

CONSEILS AUX PAYS ÉMERGENTS SUR LA CRISE ACTUELLE : QUOI DE NEUF ? QU'EST-CE QUI A CHANGÉ ? POURQUOI ?

MARCOS CHAMON *
CHRISTOPHER CROWE *
ATISH R. GHOSH *
JUN KIM *
JONATHAN D. OSTRY *

Il ne fait guère de doute que la crise mondiale actuelle, qui a frappé principalement les économies avancées mais qui a aussi affecté les pays en développement et les économies de marché émergentes (EME), est extraordinaire - même à l'aune des crises financières qui ont frappé un certain nombre d'EME dans les années 1990. Quelles ont été les recommandations du FMI pour faire face à la crise actuelle ? En quoi sont-elles différentes des recommandations émises lors des crises précédentes ? Et qu'est-ce qui justifie ces différences ?

La crise actuelle a créé un double problème pour les EME : une crise ou un arrêt brusque du crédit associé à une baisse dramatique de la demande extérieure. Pour certaines EME, ces chocs ont été considérablement amplifiés par des fragilités domestiques, principalement dans le secteur financier et le budget des ménages. En réalité, certaines EME étaient déjà en crise, ou sur le point de l'être, en raison d'un accroissement des fragilités résultant d'un *boom* de la dette domestique, alimenté par des entrées de capitaux et un endettement excessif des ménages, souvent en devises étrangères. À l'inverse, d'autres pays étaient des « spectateurs innocents » dont les difficultés ont été liées aux retombées de la crise venue des États-Unis.

* Département de la recherche, Fonds monétaire international.

Les opinions exprimées ici sont celles des auteurs et ne doivent pas être attribuées au FMI, à son Conseil exécutif ou à sa Direction.

Les conseils du FMI ont été sensiblement différents pour ces deux groupes. Lorsque les difficultés reflétaient des fragilités domestiques, le rééquilibrage des finances publiques, la rigueur monétaire et les ajustements structurels - éléments centraux des conseils du FMI lors des précédentes crises des EME dues à des problèmes domestiques - sont souvent déterminants pour rétablir la confiance et la crédibilité des politiques. Cependant, lorsque les fondamentaux domestiques sont foncièrement sains et que les structures politiques sont suffisamment solides, le FMI conseille aux EME d'utiliser leurs marges de manœuvre pour atténuer le choc extérieur. Si une aide financière peut s'avérer utile dans ce contexte, le FMI met ses ressources à disposition, souvent avec peu ou pas de conditionnalité, dans l'espoir que la solidité du cadre structurel continuera de les aider à sortir de la tempête. Donc, pour les « spectateurs innocents », les conseils du FMI ont été plus sensiblement différents de ses réactions traditionnelles lors des précédentes crises des EME, non pas tant parce que le FMI a fondamentalement changé d'avis sur ce qui est efficace, mais bien plus parce que la nature du choc est fondamentalement différente et parce que la solidité des fondamentaux politiques chez certaines EME justifie une autre approche.

308

Le fait que des EME aux politiques très saines se soient trouvées dans des situations de crise en 2008-2009 montre surtout la violence du choc exogène externe. Les conseils du FMI sont dans de telles circonstances bien plus proches de ce qu'ils seraient pour un pays avancé, menacé de récession par une chute de la demande étrangère et des flux de capitaux, ce qui constitue un événement qu'il faut saluer et qui démontre une impartialité dans les conseils du FMI. Il met également en évidence le fait que les prescriptions traditionnelles en cas de crise domestique, de resserrement budgétaire et de relèvement des taux d'intérêt pour arrêter les sorties de capitaux auraient probablement peu d'effet dans la crise actuelle, car la raison de ces sorties reflète bien moins les problèmes domestiques et bien plus un processus de désendettement des créditeurs dans les pays avancés. Par exemple, la prescription classique de relèvement des taux d'intérêt pour restaurer la confiance dans une monnaie aurait beaucoup moins d'effet que lors d'une crise financière « domestique » normale dans les EME.

La suite de cet article est conçue comme suit. Nous commençons par une brève récapitulation des conseils traditionnels du FMI pour les pays connaissant une crise de la balance des paiements, avant de se tourner dans la deuxième partie vers les conseils donnés aux pays émergents dans la crise actuelle. Dans une dernière partie, nous concluons que s'il y a bien des différences importantes dans les conseils aux EME par rapport aux crises précédentes, ces différences doivent,

en grande partie, être attribuées à la nature unique de cette crise et à ses effets sur les économies des marchés émergents.

*FAIRE FACE AUX CRISES FINANCIÈRES :
UNE BRÈVE HISTOIRE DES CONSEILS DU FMI*

Les conseils du FMI pour les pays connaissant des crises de la balance des paiements - le plus souvent, mais pas exclusivement, inscrits dans le contexte de programmes élaborés par le FMI - ont sensiblement évolué au cours des cinq décennies entre la création du FMI et les crises des marchés émergents des années 1990.

Les premiers programmes soutenus par le FMI, qui comprenaient des accords avec les principaux pays industrialisés, étaient des programmes classiques d'ajustement des « comptes courants » visant à rétablir la viabilité de la balance des paiements. Comme c'étaient des programmes à court terme, l'accent était mis sur la gestion de la demande, particulièrement par une modération de la dépense publique (et la réduction implicite de l'expansion du crédit), qui devait résorber le déficit des comptes courants ou au moins le ramener à un niveau qui puisse être financé par des mouvements de capitaux normaux. La conception de ces programmes avait pour but de faire en sorte que les ressources financières du FMI n'aient pas à être dépensées, mais plutôt conservées par les banques centrales (d'où leur nom d'accords de *stand-by*) pour le cas où elles seraient nécessaires, donnant ainsi aux marchés le sentiment que le taux de change ne serait pas dévalué (ou pas dévalué davantage si le programme incluait une dévaluation initiale).

Dans les années 1970 et 1980, alors que le FMI commençait à aider des pays, notamment ceux à faibles revenus, à affronter leurs problèmes de paiement, une critique répandue était que ces programmes étaient trop axés sur la gestion de la demande et ne donnaient pas assez de chances à un rétablissement de la balance par une augmentation de l'offre globale. Ceci ainsi que la nécessité de tenir compte des dépenses sociales prioritaires pendant le processus de redressement budgétaire ont amené le FMI à se tourner vers les ajustements structurels. Bien que l'élaboration d'un programme précis dépende évidemment des circonstances particulières de chaque pays (qui variaient considérablement entre économies à faibles revenus, revenus moyens et en transition), une description simple, presque une caricature, de la plupart des programmes soutenus par le FMI était qu'ils avaient pour but de ramener le déficit des comptes courants à des niveaux finançables, grâce à une consolidation budgétaire (notamment parce que des finances publiques non viables étaient souvent à l'origine des déséquilibres extérieurs), des restrictions monétaires pour contenir

l'inflation et enrayer l'hémorragie des réserves, et divers ajustements structurels pour augmenter l'efficacité économique et favoriser la croissance - cette dernière notamment dans les pays à faibles revenus ou en transition. Alors que ces pays s'engageaient dans des programmes multiples et échelonnés sur plusieurs années, ceux-ci étaient de plus en plus considérés comme des occasions d'améliorer le fonctionnement général de l'économie - même si les mesures structurelles spécifiques, bien que bénéfiques, n'avaient qu'un rapport tangentiel avec les objectifs du programme.

La crise asiatique de la fin des années 1990 a mis le FMI - et l'ensemble des économistes - en face d'une situation complètement différente. Excepté peut-être le cas de la Thaïlande (où le déficit budgétaire avait augmenté pendant l'évolution vers la crise), ces crises ont eu pour origine le secteur privé - pas le secteur public - et ont reflété des déséquilibres entre les bilans plutôt que des déséquilibres des flux. Ceci a eu trois implications qui n'ont pas été correctement évaluées au moment de la mise au point du programme initial (en raison de la situation de crise, ces programmes ont été élaborés en un temps record) :

- une politique visant à réduire le déficit extérieur n'était pas nécessaire parce que la correction des comptes courants était imposée au pays par le retrait des financements privés ;

- quand le déséquilibre des finances publiques n'est pas à l'origine de la crise, le rôle de la politique budgétaire est plus complexe qu'un simple réflexe de resserrement budgétaire pour réduire le déficit extérieur et rétablir la confiance. D'une part, pour une correction donnée des comptes courants (due aux sorties de capitaux), une augmentation des réserves publiques diminue l'obligation du secteur privé de réduire l'absorption. D'autre part, s'il y a un effondrement de la production, une hausse de la dépense publique - notamment des mesures qui contribuent à stimuler l'offre - peut obtenir le même ajustement extérieur à un moindre coût pour la production ;

- le volume même des sorties de capitaux privés exigeait un soutien extérieur du FMI et des autres institutions bien plus important qu'il n'a été jugé nécessaire ou possible à ce moment-là.

Mettant en évidence l'ambivalence du rôle de la politique budgétaire, les objectifs programmés pour le déficit budgétaire furent rapidement ajustés d'un biais modérément restrictif à un biais de plus en plus expansionniste - mais ce retard a fait qu'en pratique, la politique budgétaire n'a pas soutenu l'activité autant qu'elle aurait dû le faire. Alors que la consolidation budgétaire était cruciale pour rétablir la confiance dans les crises où le niveau de la dette était prépondérant (par exemple, au Brésil et en Turquie), dans les cas où le niveau de la dette

n'était pas le problème principal (notamment la crise de l'Afrique de l'Est), les ajustements budgétaires n'ont pas semblé restaurer la confiance. Ghosh *et al.* (2002) ont passé en revue l'expérience de plusieurs crises des paiements courants et ont conclu que les ajustements fiscaux qui ne sont pas nécessaires dans une perspective de moyen terme n'ont guère de chances d'avoir des effets favorables sur la confiance.

Le deuxième élément était le relèvement des taux d'intérêt pour enrayer les fuites de capitaux en offrant aux investisseurs des taux de rendement plus intéressants. Cette politique a été vivement critiquée, notamment par ceux qui soulignaient l'effet négatif de taux d'intérêt élevés sur l'économie. Même s'il était admis que le relèvement des taux d'intérêt en pleine crise n'avait qu'un effet limité, le contraire - augmenter la création de monnaie alors que son prix (c'est-à-dire le taux de change) s'effondrait - aurait probablement été désastreux. En outre, la mise en œuvre des conseils s'écartait parfois sensiblement de ce qui était prévu : en Indonésie, la création monétaire augmentait à un taux mensuel de 30 % en décembre 2007, alors que les taux d'intérêt étaient fortement négatifs. Ce relâchement monétaire a eu des conséquences prévisibles sur la roupie dont la valeur a été divisée par dix.

Le troisième était les ajustements structurels qui - dans la mesure où les crises avaient leurs sources dans les bilans des secteurs financier et industriel - étaient, avec raison, considérés comme essentiels pour rétablir la confiance et enrayer les fuites de capitaux. Mais comme les programmes pénétraient plus profondément dans les mécanismes économiques (notamment en Indonésie), le nombre et l'ampleur des mesures structurelles ont réduit celles-ci à l'impuissance, sapant la confiance des marchés car les investisseurs redoutaient que d'autres problèmes puissent surgir et doutaient de la volonté politique de mettre en œuvre les ajustements (ce qui, à son tour, signifiait que les allocations de crédits du FMI seraient retardées).

Si bien qu'à la fin des crises asiatiques, cinq leçons furent tirées concernant la manière de faire face aux crises financières :

- la politique à mettre en œuvre doit répondre autant que possible au problème posé. Ainsi, si les finances publiques ne sont pas à l'origine de la crise (soit un flux déficitaire qui provoque des déséquilibres extérieurs, soit une dette publique élevée qui sape la confiance), alors la consolidation budgétaire n'est pas nécessaire - et s'il existe une « marge de manœuvre », la politique budgétaire devrait soutenir l'activité économique ;

- les taux d'intérêt devraient être relevés pour contribuer à restaurer la confiance dans la monnaie, notamment si l'abondance de celle-ci est un facteur contribuant à l'apparition de la crise. Lorsque la demande

pour cette monnaie s'effondre - et que le taux de change se déprécie -, augmenter sa création (c'est-à-dire abaisser les taux directeurs) ne pourra qu'entraîner un nouvel effondrement de la monnaie (avec les répercussions qui l'accompagnent pour les budgets nationaux exposés aux risques de change) ;

- les fragilités de bilan, qui affectent normalement le secteur bancaire, doivent être abordées d'une manière proactive pour que la confiance revienne, que le secteur financier recommence à prêter et que la crise puisse être surmontée ;

- les ajustements structurels devraient être limités à ceux qui sont cruciaux pour la réussite du programme - il importe de résister à la tentation de charger le programme avec d'autres mesures structurelles qui, bien que bénéfiques, ne sont pas essentielles pour le problème à résoudre¹ ;

- si une crise éclate et que la confiance a disparu, des montants bien plus grands qu'envisagés lors des précédents déficits de paiement peuvent être nécessaires pour rétablir la confiance et arrêter les sorties de capitaux. De tels financements devraient être disponibles immédiatement et déboursés dès le départ ; idéalement, ils devraient être fournis de manière conditionnelle avant l'éclatement de la crise, ce qui permettrait de l'éviter.

312

CONSEILS PENDANT LA CRISE ACTUELLE

Dans la crise actuelle, où les pays émergents font face au double choc d'un arrêt brutal des flux de capitaux et d'une chute de la demande pour leurs exportations, le problème politique est triple. D'abord, comme l'a montré l'expérience des crises asiatiques, le traitement efficace des faillites et la nécessité de renégocier ou de restructurer la dette est une priorité absolue car sans cela, le secteur financier (qui est crucial pour la reprise de la croissance) est paralysé. En outre, comme nous le verrons ci-dessous, l'efficacité des renégociations de dettes et du traitement des faillites peut préciser la portée des politiques monétaire et budgétaire. Le deuxième défi est d'assouplir la politique monétaire pour soutenir l'activité tout en évitant une dépréciation excessive du taux de change et ses retombées sur la balance des paiements. Le troisième est de maintenir une politique budgétaire expansionniste sans porter atteinte à la crédibilité et à la pérennité des finances publiques.

Mais les compromis et la portée de ces politiques dépendent énormément de la situation initiale et de l'état du pays. Si les EME ont « mûri » au cours de ces dernières années avec des politiques améliorées, des institutions plus solides, une plus grande crédibilité et souvent des trésors de guerre en devises étrangères, les progrès ne sont

pas universels, avec des « marges de manœuvre » monétaires et fiscales, des déséquilibres des flux et des faiblesses au niveau des stocks, qui sont très disparates parmi les EME. En particulier, certains pays (notamment en Europe) ont vu exploser les crédits aux particuliers - souvent alimentés par des influx de capitaux - qui ont produit d'importants excès de l'endettement et des expositions aux risques de change dans les bilans domestiques, alors que d'autres pays ont réduit leur exposition aux devises sur les bilans publics (cas de l'Amérique latine) ou privés (cas de l'Asie). Le FMI a donc adapté en conséquence ces conseils, distinguant entre les pays qui sont proches d'une « crise domestique » ou de finances publiques non viables et ceux qui sont plutôt des « spectateurs innocents », subissant les répercussions d'une crise mondiale malgré la solidité de leurs propres fondamentaux.

Les conseils pour le premier groupe de pays n'ont pas été très différents de ce qu'ils étaient dans les crises précédentes et sont restés centrés sur un resserrement monétaire pour réduire la croissance du crédit et éviter (ou limiter) le rythme de dépréciation de la monnaie, une rigueur budgétaire pour soutenir la politique monétaire et la libération de ressources pour la nécessaire recapitalisation du secteur bancaire, ainsi que des mesures structurelles. Ces dernières étaient en général concentrées sur le domaine budgétaire (afin d'améliorer la viabilité du budget à moyen terme) et le secteur financier (pour répondre aux faiblesses structurelles des bilans, y compris la recapitalisation des banques insolubles).

Les deux groupes ont été affectés par le double choc des finances et de la demande extérieure, qui a entraîné une importante pression à la baisse sur leurs monnaies. Les effets sur les bilans domestiques et la récession importée font peser des risques importants d'insolvabilité. Une priorité est d'assurer un cadre légal et institutionnel approprié pour une renégociation rapide des dettes qui fait souvent défaut dans les économies des marchés émergents (ou au moins est beaucoup moins efficace que dans les économies avancées ; Djankov et *al.*, 2008) et, dans une telle crise, le système peut rapidement être dépassé.

L'urgence est manifestement la plus grande pour les pays qui sont confrontés à une crise interne causée par les déséquilibres des bilans domestiques. Cependant, pour les « spectateurs innocents », de tels mécanismes peuvent représenter de meilleures perspectives pour un assouplissement de la politique monétaire en réduisant les conséquences négatives de la dépréciation du taux de change sur les bilans non couverts (*hedged*). En principe, ils contribuent aussi à dégager des marges de manœuvre budgétaires en limitant la durée de la contraction et les coûts cumulés du redressement du système bancaire (qui augmentent à mesure que les restructurations tardent). En pratique,

cependant, lorsqu'il y a un fort surendettement, des dépenses plus importantes sont généralement nécessaires dans le court terme pour rétablir la solvabilité du système financier central, ce qui réduit d'autant la marge d'expansion budgétaire destinée à soutenir l'activité.

POLITIQUES MONÉTAIRES ET DE CHANGE

Les deux groupes de pays doivent faire face à la perte de financements extérieurs et aux pressions à la baisse sur leur taux de change qui en résulte. En raison de l'effondrement des flux de capitaux et du nécessaire ajustement extérieur, les devises des EME qui fluctuent librement devraient en règle générale se déprécier. Le niveau approprié de dépréciation dans chaque pays dépend d'un certain nombre de facteurs, dont l'importance de la surévaluation initiale, les déséquilibres entre les bilans et le régime de taux de change. En ce qui concerne ce dernier, les pays qui ont officiellement rattaché leur devise doivent prendre une décision fondamentale : soit abandonner la référence (*peg*), soit essayer de la défendre, en tenant compte du fait qu'une dévaluation par rapport à la référence perturbera davantage l'économie qu'une dévaluation dans un régime de change flottant, mais aussi du fait que le pays subira probablement une perte de compétitivité par rapport à ses partenaires commerciaux qui ont des taux de change flottants (et qui étaient au départ moins compétitifs).

314

Les effets restrictifs de la dépréciation dépendront de la nature des bilans sectoriels de l'économie qui sont exposés au risque de change et de la capacité de ces secteurs à absorber les pertes qui en résultent. Si de nombreuses EME d'Asie et d'Amérique latine ont des expositions de change réduites, notamment les bilans des secteurs publics, il reste en Europe d'importants emprunts en devises chez les ménages et d'autres emprunteurs qui n'ont pas de couverture naturelle.

Dans les pays qui ont connu une explosion du crédit (souvent accompagnée de déficits des comptes courants et de prêts domestiques en monnaies étrangères) et qui souffrent maintenant de fortes sorties de capitaux parce que la confiance dans leur monnaie est entamée, la politique de resserrement monétaire peut continuer à jouer un rôle, comme dans les crises précédentes. Indépendamment du fait que leur monnaie est rattachée à une autre (et qu'ils décident de maintenir ce lien), comme lors de la crise asiatique qui avait ébranlé la confiance dans les monnaies, la politique monétaire se doit d'être restrictive pour préserver la confiance dans la monnaie et éviter un effondrement du taux de change, qui aurait des effets dévastateurs sur les bilans domestiques exposés aux taux de change.

Pour les pays qui n'ont pas d'endettement excessif en devises et qui ont des politiques et des institutions crédibles, il existe de plus grandes possibilités d'assouplir la politique monétaire pour soutenir l'activité économique. Premièrement, en raison des taux d'intérêt plus bas pratiqués dans les économies avancées, le différentiel d'intérêt (auquel sont sensibles les flux de capitaux) a augmenté en faveur des EME, ce qui ouvre la perspective d'un assouplissement supplémentaire de la politique de taux des EME. Deuxièmement, la recommandation habituelle d'un relèvement des taux d'intérêt pour augmenter le coût des attaques spéculatives et pour attirer les capitaux étrangers en récompensant les investisseurs ne s'applique pas à ces pays, car les sorties de capitaux qu'ils subissent sont dues à la nécessité des créanciers de désinvestir plutôt qu'à une perte de confiance dans la devise de l'EME.

Tout en assouplissant leur politique monétaire, ces pays peuvent amortir l'impact sur les bilans des pertes de change en apportant des devises aux emprunteurs en devises qui ne peuvent pas refinancer leurs dettes arrivant à échéance. De tels apports de liquidités ne peuvent qu'éviter les défaillances dans la mesure où (au moins en partie) la dépréciation du taux de change est temporaire - ce qui est parfaitement plausible, étant donné le caractère excessif des mouvements de change.

Une gamme d'instruments est à disposition. Outre la baisse des taux directeurs, on peut pratiquer un assouplissement du crédit ou un assouplissement quantitatif :

- assouplissement du crédit : les banques centrales achètent (et vendent) des actifs bien ciblés pour faire baisser leurs rendements. Une telle pratique est particulièrement utile quand les marchés du crédit sont segmentés et que les rendements des actifs visés sont excessivement élevés. Par exemple, si les banques ne sont pas disposées à se prêter les unes aux autres, la banque centrale peut agir en tant que contrepartie des prêts interbancaires ;

- assouplissement quantitatif : la banque centrale augmente son bilan en rachetant des actifs comme des obligations gouvernementales à long terme. Cette solution semble moins adaptée aux EME où l'on ne s'attend guère à des mouvements déflationnistes. Au contraire, il y a un risque que le marché interprète de façon erronée cette politique comme un retour à des politiques inflationnistes, notamment s'il y a un peu de papier commercial et que l'assouplissement se traduise par des rachats de fonds publics. C'est pourquoi, sauf dans des cas extrêmes (par exemple, si le taux directeur est déjà à zéro), l'assouplissement quantitatif ne devrait être envisagé que par des pays qui ont un historique de faible inflation et de stabilité macroéconomique, une banque centrale indépendante et crédible.

Tout comme l'abaissement des taux directeurs peut avoir autant d'effets que si l'on « pousse sur une ficelle » pour ce qui est de rétablir la croissance du crédit, stabiliser le taux de change ne peut être possible que grâce à un « resserrement quantitatif » (plutôt qu'une hausse des taux d'intérêt) - c'est-à-dire la vente directe de réserves par la banque centrale sur le marché des changes (Calvo, 2006). De nombreuses EME ont constitué des trésors de guerre en devises ces dernières années - et le temps est manifestement venu de les utiliser. Mais en raison de l'incertitude sur la durée de l'actuel bouleversement des prêts transfrontaliers, la question reste posée : combien de réserves engager et à quel rythme ?

Les pays qui ont arrimé leur taux de change et qui décident de maintenir cette parité devront, évidemment, utiliser leurs réserves pour des interventions sur les marchés des changes, en fonction des besoins. Pour d'autres, sauf si les réserves semblent abondantes même dans les pires scénarios sur la reprise des financements, une gestion efficace du risque requiert une intervention pour compenser les désordres sur les marchés des changes et l'octroi de liquidités en devises aux banques (qui pourraient sans cela être acculées au défaut de paiement), tout en acceptant une certaine dépréciation pour rapprocher l'offre et la demande de devises.

316

Il existe plusieurs mécanismes pour allouer des liquidités en devises aux banques et notamment des prêts garantis ou des *swaps* de devises. Cette liquidité peut aussi être utilisée pour déterminer des segments définis du marché, cruciaux pour restaurer la viabilité extérieure (par exemple, la Banque centrale brésilienne a utilisé ses réserves en 2002 pour accorder des crédits commerciaux aux exportateurs par le biais des banques commerciales). En général, la banque centrale devrait mettre des devises aux enchères pour les banques, plutôt que de les consacrer à des prêts directs au secteur non financier, ce qui pourrait représenter un plus grand risque commercial et susciter des réserves sur sa gouvernance. Par ailleurs, la banque centrale pourrait utiliser ses réserves pour garantir des lignes de crédit étranger dans la mesure où sa crédibilité peut être assurée par un volume suffisant de réserves et la viabilité de la dette publique. Bien que moins efficaces que les prêts (si les flux de capitaux se tarissent en raison de facteurs mondiaux), une telle solution permet à la banque centrale d'économiser ses réserves de change².

La banque centrale peut aussi vouloir conserver ses réserves dans le cas d'une crise bancaire systémique. Dans les systèmes bancaires dollarisés, elle aurait besoin de devises étrangères pour enrayer les attaques sur les dépôts en devises. Même si ces dépôts sont limités, lorsque la banque centrale agit en sa capacité de prêteur en dernier

ressort, l'expansion de la liquidité domestique peut devenir difficile à stériliser dans une crise systémique - ce qui peut provoquer inflation et effondrement de la monnaie³. Dans de telles circonstances, les réserves de change pourraient être importantes pour résorber les liquidités et rétablir la confiance.

POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Quant aux conseils en matière de politique budgétaire dans la crise actuelle, il importe à nouveau de distinguer en fonction des circonstances où se trouvent les pays. Mais ici, il est nécessaire de distinguer deux catégories. Premièrement, le pays a-t-il une « marge de manœuvre budgétaire » - en clair, un déficit suffisamment réduit et une dette publique modeste pour pouvoir financer une expansion budgétaire sans relever indûment les taux d'intérêt ou évincer le secteur privé ? Deuxièmement, l'endettement du secteur privé est-il à ce point excessif pour que le gouvernement doive intervenir pour le restructurer ? Ces deux catégories ne se recouvrent pas nécessairement - par exemple, dans certaines EME européennes, il y a d'importants déséquilibres de la dette privée, mais la dette publique - jusqu'à la crise - était modeste.

Notre hypothèse de travail est que les conseils pour les pays avancés devraient également être valables pour les EME, sauf dans la mesure où les moyens plus limités des seconds peuvent présenter moins de possibilités que pour les premiers. Les conseils du FMI en matière de politique budgétaire pour les pays avancés recommandent une stimulation fiscale à point nommé, importante, durable, diversifiée et soutenable, qui soit coordonnée entre les pays et assortie d'un engagement à renforcer cette action si la crise s'aggravait. La plupart des EME connaissent des situations beaucoup plus difficiles dans le domaine budgétaire (par exemple, une moindre possibilité de financer un déficit sans augmenter les coûts d'emprunt), ce qui les oblige à pratiquer une relance plus modeste (quand ils le peuvent), tout en courant le risque que des événements contraires sur les marchés des capitaux ne les forcent à inverser cette attitude. Dans ce sens, il y a une continuité avec les conseils du FMI pour les crises précédentes, dans la mesure où le souci de la disponibilité du financement et l'impact d'une hausse de l'endettement sur le taux de change et les taux d'intérêt étaient généralement les raisons principales inspirant les conseils de resserrement budgétaire. Mais nombre d'EME ont étouffé la crédibilité de leur politique - notamment par l'instauration de politiques monétaires plus crédibles et d'une structure budgétaire renforcée - et ont ainsi amélioré l'accès à des financements non publics. La marge de manœuvre budgétaire est donc, dans bien des cas, plus favorable qu'auparavant.

En conséquence, bon nombre des conseils en matière de politique de revenus et de dépenses destinés aux pays avancés restent pertinents pour les EME, une fois prise en compte leur marge de manœuvre plus restreinte. Par exemple, la stabilisation du secteur financier reste une priorité principale⁴. Les dépenses d'investissement et les transferts destinés aux demandeurs d'emploi et aux ménages pauvres (qui ont une plus grande propension à dépenser) sont efficaces dans les deux groupes de pays, alors que les subventions à des industries particulières et des dépenses difficiles à arrêter, comme des augmentations de salaire dans le secteur public ou le lancement de nouveaux programmes sociaux, ne sont pas recommandées. Nous examinons avec plus de détail ci-dessous pourquoi des mesures spécifiques peuvent être plus ou moins efficaces dans les EME.

Cela dit, beaucoup d'EME rencontrent de nombreuses difficultés dans l'utilisation de la politique budgétaire pour stimuler la demande. Les pays dans lesquels un gonflement non durable des actifs a eu lieu et où il existe maintenant un fort surendettement ont été contraints de consacrer des ressources budgétaires à la restructuration de leurs secteurs de la dette et de la finance, gardant moins de marges pour une expansion budgétaire de soutien à la demande. De même, là où la solidité des banques a été mise en doute, le maintien de réserves budgétaires suffisantes pour rendre crédible une garantie des dépôts a été de toute première importance⁵. Même des pays sans surendettement qui sont entrés dans la crise avec un déficit budgétaire excessif ou une dette publique excessive - dont les déficits des comptes courants ne pouvaient plus être financés - ont eu peu de marges de manœuvre. De même, les pertes de revenus - notamment provenant des matières premières ou des impôts indirects sur les importations - ont également rogné les marges de manœuvre budgétaires. Plus généralement, en raison de situations budgétaires plus faibles, certaines EME ont moins de possibilités que les pays avancés de mettre en œuvre une relance budgétaire qui ne menace pas la confiance dans la viabilité de leur dette. En fait, dans le passé, la politique budgétaire dans les pays émergents a été généralement procyclique parce que la conjoncture tend à être façonnée par les flux de capitaux, et lorsque les influx chutent lourdement, il devient impossible de financer une politique de relance budgétaire⁶.

Les choses se compliquent encore dans le cas d'un important surendettement du secteur privé et des coûts budgétaires qui découlent (ou qui s'annoncent) d'une crise bancaire. Malheureusement, de nombreuses EME tombent dans cette zone grise. Mais même alors, un cadre budgétaire de moyen terme bien construit et crédible peut être plus bénéfique qu'un resserrement budgétaire de court terme.

Les pays qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire doivent répondre à deux questions : une telle expansion parviendra-t-elle à relancer la production (au-delà de l'effet direct d'une hausse des dépenses publiques sur la demande globale) ? et comment utiliser au mieux cette marge budgétaire ?

La théorie veut qu'une politique budgétaire expansionniste - une hausse des dépenses publiques ou une baisse des impôts - devrait être plus efficace dans la stimulation de la demande globale si l'économie est relativement isolée des flux commerciaux, utilise la politique monétaire pour prévenir une appréciation de la monnaie⁷, dispose d'une importante réserve, d'une forte proportion de crédits encadrés aux ménages et aux entreprises et d'une situation viable de la dette publique. Dans la plupart des ces domaines, la situation dans les EME est moins favorable à une efficacité de la politique budgétaire⁸. Les études empiriques disponibles sur l'efficacité de la politique budgétaire semblent en général valider cette opinion (Ilzetzi et Vegh, 2008 ; Ghosh et Rahman, 2008 ; Mendoza et Ostry, 2008).

Concernant l'utilisation de la marge budgétaire, les conseils du FMI ont établi une hiérarchie entre les instruments : d'abord, laisser libre jeu aux stabilisateurs automatiques ; ensuite, utiliser avec prudence et discernement des mesures discrétionnaires et, le cas échéant, la garantie du gouvernement pour favoriser la poursuite de la création monétaire. Les stabilisateurs automatiques (modifications des dépenses ou des recettes fiscales liées à la conjoncture) sont mieux en phase, mieux ciblés (par exemple, les bénéficiaires des allocations de chômage sont plus enclins à dépenser qu'à thésauriser) et leur abandon ne porte pas autant atteinte à la crédibilité (il réduit les craintes sur la solidité de la dette) que des changements discrétionnaires de politique. C'est pourquoi, la première réaction des autorités devrait être de laisser les stabilisateurs automatiques jouer pleinement leur rôle. Cela peut amener à passer outre certaines règles budgétaires, par exemple en octroyant des financements gouvernementaux à des autorités locales dont les projets sont bloqués par des obligations d'équilibre budgétaire (ou contraintes par des problèmes financiers)⁹. Cependant, les stabilisateurs automatiques tendent à être relativement limités dans les EME (en raison d'un secteur public plus petit ainsi que d'impôts sur le revenu moins progressif) et donc une politique discrétionnaire - dans la mesure du possible - sera probablement nécessaire.

Des augmentations discrétionnaires des dépenses ou des réductions d'impôts devraient être conçues pour obtenir un effet maximum. Par exemple, le fait de protéger les pauvres et les autres groupes vulnérables n'aura pas seulement un effet de stimulation (puisque'ils ont une forte propension marginale à consommer), mais créera également un filet

social de sécurité. Si les baisses d'impôts sont probablement moins efficaces dans les EME car l'assiette fiscale est souvent peu importante - et ne représente généralement que les riches et les classes moyennes - et les réductions d'impôts probablement donc pas dépensées, des baisses d'impôts sur les salaires et des taxes à la consommation pourraient être plus efficaces dans le court terme car elles incitent à anticiper certaines dépenses dans la période immédiate. D'importantes baisses des taxes à la consommation sur quelques produits de grande consommation pourraient être plus efficaces que de petites baisses sur une vaste gamme de produits car elles sont beaucoup plus visibles (bien que cette stratégie puisse créer de plus fortes distorsions et comporter un plus grand risque de dictature des producteurs).

L'accroissement des dépenses en capital du gouvernement peut être plus facile à réaliser dans le court terme, si l'on considère que des projets sont « prêts à démarrer » et qu'il existe au sein du secteur public des capacités institutionnelles permettant d'augmenter rapidement le budget d'équipement. Dans la probabilité d'un ralentissement prolongé de la conjoncture, il est plus intéressant de se tourner vers les investissements d'infrastructure, en dépit des délais de mise en œuvre. En outre, les besoins en infrastructures étant plus importants dans les économies des pays émergents, les effets sur la croissance potentielle pourraient être plus grands que dans les économies avancées. Dans le même ordre d'idées, cependant, la part des importations dans les investissements d'équipement - et donc les pertes de stimulation - sera probablement plus grande. Dans la mesure où toute la dépense publique est utilisée, alors qu'une partie des réductions d'impôts est épargnée, les dépenses devraient avoir un plus grand impact sur la demande globale. En revanche, l'augmentation des dépenses récurrentes est risquée car il est difficile de les annuler une fois que les besoins de stimulation sont passés et elles pourraient alors avoir des effets négatifs sur la viabilité de la dette, qui dépasseraient la stimulation de court terme.

La garantie par l'État des prêts bancaires (domestiques) pourrait être un moyen efficace de maintenir le niveau de la demande intérieure du secteur privé dans certaines circonstances¹⁰. Une telle mesure pourrait être préférable aux baisses d'impôts ou aux dépenses d'investissement, lorsque le crédit intérieur est un élément clé de l'activité économique, d'autant plus que le bon fonctionnement des marchés du crédit pourrait être une condition préalable au succès des interventions conventionnelles de politique budgétaire. Si le gouvernement ne souhaitait pas s'engager pour la totalité du montant garanti (car une partie seulement serait susceptible de défaillance), chaque dollar affecté au dispositif de garantie devrait avoir un effet multiplicateur.

Cependant, les risques contingents pourraient gonfler en valeur, si la situation se détériorait rapidement, et peut-être réduire la capacité du gouvernement à mettre en œuvre d'autres mesures budgétaires requises. Pour diminuer ces risques et préserver le bilan gouvernemental, la garantie du gouvernement pourrait, en pratique, être limitée aux actifs de haute qualité des banques et associée à l'aide du gouvernement aux recapitalisations. Il faudrait également une transparence totale de l'ensemble des engagements contingents du gouvernement¹¹. Bien que des dispositifs de garantie existent déjà dans de nombreux pays avancés et dans quelques pays émergents (notamment pour les petites entreprises), toute expansion importante exigerait une conception rigoureuse, afin de réduire le risque d'aléa moral et de difficiles problèmes de sélection.

Les conseils de politique prodigués à l'occasion de cette crise ont manifestement été différents de ce qu'ils étaient lors des crises précédentes. Ces différences sont dues à la logique de circonstances différentes. Et surtout, de nombreuses EME subissent cette crise comme un choc totalement exogène ; les fondamentaux domestiques sont sains. En effet, l'amélioration du contexte institutionnel dans de nombreuses EME - des politiques monétaires et fiscales solides et en fonctionnement, un meilleur accès aux financements de marché et un secteur financier bien capitalisé et efficient - a créé une plus grande marge de manœuvre pour un assouplissement crédible de la politique économique. Les conseils de politique du FMI à ces pays sont, en conséquence, plus près des avis formulés en temps « normaux » qui mettent l'accent sur des politiques contracycliques chaque fois que cela est possible. Certains des « spectateurs innocents » ont également bénéficié de nouveaux financements de prévention (qui leur permettent de rétablir la confiance avant qu'une crise ne s'installe).

Pour les pays dans lesquels la crise a surtout révélé de profondes fragilités domestiques - généralement liées au secteur bancaire et aux bilans des ménages -, des conseils plus « traditionnels » du FMI semblent être de mise : réduire les déficits des comptes courants insoutenables et rétablir la confiance par des politiques budgétaires et monétaires restrictives, ainsi qu'un effort important pour résoudre les problèmes structurels avec des réformes appropriées. Dans ce domaine, les avis ont tiré parti des enseignements des épisodes de crises précédents : notamment la nécessité de voir les réformes structurelles porter sur les problèmes du moment et l'importance déterminante de s'attaquer d'abord aux problèmes du secteur financier. Tout aussi importantes ont été les augmentations des ressources du FMI et

les dispositifs de prêts qui ont permis de meilleurs niveaux d'accès, diminuant ainsi la nécessité de procéder à des ajustements rapides au détriment de l'économie réelle.

NOTES

1. La notion a été codifiée dans la révision 2002 des directives sur la conditionnalité. Le contenu des conditionnalités structurelles a été sensiblement orienté vers des secteurs centraux (par exemple, les réformes dans la gestion budgétaire) à la suite de ces changements (IEO, 2007).

2. Si les réserves sont prêtées à des emprunteurs résidents, elles cessent d'être des réserves et deviennent des actifs en devises étrangères ; si les réserves sont utilisées pour garantir des prêts étrangers, elles restent des réserves, mais il en résulte une ponction à court terme sur les avoirs en devises de la banque.

3. Pendant la crise indonésienne de la fin 1977, l'expansion de la liquidité domestique n'a pas pu être stérilisée et a contribué à un effondrement de la monnaie.

4. Calvo, Izquierdo et Talvi (2006) démontrent que les EME ont surmonté les effondrements de la production provoqués par des arrêts soudains du système, malgré une quasi-absence de crédit domestique ou étranger (miracles du Phénix). Cependant, de tels rétablissements peuvent être moins probables dans le scénario actuel car les EME ont moins de perspectives de sortir de la crise grâce à leurs exportations que lors des épisodes précédents.

5. Si le coût de la garantie des dépôts devait être monétisé, cela entraînerait de fortes pressions sur le taux de change, ce qui encouragerait encore les attaques sur les dépôts en monnaie domestique.

6. Un marché boursier très développé peut contribuer à accroître la marge de manœuvre budgétaire, mais réaliser des changements importants dans l'évolution du marché en un court laps de temps sera probablement difficile.

7. Ces observations sont dérivées du modèle Mundell-Fleming et supposent qu'un relèvement des taux d'intérêt dans le cadre d'une relance budgétaire induira un début d'afflux de capitaux et une expansion monétaire correspondante. Si le déficit budgétaire débouche sur une prime de risque plus élevée et sur des sorties de capitaux, l'expansion fiscale aura un effet plus limité dans un régime de taux de change fixes (*pegged*) que dans un régime de taux de change flexibles.

8. Une exception est la proportion de crédits encadrés aux ménages et aux entreprises, qui devrait être plus grande dans les EME que dans les économies avancées. D'un autre côté, en fonction de la répartition des revenus, la proportion de la consommation agrégée des consommateurs dont les crédits sont encadrés pourrait ne pas augmenter de beaucoup. Les autres facteurs mentionnés devraient faire en sorte que la politique budgétaire soit moins efficace dans les EME. La question la plus sensible sera probablement celle de la viabilité de la dette, si les EME font l'objet d'une attention particulière des investisseurs. Lorsqu'il y a des doutes sur la viabilité des finances publiques, les multiplicateurs fiscaux seront plus petits et pourraient même être négatifs car l'expansion fiscale incite à augmenter les primes de risque. Une dernière observation qui n'est pas mentionnée dans le texte est que les EME ont un besoin d'infrastructures publiques plus important que les pays avancés, ce qui affecte favorablement les perspectives de croissance, à condition que les financements soient accessibles.

9. Les pays exportateurs de matières premières qui tirent une large part de leurs recettes fiscales des droits (royalties) sur l'exploitation de leurs ressources naturelles payées par des sociétés étrangères vont probablement connaître une baisse importante de leurs revenus en raison de la réduction de la demande mondiale de matières premières. Il ne faut cependant pas considérer cette situation comme un stabilisateur automatique car ses conséquences fiscales sont supportées par des contribuables étrangers, et non domestiques.

10. Des garanties gouvernementales pourraient, par exemple, être apportées en même temps que des injections de liquidités par la banque centrale, comme dans le cas des Term Asset-Backed Loan Facility (TALF) de la Federal Reserve.

11. La publicité totale des engagements contingents est souhaitable pour permettre l'identification effective et la gestion des risques budgétaires. Mais le *reporting* des garanties implicites pourrait ne pas être opportun s'il était perçu comme une garantie absolue d'assistance financière, ce qui pourrait générer un aléa moral (FMI, 2008).

BIBLIOGRAPHIE

CALVO G. (2006), « Monetary Policy Challenges in Emerging Markets : Sudden Stop, Liability Dollarization and Lender of Last Resort », *NBER Working Paper*, n° 12788.

CALVO G., IZQUIERDO A. et TALVI E. (2006), « Phoenix Miracles in Emerging Markets : Recovering without Credit from Systemic Financial Crises », *NBER Working Paper*, n° 12101.

DJANKOV S. et al. (2008), « Debt Enforcement around the World », *Journal of Political Economy*, vol. 116, n° 6, pp. 1105-1149.

FMI (2008), « Fiscal Risks : Sources, Disclosure and Management », SM/08/154.

GHOSH A. et al. (2002), « IMF-Supported Programs in Capital Account Crises : Design and Experience », FMI, *Occasional Paper*, n° 210.

GHOSH A. et RAHMAN L. (2008), « The Impact of Fiscal Adjustment on Economic Activity », mimeo, FMI. IEO (Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund) (2007), *Structural Conditionality in IMF-Supported Programs*, rapport d'évaluation.

ILZETZKI E. et VEGH C. A. (2008), « Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries : Truth or Fiction ? », *NBER Working Paper*, n° W14191.

MENDOZA E. et OSTRY J. D. (2008), « International Evidence on Fiscal Solvency : Is Fiscal Policy Responsible ? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, n° 6, pp. 1081-1093.

