IED et les périodes de séjour minimum.

D'autres pays tels que le Chili et la Colombie mettent en œuvre des interventions sur les apports de capitaux basés sur les prix (réserves-encaisse non rémunérées, soit l'équivalent d'une taxe sur les apports de capitaux). L'Argentine a introduit un mécanisme de ce type dans le milieu des années 1990. De telles mesures visent à décourager les mouvements d'entrées et de sorties de fonds en augmentant les coûts qui y sont associés. Les interventions basées sur les prix se font souvent conjointement à des interventions fondées sur les quantités. Par exemple, la Malaisie a imposé une taxe sur les sorties de capitaux durant la crise en Asie, après une courte période de contrôles quantitatifs, mais elle a maintenu les restrictions quantitatives sur l'asynchronisme des échéances en devises en interdisant aux agents nationaux ne bénéficiant pas de recettes en devises d'emprunter à l'étranger. De la même manière, le Chili a imposé l'échéance minimum d'une année sur la plupart des apports de capitaux. La Colombie a régulé directement les entrées de fonds et les financements des fonds d'investissement à l'étranger durant toute la décennie des années 1990.

Les économistes ont un penchant prononcé pour les interventions fondées sur les prix plutôt que pour celles qui sont basées sur les quantités. Les interventions fondées sur les prix sont flexibles, non-discrétionnaires et, de ce fait, moins susceptibles de se prêter à des manipulations bureaucratiques, tout en restant alignées sur les aiguillons du marché. Cependant, le bien-fondé de ces interventions n'est pas toujours évident à établir. Certains travaux théoriques ont démontré que les restrictions fondées sur les quantités sont parfois susceptibles de réduire les risques de manière plus efficace que les interventions basées sur les prix.⁶⁸

La plupart des économistes privilégient également la réglementation des entrées de fonds plutôt que les sorties de capitaux. Il y a plusieurs raisons à cela. Tout d'abord, la réglementation des apports de capitaux permet de prévenir les crises, ce qui devrait être l'objectif ultime en matière d'élaboration de politique. Deuxièmement, elle implique moins d'incertitude et plus de transparence, du fait que les prêteurs connaissent le coût des réglementations avant d'investir. Cependant, les arguments en défaveur de la réglementation des sorties de capitaux ne sont pas non plus très clairs. Par exemple, les restrictions sur les sorties de capitaux s'avèrent être parfois le seul moyen pour solutionner une action collective ou palier à l'inaptitude du marché. Lorsque les marchés subissent des effets de panurgisme (et que les créanciers et les investisseurs retirent leurs mises d'un pays en crise parce qu'ils ont peur que d'autres les y devancent), les restrictions sur les sorties de capitaux peuvent constituer le seul

⁶⁷ Les certificats américains de dépôt ou ADR sont des certificats négociables de dépôt émis par les banques américaines en contrepartie d'un titre étranger. Les ADR sont émis en USD et sont négociables sur les bourses de valeurs américaines.

⁶⁸ Voir Weitzman, 1974, pour une discussion générale sur la question. Dans le contexte des interventions relatives aux échanges, voir Dasgupta et Stiglitz, 1977.

instrument disponible capable d'éviter une spirale récessionniste. Les marchés ont généralement tendance à l'hyperréaction dans ces circonstances, de sorte que les restrictions sont alors source de protection.

Les données empiriques indiquent que tous les types d'instruments sont susceptibles d'exercer des effets positifs, selon les circonstances d'application de chacun des mécanismes concernés. Les dirigeants chinois, indiens et malaisiens ont réussi à appliquer des réglementations relatives aux opérations en capital fondées sur les quantités pour réaliser des objectifs macroéconomique vitaux, notamment la prévention de l'asynchronisme des échéances, l'attraction de formes préférées d'investissements étrangers, la réduction de la fragilité financière globale et la protection à l'égard des pressions spéculatives et des effets de contagion liés aux crises financières, ce qui a conduit à une plus grande autonomie en matière de politique économique dans les pays concernés.⁶⁹

Il existe des données qui démontrent que les réglementations sur les apports de capitaux au Chili, en Colombie et en Malaisie⁷⁰ se sont avérées fort utiles pour rehausser le profil de la dette, restreindre les bulles spéculatives et améliorer les contreparties macroéconomiques auxquelles sont confrontés les pouvoirs publics. Dans ce dernier cas, il a été possible de mixer des variables telles que la réduction des apports de capitaux globaux et la génération d'un écart plus important entre les taux d'intérêt sur le marché national, ce qui a permis d'appliquer une politique monétaire plus restrictive en période d'essor des afflux de capitaux. Cependant, tributaires de la rigueur des réglementations, les effets macroéconomiques, notamment les prix des actifs, ont été plutôt temporaires dans le cas des réserves-encaisse non rémunérées utilisées par le Chili et la Colombie et ont davantage servi de «ralentisseurs» que de restrictions de vitesse permanentes. Par opposition, les contrôles draconiens sur les apports de capitaux, fondés sur les quantités et adoptés par la Malaisie en 1994 se sont avérés bien plus efficaces pour mettre un frein à la forte augmentation des entrées de capitaux qui ont afflué dans ce pays au début des années 1990. Par conséquent, dès lors qu'une action rigoureuse est requise, les contrôles quantitatifs peuvent être plus utiles.

L'expérience de la Malaisie illustre l'absence de fondement d'un autre argument souvent avancé, selon lequel les contrôles des sorties de capitaux «découragent les futures entrées de fonds en tous genres».⁷¹ Cet argument a servi à critiquer les contrôles pratiqués par la Malaisie dès leur instauration en 1998. Cependant, même avant la suppression de cette taxe en 2001, la Malaisie avait déjà commencé à attirer de nouveaux capitaux. Les investisseurs sont prospectifs et les fondements économiques sains de la Malaisie (balance de paiement excédentaire, taux élevé de l'épargne, engagements extérieurs réduits dont peu de dettes à court terme, réserves internationales importantes, renforcement du marché boursier) ont permis d'attirer des fonds supplémentaires dans ce pays.⁷²

⁶⁹ Epstein, Grabel, et Jomo, à paraître.

⁷⁰ Ocampo et Palma, à paraître.

⁷¹ Les seules entreprises épargnées ont été celles qui avaient emprunté des fonds directement auprès des banques étrangères.

⁷² Le magazine *The Economist*, 2003.

Les interventions sur les opérations en capital mentionnées précédemment fonctionnent essentiellement par le biais de la segmentation des marchés intérieurs, en isolant ceux-ci des marchés internationaux. Il existe une autre catégorie de restrictions appelée « contrôles non contraignants », qui visent à segmenter directement le marché.

Contrôles non contraignants visant à favoriser la segmentation du marché

Les contrôles non contraignants peuvent exiger que les fonds nationaux, tels que les fonds de sécurité sociale ou les fonds de pension, investissent leurs avoirs sur les marchés intérieurs, et interdire ou limiter les investissements de ces fonds à l'étranger. Ces restrictions réduisent les risques potentiels de perturbations procycliques susceptibles d'être engendrées par ces fonds. Les contrôles non contraignants exercent un effet positif supplémentaire en créant une demande locale sur les titres nationaux et contribuent ainsi à développer des marchés de capitaux locaux et à constituer une base en capital à l'échelon national.

Ce type de contrôle peut devenir particulièrement pertinent à l'avenir du fait de la croissance des fonds de pension privés dans bon nombre de pays en développement, notamment en Amérique latine. Au Chili (pays précurseur en la matière), ces fonds représentent 70 pour cent du PIB annuel. La plupart des pays ont imposé des restrictions quant à la sélection des fonds autorisés à investir à l'étranger. Ils ont expérimenté un regain de croissance soutenue sur leurs marchés intérieurs, dû en grande partie à l'augmentation de la demande sur les titres nationaux émis sur les fonds de pension locaux. Une fois de plus, l'expérience chilienne fait la preuve du rôle stimulateur des fonds de pension sur le développement des marchés de capitaux nationaux. Elle démontre également comment les fonds de pension génèrent une macro-instabilité lorsque les marchés ne sont pas segmentés et les fonds non autorisés à investir à l'étranger.⁷³

Certains économistes réfutent ces contrôles non contraignants car ils limitent la capacité des fonds nationaux à diversifier leurs actifs. Ceci est vrai, mais il faut également reconnaître que toutes les politiques économiques impliquent des contreparties. Il est essentiel de constituer un marché de capitaux local et une base en capital nationale, car les avantages ainsi obtenus dépassent de loin les coûts induits par ces contrôles. Dans la mesure où les investisseurs institutionnels nationaux renforcent la nature procyclique des marchés de capitaux ouverts, ils exposent la population toute entière aux effets externes. Les contrôles non contraignants permettent de transformer ce processus négatif en une démarche positive favorable à la croissance à long terme.⁷⁴

Interventions indirectes sur les transactions de la balance des opérations en capital par le biais des réglementations prudentielles

Outre les réglementations fondées sur les prix et celles basées sur les quantités, les pouvoirs publics peuvent recourir à une palette de mesures indirectes pour contrôler

⁷³ Zahler, 2003.

⁷⁴ Les réglementations gouvernementales autorisant les échanges financiers d'actifs, comme par exemple entre les fonds de pension d'un pays et ceux d'un autre, pourraient contribuer à diversifier les risques, sans exercer de pressions sur les taux de change et sans soumettre les pays concernés à des mouvements de capitaux procycliques.

(ou du moins influencer) les entrées et sorties de la balance des opérations en capital. L'usage le plus critique des réglementations sert à éviter l'asynchronisme des échéances en devises dans les bilans des agents financiers et non financiers.

Les réglementations prudentielles relatives au système bancaire constituent l'un de ces instruments. Dans de nombreux pays, les pouvoirs publics interdisent aux banques de conserver des asynchronismes d'échéances sur leur bilan ou imposent à celles-ci des limites strictes en la matière. Pour éviter le risque financier de dollarisation ou d'euroisation sur leur marché intérieur, bon nombre de pays interdisent également aux institutions financières de conserver des dépôts de résidents nationaux en devises ou limitent la nature et l'usage de ces dépôts. Les organismes de régulation du secteur bancaire imposent aussi aux banques nationales de ne pas prêter de fonds en devises aux entreprises ne bénéficiant pas de recettes dans les devises correspondantes. Ils adoptent parfois une approche plus subtile, qui consiste à requérir des exigences de fonds propres plus élevées, ajustées en fonction des risques ou des réserves liquides supplémentaires et/ou des exigences de provisionnement des pertes sur prêts pour les prêts en devises accordés aux agents nationaux ne disposant pas des revenus correspondants. Dans les pays bénéficiant de fonds d'assurance des dépôts, le gouvernement peut imposer des primes d'assurance plus élevées aux banques dont les pratiques sont plus risquées. De telles réglementations moins contraignantes pourraient décourager (sans éliminer complètement) l'exposition indirecte des banques aux risques liés aux taux de change. Pour réduire l'asynchronisme des échéances des sociétés non financières, les organismes de régulation pourraient, de la même manière, fixer des montants plus élevés pour les exigences de fonds propres et de liquidités ou les exigences prudentielles relatives aux prêts à court terme, consentis aux institutions financières nationales.

Au vu du rôle des banques comme principal intermédiaire dans la gestion des mouvements de capitaux, la réglementation du secteur financier exerce un impact économique significatif. Cependant, si les réglementations n'accordent pas au risque d'exposition des sociétés non financières l'importance qui lui est due, l'impact du secteur financier sera amoindri. Par exemple, les réglementations qui interdisent tout bonnement aux banques de détenir des engagements libellés en dollars peuvent encourager les entreprises à contracter des emprunts à l'étranger. Par conséquent, les banques doivent examiner la structure complète de l'actif et du passif des entreprises auxquelles elles accordent des prêts (ce qu'elles devraient normalement faire dans tous les cas). Il est également possible de concevoir des réglementations destinées à cibler directement les emprunts à l'étranger effectués par les sociétés non financières. Ces réglementations peuvent inclure des règles relatives aux types d'entreprises ayant la capacité de faire des emprunts à l'étranger (soit par exemple, les entreprises qui perçoivent des recettes en devises) et établir des ratios prudentiels pour celles-ci. Les réglementations comportent aussi des restrictions sur les termes des dettes que les personnes morales peuvent contracter à l'étranger (échéances minimales et écarts maximaux, par exemple) et la divulgation au public des engagements extérieurs à court terme des entreprises.

La gestion de ces provisions risque d'être épineuse car les entreprises seront ainsi encouragées à circonvenir aux règles par le recours à des instruments dérivés. Pour remédier à ce problème, les pouvoirs publics devraient exiger la divulgation totale de

toutes les positions en instruments dérivés.⁷⁵ La dette libellée en devises peut aussi être subordonnée à la dette en monnaie nationale dans les procédures de faillite. Une approche alternative (ou complémentaire) consiste, pour le gouvernement, à mettre en place un traitement fiscal défavorable aux emprunts libellés en devises, spécialement lorsqu'il s'agit d'une dette à court terme. Par exemple, les pays ayant un impôt sur le revenu imposé aux sociétés et assorti du paiement d'intérêts déductibles peuvent exclure la dette libellée en devises de la déduction fiscale ou faire du paiement des intérêts un impôt partiellement déductible.⁷⁶

Ces mesures alternatives reposent sur une combinaison de réglementations bancaires et de politique complémentaires ciblant les sociétés non financières. Les réglementations directes concernant la balance des opérations en capital évoquées précédemment peuvent être plus simples à gérer qu'un pareil système et plus performantes aussi, car elles visent la source réelle de la perturbation, c'est-à-dire les mouvements de capitaux procycliques. Les pays en développement bénéficiant de fortes capacités administratives et d'un marché de produits dérivés, soit d'une combinaison de mesures directes et indirectes, sont capables de restreindre les mouvements de fonds et de contribuer à en limiter les contournements.

Encadré 4 : Cadres comptables

Les cadres comptables ne servent pas seulement à fournir une description de l'économie, mais aussi à influencer sur les orientations. Certaines de ces questions ont déjà été évoquées dans la section consacrée à la politique budgétaire. La section présente explore les cadres comptables actuellement utilisés dans le monde en développement et traite des approches alternatives susceptibles de constituer des instruments plus efficaces en matière de politique économique.

La plupart des pays gèrent leurs comptes budgétaires ou positions budgétaires (similaires aux tableaux de flux de trésorerie pour les entreprises) mais ne conservent généralement pas de comptes de bilan de clôture. Par conséquent, les chiffres des budgets servent à différentes fins. Ils constituent un indicateur des pressions inflationnistes, une mesure des besoins de financement du secteur public et un signal relatif à la position du bilan du gouvernement concerné. Idéalement, il devrait y avoir des cadres comptables distincts affectés à chacun de ces usages. En réalité, la plupart des gouvernements ont recours à des cadres comptables non spécialisés qui fournissent des indicateurs incomplets sur toutes les questions dignes d'intérêt.

Par exemple, un cadre comptable peut laisser croire à une demande globale excédentaire (inflation) alors qu'il n'en est rien. Les emprunts contractés à des fins d'investissement ont un impact différent sur le bien-être économique que ceux qui servent à la consommation, et ceci devrait être reconnu comme tel dans les comptes. Un *bilan* mesure l'actif et le passif et la valeur nette (valeur de l'actif moins le passif) et doit faire ressortir clairement cette distinction. Dans le premier cas, l'actif

⁷⁵ Pour ce faire, le gouvernement doit additionner les positions nettes acheteur (investissements) et les positions à découvert (prêts) pour obtenir la position nette et évaluer l'étendue réelle de l'emprunt libellé en devises.

⁷⁶ Pour une analyse de toutes ces questions voir World Bank, 1999, et Bhattacharya et Stiglitz, 2000.

augmente en concomitance avec le passif, mais cette affirmation ne saurait être valable dans le deuxième cas.

L'un des problèmes posés par cette approche provient du fait que la différenciation entre les investissements réels et les dépenses à la consommation n'est pas toujours clairement marquée. Par exemple, nous traitons généralement les dépenses relatives à l'éducation comme des dépenses courantes (de consommation) alors qu'il s'agit réellement d'un investissement dans le capital humain. Les dépenses de soins pour les enfants devraient aussi être considérés comme un investissement, mais cela ne saurait s'appliquer aux dépenses de santé affectées aux personnes âgées. Ces questions gagneraient à être traitées dans le contexte d'un cadre approprié.

Certains des exemples les plus frappants d'inobservation des prescriptions en matière de comptabilité comprennent les points suivants : exclusion de l'aide étrangère des budgets publics ; consolidation des emprunts contractés par les entreprises publiques avec le reste du budget ; comptabilité de la privatisation; réponse inappropriée aux déficits budgétaires qui se sont aggravés après la privatisation de la sécurité sociale. Même le produit intérieur brut (PIB), mesure standard de toute réussite économique, suggère souvent que l'économie est en (bien) meilleure forme qu'elle ne l'est en réalité. Nous détaillerons ci-après certains de ces exemples.

Problèmes de mesure du PIB

Le PIB est la valeur de tous les biens et services produits dans un pays (mesurés en termes de dépenses publiques, de consommation, d'investissement et d'exportations moins les importations). Le problème posé par le PIB découle de ce que celui-ci peut augmenter même lorsque les citoyens s'appauvrissent, du fait que le gouvernement cède ses avoirs nationaux à des étrangers, emprunte à l'étranger ou épuise ses maigres ressources naturelles.

Une mesure plus appropriée du bien-être global est le produit national brut (PNB). Le PNB inclut les revenus perçus par les résidents nationaux sur les investissements à l'étranger et soustrait les revenus des étrangers générés par les investissements de ces derniers dans le pays. Le produit national net (PNN) est une mesure encore plus précise, car il retire la valeur de dépréciation des biens d'équipements du pays. Les mesures de la production nationale prenant en compte l'épuisement des ressources naturelles, la dégradation de l'environnement et la présomption de risques constituent des mesures de bien-être d'autant plus pertinentes.

Comptabilité des entreprises publiques

Un autre exemple concerne la manière avec laquelle les pays en développement sont parfois forcés de rendre compte des dépenses de leurs entreprises publiques. De l'aveu même du FMI, qui le reconnaît publiquement aujourd'hui, l'institution a longtemps traité les dettes des entreprises publiques d'Amérique latine différemment de la manière avec laquelle ces emprunts étaient comptabilisés en Europe. En Amérique latine, le déficit public consolidé classe cet emprunt sous forme d'augmentation du déficit public. En Europe, l'emprunt par les entreprises du secteur public n'est pas consolidé avec celui de l'administration publique. Ceci signifie que les chiffres inscrits au budget en Europe et en Amérique latine ne sont pas réellement comparables : un pays d'Amérique latine qui se trouve dans une situation similaire à

celle d'un pays européen apparaît comme ayant un déficit important. L'investissement effectué par les entreprises publiques implique également que le secteur public accumule les actifs, mais ceux-ci ne sont pas inclus dans les comptes, lesquels se réfèrent en général aux flux plutôt qu'aux bilans. Comme nous l'avons noté, ces pratiques comptables encouragent les pays concernés à privatiser leurs entreprises publiques, même en l'absence de véritable motif économique. Et même s'il se trouvait une raison valable pour ce faire, il serait préférable d'utiliser les reçus issus de ces ventes d'actifs pour rembourser la dette publique. Cependant, les cadres comptables conventionnels ne permettent pas d'effectuer cela.

**Autres exemples de déformation des comptes :
fonds de stabilisation, réforme agraire et recapitalisation bancaire**

Il existe d'autres exemples d'altérations de comptes. Certains pays, comme le Chili, ont instauré un fonds pour les mauvais jours, désigné par l'appellation « fonds de stabilisation » et destiné à sauvegarder les fonds excédentaires, de sorte que ceux-ci puissent servir en période de repli économique. Cependant, si ces dépenses sont traitées dans le budget au même titre que toutes les autres formes de dépenses délibérément supérieures aux recettes, il pourra sembler que le pays ait dépassé ses dépenses budgétaires cibles négociés avec le FMI. La volonté de ne pas être accusé de gaspillage peut décourager certains pays de pratiquer le financement au découvert dont ils ont besoin pour la reprise.

Le Brésil est un pays qui présente des inégalités spectaculaires en matière de revenus, de richesses et de distribution des terres. La réforme agraire promet d'augmenter l'efficacité économique, la croissance et l'égalité. Cependant, des cadres comptables inappropriés entravent la réforme agraire. En vertu de l'un des programmes de réforme agraire les mieux conçus qui soient, le gouvernement de ce pays emprunte de l'argent pour acheter des terres aux riches propriétaires terriens, utilisant sa capacité à acquérir des terres privées pour les transformer en domaine public et imposer leur mise en vente au prix du marché. Il prête ensuite des fonds aux petits paysans pour leur permettre d'acheter des terres. Si le gouvernement prélève un taux d'intérêt approprié sur les prêts, il ne fera l'objet d'aucune pression fiscale. Il est évidemment possible que les paysans ne puissent plus honorer leur prêt, auquel cas le gouvernement reprend possession de ses terres pour les revendre.⁷⁷ Cependant, la comptabilité fiscale traditionnelle considère l'emprunt public pour l'achat de terres comme un passif et ne reconnaît pas l'hypothèque que le gouvernement reçoit en contrepartie comme un actif, quel que soit le montant des intérêts perçus. C'est en raison de la prise en compte des passifs et non des actifs que la réforme agraire est comptabilisée en dépenses délibérément supérieures aux recettes. Au vu des objectifs de déficit rigoureusement définis par le FMI, la réforme agraire devient en substance impossible à mettre en œuvre. Elle doit entrer en concurrence avec toutes les autres dépenses, même s'il lui faut être complètement ou presque autofinancée par le biais d'un cadre comptable approprié.

⁷⁷ La seule perte est constituée par la valeur actuarielle de la perte en versements locatifs durant toute la période intérimaire, entre le moment où les échéances du prêt ne sont plus honorées et le moment où la terre est revendue, soit sans doute une petite fraction de la valeur de l'opération sous-jacente elle-même.

En bref, les cadres comptables influencent l'orientation des pouvoirs publics et ont des conséquences politiques notoires. Pour éviter les mesures d'incitation erronées que les pratiques comptables génèrent, il faut établir un ensemble de règles entièrement différentes que celles qui sont utilisées dans les programmes budgétaires. En particulier, il pourrait s'avérer judicieux de cibler l'équilibre budgétaire courant de l'administration publique (par le biais d'une « règle d'or » structurelle, en vertu de laquelle l'investissement est obligatoirement financé par l'épargne publique ou un excédant primaire structurel), comme nous l'avons déjà indiqué, conjointement à la dette consolidée du secteur public, comprenant tout le passif exigible.

Gestion de la dette publique dans les pays en développement

Si les marchés intérieurs de la dette publique sont étroits, les gouvernements seront tentés de financer leurs politiques budgétaires expansionnistes par des crédits à l'étranger. Cependant, ceci les expose à des risques potentiels plus conséquents, résultant des fluctuations des taux de change et, de ce fait, réduit à néant le rôle des variations de taux de change dans le processus de réajustement. Les bonnes performances des pays de l'Asie de l'Est pendant si longtemps s'expliquent en partie par le taux élevé de l'épargne disponible ayant permis aux gouvernements d'investir à des taux élevés sans devoir s'endetter à l'étranger. (En effet, l'ampleur de la crise de l'Asie de l'Est résulte principalement de la libéralisation des marchés des capitaux, une mesure qui n'avait pourtant pas lieu d'être au vu des taux élevés de l'épargne dans ces pays.) Pour les pays fortement endettés envers l'étranger, un des objectifs à moyen terme est de développer des marchés de capitaux locaux pour emprunter dans leur propre monnaie et encourager ainsi l'épargne intérieure.

Si les marchés des capitaux fonctionnaient de manière adéquate, les pays en développement pourraient contracter des prêts à l'étranger dans leur propre monnaie (ou dans un panier de monnaies auquel leur monnaie serait solidement ancrée). Les marchés assurés d'un bon fonctionnement devraient permettre de transférer les risques de change aux bailleurs de fonds des pays en développement les plus susceptibles de les supporter.⁷⁸ Ce cas de figure s'est quelques fois présenté mais globalement, ce sont les pays en développement qui subissent de plein fouet les conséquences des risques liés aux fluctuations des taux de change et des taux d'intérêt. Ce n'est pas tant la source des fonds qui importe mais bien le risque lié à la dette. Les emprunts contractés à l'étranger impliquent obligatoirement une prise de risque très élevée, les pays concernés doivent par conséquent limiter la portée des risques qu'ils encourent.

L'asynchronisme des échéances et le manque d'alignement des monnaies dont souffrent les structures de la dette publique dans bon nombre de pays en développement constituent une source de préoccupation majeure. Les dettes à long terme sont en majorité libellées en devises alors que la dette intérieure est généralement contractée à court terme. Pourtant, à l'exception d'un petit nombre d'entreprises publiques, le secteur public produit des services pour l'économie intérieure (non exportables) et ses investissements sont consentis à long terme.

⁷⁸ Voir ECLAC, 1998a, ch. VIII.

La structure des échéances au titre des engagements *intérieurs* du secteur public est également très importante, comme l'ont montré les différentes crises financières. La raison principale en est le caractère hautement liquide des titres publics, qui facilite la substitution des actifs et la fuite des capitaux. Lorsque la dette d'un pays est en grande partie contractée à court terme, celui-ci doit continuellement emprunter pour refinancer sa dette. Les besoins bruts de financement qui sont élevés en période de dépression induisent la hausse obligée des taux d'intérêt pour rendre le refinancement de la dette attractif. Les taux d'intérêt élevés alimentent ensuite le déficit budgétaire, contribuant à l'augmentation rapide du service de la dette et au renforcement de l'endettement. En outre, le refinancement des engagements intérieurs ne sera viable que si le gouvernement assume les risques de dévaluation ou les fluctuations éventuelles des taux de change, ce qui génère en retour de nouvelles sources d'instabilité. Telle était la situation prévalente avant la crise au Mexique en 1994 ou la crise au Brésil en 1999, lorsque les obligations à taux fixe ont été rapidement remplacées par des titres à taux variable libellés en dollar. La Colombie, dont la dette est légèrement plus à long terme du fait que le secteur public y émet traditionnellement des titres dont l'échéance est d'un an au minimum, n'a pas fait l'expérience d'une substitution de cette ampleur durant sa crise de 1998-1999.⁷⁹

Bien que les recettes publiques soient largement rattachées aux prix intérieurs, suggérant ainsi que les gouvernements devraient emprunter dans leur propre monnaie, il existe toutefois deux raisons qui font que cette règle ne doit pas être suivie à la lettre. La première est en relation avec la gestion macroéconomique. En principe, le gouvernement gère sa dette extérieure pour compenser le schéma hautement procyclique des flux de capitaux privés extérieurs. Par exemple, durant les phases de volumes réduits de mouvements de capitaux privés, le secteur public peut être l'un des meilleurs fournisseurs nets en devises, grâce à son accès préférentiel au crédit extérieur, notamment le crédit financé par les institutions financières multilatérales.

La deuxième raison est en rapport avec la profondeur des marchés obligataires nationaux, qui détermine la capacité à émettre des titres (obligations) nationaux à long terme. Les marchés assurés d'un bon fonctionnement requièrent l'existence de marchés secondaires et de teneurs de marché qui fournissent les liquidités à ces titres. En l'absence de ces conditions prérequis, le gouvernement doit faire face à un compromis entre l'asynchronisme des échéances et le manque d'alignement des monnaies. Il peut être judicieux de détenir une dette répartie de telle manière à inclure une composante importante d'engagements extérieurs, en dépit du décalage des monnaies qui y est associé. Sur le long terme, l'objectif d'approfondissement des marchés des capitaux intérieurs devrait être un impératif pour les autorités publiques. En raison des niveaux de risque peu élevés et de la plus grande homogénéité des titres qu'il émet, l'Etat joue un rôle primordial dans la réalisation des objectifs de développement à long terme des marchés primaires et secondaires pour les titres nationaux, notamment la création d'instruments de références pour les titres de créances du secteur privé. L'existence de bons du Trésor permet au marché de différencier plus aisément le risque souverain du risque lié aux entreprises. Certains affirment que ceci devrait faciliter grandement l'octroi de crédits aux sociétés.

⁷⁹ Ocampo, 2003a.

Il n'y a assurément aucune démarche qui soit exempte de risque. Le marché de la dette libellée en monnaie nationale est susceptible d'affecter les apports de capitaux à court terme. Le marché de la dette publique intérieure offre aux étrangers un accès facile aux instruments de placement à court terme, ce qui entraîne une forte augmentation des entrées de capitaux en période d'essor économique et renforce la fuite des capitaux durant les crises. Un marché des bons du Trésor actif (liquide) offre aux investisseurs la capacité de vendre les devises à découvert, facilitant ainsi aux spéculateurs le pari contre le taux de change. Ces préoccupations ne sont toutefois pas suffisamment importantes pour dissuader les pouvoirs publics d'emprunter sur le marché intérieur (lorsque ceux-ci l'auraient autrement fait). Il existe différents types de réglementations relatives à la balance des opérations en capital susceptibles de servir à traiter ces risques de manière plus appropriée. Par exemple, les autorités peuvent interdire aux étrangers l'acquisition de placements à court terme ou mandater les étrangers pour détenir des titres à long terme sur plus d'une année ou fournir aux étrangers des incitations pour s'abstenir de spéculer.

Il existe un autre problème posé par la nature décentralisée de la plupart des gouvernements : un nombre significatif, voire majoritaire, d'administrations sous-nationales et d'entreprises publiques s'attendent à être renflouées en cas de crise. Ceci donne naissance à un important problème de risque moral. Des limites juridiques et des réglementations spécifiques sont requises, comprenant notamment des préceptes clairs sur l'endettement du secteur public, des mécanismes de contrôle direct de l'endettement extérieur ainsi que des règles définissant les échéances minimales et les écarts maximaux devant régir le crédit consenti aux différentes entités publiques. Ces principes doivent s'appliquer non seulement au pouvoir central mais également aux organismes publics autonomes et aux gouvernements sous-nationaux.⁸⁰

Conclusion : interventions microéconomiques et autres mesures hétérodoxes

Comme nous l'avons expliqué tout au long de cette note, il existe plusieurs interventions hétérodoxes auxquelles les pays en développement peuvent recourir pour relancer leur économie, comme par exemple les politiques fiscales ou bancaires et autres mesures réglementaires. Cette liste de micro-interventions est loin d'être exhaustive. Le point essentiel à retenir est assez simple : il n'y a aucune raison de limiter les tentatives de stabilisation de l'économie aux seules interventions macroéconomiques standard.

L'on avance parfois qu'il faut éviter les interventions micro-économiques du fait qu'elles entraînent des déformations, mais il existe plusieurs réponses à cette objection. Tout d'abord, il y a des limites à l'efficacité des instruments standard, particulièrement dans les pays en développement. Par exemple, les pertes provoquées par le «Triangle de Harberger» (inefficiences résultant notamment des interventions

⁸⁰ Un des moyens dont disposent les prêteurs étrangers pour réduire les risques associés aux emprunts consentis en monnaie locale est de recourir à la diversification. Les créanciers intérieurs s'exposent généralement à une concentration du risque au niveau de leur propre monnaie, mais les créanciers étrangers peuvent tirer profit des faibles corrélations existant entre les différents débouchés locaux des marchés émergents pour réduire les risques de leurs placements en monnaie nationale. Voir Dodd et Spiegel, 2005.

fiscales) font pâle figure en comparaison de celles qui sont occasionnées par la sous-utilisation des ressources d'un pays. En outre, les pays en développement sont dominés par les inefficiences du marché ; même dans les pays développés, les marchés des capitaux sont caractérisés par des imperfections, dont bon nombre sont associées aux limitations inhérentes causées par les informations imparfaites. Les détracteurs de ces interventions micro-économiques supposent que l'économie est bien mieux décrite par un modèle compétitif disposant d'informations parfaites, sans aucune déformation. Une telle hypothèse, déjà inappropriée pour les pays développés, paraît particulièrement insignifiante pour le monde en développement. Les interventions micro-économiques judicieusement conçues sont susceptibles d'accroître l'efficacité de l'économie en même temps qu'elles contribuent à la stabilité économique.

V. REFERENCES

- Akerlof, George, and Paul Romer (1993). Looting the economic underworld of bankruptcy for profit. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1–73.
- Alesina, Alberto, and Lawrence Summers (1993). Central Bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25/2: 151–162.
- Levine, Ross, and David Renelt (1992). A sensitivity analysis of cross-country growth regressions. *American Economic Review*, 942–963.
- and Sara Zervos (1993). What have we learned about policy and growth from cross-country regressions? *American Economic Review*, 426–430.
- Auerbach, Alan (1991). Retrospective capital gain taxation. *American Economic Review*, 81/1: 167–178.
- D. Bradford (2002). Generalized cash-flow taxation. NBER Working Paper, 8122.
- Baker, Dean, and Mark Weisbrot (2002). The role of social security privatization in Argentina's economic crisis. Washington, DC: Center for Economic and Policy Research.
- Bank of Japan (2003). Japan's deflation and policy response. Based on a speech given by Kazuo Ueda, Member of the Policy Board, at the Meeting on Economic and Financial Matters in Nara City, Nara Prefecture. April 24, 2003.
- Barro, Robert (1997). *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Baunsgaard, Thomas, and Michael Keen (2005). Tax revenue and (or?) trade liberalization. Working Paper 05/112, IMF, Washington D.C.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05112.pdf>
- Ben-David, Dan, and David Papell (1998). Slowdowns and meltdowns: Postwar growth evidence from 74 Countries. *Review of Economics and Statistics*, 80: 561–571.
- Bhattacharya, Amar, and Joseph Stiglitz (2000). The Underpinnings of a stable and equitable global financial system: From old debates to a new paradigm, Annual World Bank Conference on Development Economics 1999. Washington, DC: The World Bank.
- Birdsall, Nancy and Augusto de la Torre, with Rachel Menezes (2001). *Washington contentious: Economic policies for social equity in Latin America*. Washington, D.C.: Carnegie Endowment for International Peace.
<http://www.carnegieendowment.org/pdf/files/er.Contentious.pdf>
- Boskin Commission Report (1999). Toward a more accurate measure of the cost of living, *Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to Study Consumer Price Index*
<http://www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html>
- Budnevich, Carlos, and Guillermo Le Fort (1997). Fiscal policy and the economic cycle in Chile. *CEPAL Review*, 61.
- Bruno, Michael (1995). *Inflation growth and monetary control: Non-linear lessons from crisis and recover*, Paolo Baffi Lectures on Money and Finance. Rome: Bank of Italy, Edizioni dell'elefante.
- William Easterly (1996). Inflation and growth: In search of a stable relationship. *FRBSL*, 78/3: 139–146.
- William Easterly (1998). Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*, 41/1: 3–26.
- Stanley Fischer, Elhanan Helpman, Nissan Liviatan, and Leora Meridor (eds) (1988). *Lessons of economic stabilization and its aftermath*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Guido Di Tella, Rudiger Dornbusch, and Stanley Fischer (eds) (1991). *Inflation stabilization: The experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia, and Mexico*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Buiter, Willem (2003). James Tobin: An appreciation of his contribution to economics. NBER Working Paper, 9753.

- Centrangolo, Oscar, Argentina (forthcoming), IPD Argentina tax case study (2005). In *IPD Task Force Volume*
http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Centra_Argentina_Summary.pdf
- Chirinko, Bob (1993). Business fixed investment spending: Modeling strategies, empirical results, and policy implications. *Journal of Economic Literature*, 1/4: 1875–1911.
- Cobham, Alex (2005). Tax evasion, tax avoidance and development finance. Working Paper 129, Queen Elizabeth House, Oxford, September.
<http://www.qeh.ox.ac.uk/pdf/qehwps129.pdf>
- Cooper, Richard (1992). *Economic stabilization and debt in developing countries*. Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Culpeper, Roy and Nihal Kappagoda (2006). *Domestic resource mobilization, debt sustainability and the Millennium Development Goals*
- Dasgupta, Partha, and Joseph Stiglitz (1977). Tariffs versus quotas as revenue raising devices under uncertainty. *American Economic Review*, 67/5: 975–981.
- Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski, James Daniel, and Steven Barnett (2003). Stabilization and savings funds for nonrenewable resources: Experience and fiscal policy implications, in *Fiscal policy formulation and implementation in oil-producing countries*, Jeffrey Davis, Rolando Ossowski, and Annalisa Fedelino eds. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Díaz-Alejandro, Carlos, and Andres Velasco (1988). *Trade, development and the world economy. Selected essays of Carlos F. Diaz-Alejandro*. Oxford: Basil Blackwell.
- Dodd, Randall, and Shari Spiegel (2005). Up from sin: A portfolio approach to salvation, in *The IMF and World Bank at 60*. Ariel Buira ed.. London: Anthrem Publishers.
- Easterly, William, and Luis Servén (eds) (2003). *The limits of stabilization: Infrastructure, public deficits, and growth in Latin America*. Palo Alto, California: Stanford University Press and World Bank.
- Eaton, Jonathan, and Mark Gersovitz (1981). Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. *The Review of Economic Studies*, 48/2: 289–309.
- ECLAC (Economic Commission for Latin America and the Caribbean) (1998a). *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL: Textos seleccionados*. Santiago: Fondo de Cultura Económica y CEPAL.
- (1998b). *The fiscal covenant: Strengths, weaknesses, challenges*. Santiago: ECLAC.
- The Economist* (2003). A place for capital controls, 3 May: 16.
- Emran, Shahe and Joseph Stiglitz (2005). On selective indirect tax reform in developing countries. *Journal of Public Economics*, 89: 599-623.
- Epstein, Gerald, Ilene Grabel, and Jomo K. S. (forthcoming). Capital management techniques in developing countries: Managing capital flows in Malaysia, India, and China. In *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J.A. Ocampo, Shari Spiegel, and Joseph Stiglitz, eds. Oxford University Press.
- Fernández de Lis, Santiago, Jorge Martínez, and Jesús Saurina (2001). Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain. In *Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability*. BIS Papers, 1 March.
- Ffrench-Davis, Ricardo, and Guillermo Larraín (2003). How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian crisis. In *From capital surges to drought: Seeking stability for emerging markets*, Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones, eds. London: Palgrave/Macmillan.
- Fischer, Andreas (1996). Central Bank independence and sacrifice ratios. *Open Economies Review*, 7: 5–18.
- Fischer, Stanley (1996). "Why are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?" in *Achieving Price Stability*, proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyo., August 29-31, 1996.
- FitzGerald, Valpy (2006). *Tax reform in a globalized world*, presented to the UN-DESA/FONDAD Policy space for developing countries in a globalized world conference, New York, 7-8 December 2006.

- Frenkel, Roberto (2004). Real exchange rate and employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico. Paper prepared for the Group of 24, Washington, DC.
- Lance Taylor (2006). Real exchange rate, monetary policy, and employment. In *Policy matters: Economic and social policies to sustain equitable development*, J.A. Ocampo, Jomo K. S., and Sarbuland Khan, eds. New York, NY: United Nations.
- Furman, Jason, and Joseph Stiglitz (1998). Economic crises: Evidence and insights from East Asia. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1–114.
- Gaspar, Vitor, and Frank Smets (2002). Monetary policy, price stability and output gap stabilization. *International Finance*, 5/2: 193–211.
- Goodfriend, Marvin, and Robert King (2001). The case for price stability. NBER Working Paper, w8423.
- Gordon, Roger, and Wei Li (2005). *Tax structures in developing countries: Many puzzles and a possible explanation*. UCSD and University of Virginia, 2005.
- Griffith-Jones, Stephany, and Avinash Persaud (forthcoming). The pro-cyclical impact of Basle II on emerging markets and its political economy. In *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J.A. Ocampo, Shari Spiegel and Joseph Stiglitz eds. New York: Oxford University Press.
- Hubbard, Glenn (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36/1: 193–225.
- Jorgenson, Dale, and Eric Yip (2001). Whatever happened to productivity growth? *New Developments in Productivity Analysis, Studies in Income and Wealth*, 63: 509–540.
- Jun, Joosung (forthcoming). The tax-expenditure linkage in Korea', IPD Korea tax case study (2005), in IPD Tax Force Volume (forthcoming).
http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Jun_Presentation.pdf
- Kaminsky, Graciela, Carmen Reinhart, and Carlos Végh (2004). When it rains, it tours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies. NBER Working Paper, 10780.
- Keynes, J.M. (1936). *General theory of employment, interest and money*. London: Macmillan.
- Krugman, Paul, and Lance Taylor (1978). Contractionary effects of devaluations. *Journal of International Economics*, 8/3: 445–456.
- Levine, Ross, and David Renelt (1992). A sensitivity analysis of cross-country growth regressions. *American Economic Review*, 82/4: 942–963.
- Sara Zervos (1993). What have we learned about policy and growth from cross-country regressions. *American Economic Review*, 426–430.
- Lutz, Matthias (1999). Unit roots versus segmented trends in developing countries output Series. *Applied Economic Letters*, 6: 181–184.
- Mahadeva, Lavan, and Gabriel Sterne (eds) (2000). *Monetary policy frameworks in a global context*. New York: Routledge.
- Marfán, Manuel (2005). Fiscal policy, efficacy and private deficits: A macroeconomic approach, in *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, J.A. Ocampo ed. Stanford: Stanford University Press and ECLAC.
- Martner, Ricardo, and Varinia Tromben (2003). Tax reforms and fiscal stabilization in Latin America. In Tax Policy, Banca d'Italia Research Department, Public Finance workshop.
- McKinley, Terry (2005). Why is the Dutch disease always a disease? The macroeconomic consequences of scaling up ODA. UNDP International Poverty 42 Centre Working Paper No. 10, Brasilia.
<http://www.undp-povertycentre.org/newsletters/WorkingPaper10.pdf>
- Miller, Marcus, and Joseph Stiglitz (1999). Bankruptcy protection against macroeconomics shocks: The case for a “super chapter 11.” World Bank Conference on Capital Flows, Financial Crises and Policies.
- Nayyar, Deepak (1997). Themes in trade and industrialization. In *Trade and industrialization*, Deepak Nayyar ed. Delhi: Oxford University Press.
- (2000). Macroeconomic reforms in India: Short-term effects and long-run implications, In *Adjustment and beyond: The reform experience in South Asia*, Wahidudin Mahmud, ed. London: Palgrave.

- Neary, Peter and Joseph Stiglitz (1983). Toward a reconstruction of Keynesian economics: Expectations and constrained equilibria. *Quarterly Journal of Economics*, 98: 199–228.
- Ocampo, J.A. (2002). Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world. In *Development economics and structuralist macroeconomics: Essays in honour of Lance Taylor*, Amitava Dutt and Jaime Ros, eds. Aldershot: Edward Elgar, 2002.
- (2003a). Capital account and counter-cyclical prudential regulation in developing countries, in *From capital surges to drought: Seeking stability for emerging markets*, Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones eds. London: Palgrave/Macmillan.
- (2003b). International asymmetries and the design of the international financial system, In *Critical issues in financial reform: A view from the south*, Albert Berry ed New Brunswick: Transaction Publishers.
- (2004b). Lights and shadows in Latin American structural reforms. In *Economic reforms, growth and inequality in Latin America: Essays in honor of Albert Berry*. Gustavo Indart, ed. Aldershot: Ashgate.
- (2005b). A broad view of macroeconomic stability. IPD Conference Background Papers.
- (forthcoming). Latin America and the world economy in the long twentieth century. In *The great divergence: Hegemony, uneven development and global inequality during the long twentieth century*. Jomo K.S. ed. New Delhi: Oxford University Press.
- and Palma (2007). IPD Capital Market Liberalization Companion Volume, forthcoming
- Oliveira, Jose (2005). The Brazilian tax structure, IPD Brazil Tax Case Study. Processed. In *IPD Tax Force Volume*.
http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Oliveira_Brazil_Summary.pdf
- Posen, Adam (1998). Central Bank independence and disinflationary credibility: A missing link? *Oxford Economic Papers*, 50: 335–359.
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff (2004). The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation. *Quarterly Journal of Economics*, 119/1: 1-48.
- Reserve Bank of New Zealand (2000). *Alternative monetary policy instruments*.
<http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/0096420.pdf>
- Rodrik, Dani (forthcoming). A practical approach to formulating growth strategies. In *From the Washington Consensus towards a new global governance*, Narcís Serra and Joseph Stiglitz eds. Oxford: Oxford University Press.
- Andres Velasco and Ricardo Hausmann (forthcoming). Growth diagnostics. In *From the Washington Consensus towards a new global governance*, Narcís Serra and Joseph Stiglitz eds. Oxford: Oxford University Press.
- Rojas-Suarez, Liliana (forthcoming). Domestic financial regulations in developing countries: Can they effectively limit the impact of capital account volatility? In *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J.A. Ocampo, Shari Spiegel, and Joseph Stiglitz eds. Oxford: Oxford University Press.
- Romer, Paul (1987). Crazy explanations for the productivity slowdown. In Stanley Fischer, ed. *NBER Macroeconomics Annual*. Cambridge, Mass.: NBER.
- Schneider, Benu (2006). Aid delivery, management and absorption. UN DESA, Mimeo.
- Shapiro, Carl, and Joseph Stiglitz (1984). Equilibrium unemployment as a worker discipline device. *American Economic Review*, 74/3: 433–444.
- Shigehara, Kumiharu (1992). Causes of declining growth in industrialized countries, *Policies for Long-Term Economic Growth*. Wyoming: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Stiglitz, Joseph (1998). Knowledge for development: Economic science, economic policy, and economic advice. In *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Boris Pleskovic and Joseph Stiglitz, eds. Washington: World Bank, 9–58.
- (2003a). Whither reform? Towards a new agenda for Latin America. *Revista de la CEPAL*, 80: 7–40.
- (2003b). *The roaring nineties*. New York: W. W. Norton & Company.

- A. Weiss (1981), Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71/3: 393–410.
- J.A. Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench Davis, and Deepak Nayyar (2006). *Stability with growth*. Oxford: Oxford University Press.
- Svensson, Lars (2000). *Does the P* model provide any rationale for monetary targeting?* NBER Working Paper No. 7178. National Bureau of Economic Research.
- Tanzi, Vito, and Howell Zee (2001). *Tax policy for developing countries*. International Monetary Fund.
- Taylor, Lance (1988). *Varieties of stabilization experience: Towards sensible macroeconomics in the Third World*. Oxford: Clarendon Press.
- (1993). *The rocky road to reform: Adjustment, income distribution and growth in the developing world*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Tobin, James, and William Brainard (1977). Asset markets and the cost of capital. In *Economic Progress, Private Values and Public Policy: Essays in Honor of William Fellner*, Richard Nelson and Bela Balassa, eds. Amsterdam: North-Holland. 235–262.
- Weitzman, Martin (1974). Prices vs. quantities. *Review of Economic Studies*, 41/4: 477–491.
- World Bank (1999). *Global economic prospects and the developing countries, 1998–99—Beyond Financial Crisis*. Washington, DC: World Bank.
- Zahler, Roberto (2003). Macroeconomic stability under pension reform in emerging economies: The case of Chile. *Proceedings of the Seminar on Management of Volatility, Financial Globalization and Growth in Emerging Economies*. Santiago: