POLICY CENTER FOR THE NEW SOUTH

THINK • STIMULATE • BRIDGE

TEXT BOOK SERIES

Analyse macroéconomique et politiques de stabilisation

Pierre-Richard Agénor

Analyse macroénonomique et politiques de stabilisation

Pierre-Richard Agénor

À propos du Policy Center for the New South

Le Policy Center for the New South (PCNS) est un think tank marocain dont la mission est de contribuer à l'amélioration des politiques publiques, aussi bien économiques que sociales et internationales, qui concernent le Maroc et l'Afrique, parties intégrantes du Sud global.

Le PCNS défend le concept d'un « nouveau Sud » ouvert, responsable et entreprenant ; un Sud qui définit ses propres narratifs, ainsi que les cartes mentales autour des bassins de la Méditerranée et de l'Atlantique Sud, dans le cadre d'un rapport décomplexé avec le reste du monde. Le think tank se propose d'accompagner, par ses travaux, l'élaboration des politiques publiques en Afrique, et de donner la parole aux experts du Sud sur les évolutions géopolitiques qui les concernent. Ce positionnement, axé sur le dialogue et les partenariats, consiste à cultiver une expertise et une excellence africaines, à même de contribuer au diagnostic et aux solutions des défis africains.

Policy Center for the New South

Suncity Complex, Building C, Av. Addolb, Albortokal Street, Hay Riad, Rabat, Morocco
Tél. : +212 5 37 54 04 04
Fax : +212 5 37 71 31 54
Site : www.policycenter.ma

Les opinions exprimées dans les publications du Policy Center for the New South sont celles des auteurs. Tous droits réservés © 2018 Policy Center for the New South.

Dépôt Légal : 2018MO3875
ISBN : 978-9920-36-319-8

SOMMAIRE

Avant-propos **1**

Introduction et vue d'ensemble **5**

1 Pourquoi une macroéconomie du développement ? **13**

1 Les rigidités du secteur d'offre 15
1.1 Structure de la production 15
1.2 La segmentation du marché du travail 16

2 Un système financier dominé par les banques 16

3 Les contraintes sur les finances publiques 17

4 L'enjeu primordial de la gestion du taux de change 19

5 La faiblesse des institutions 20

6 La vulnérabilité aux chocs externes 20

7 La persistance de la pauvreté 22

8 Application : Faits stylisés des fluctuations 23

2 Comptes agrégés et contraintes budgétaires **27**

1 Production, revenu et dépense 27

2 Matrice de cohérence comptable 28
2.1 Opérations en compte courant 31
2.2 Opérations en compte capital 33

3 Identités comptables et contraintes budgétaires 34
3.1 Produit intérieur brut et absorption 35
3.2 Contrainte budgétaire de l'État 36
3.3 Contrainte budgétaire du secteur privé 37
3.4 Contrainte budgétaire du secteur extérieur 37
3.5 Bilan du système financier 38
3.6 Équilibre épargne-investissement 39

4 Les déficits jumeaux 40

5 Application : Une MCC pour le Maroc 41

3 Consommation, épargne, et investissement 45

1 Consommation et épargne 47
1.1 L'hypothèse du revenu permanent 47
1.2 Le Modèle du cycle de vie 50
1.2.1 Le modèle de base 51
1.2.2 Âge et ratio de dépendance 57
1.3 Autres déterminants 59
1.3.1 Niveaux du revenu et incertitude du revenu 60
1.3.2 Liens intergénérationnels 61
1.3.3 Contraintes de liquidité 61
1.3.4 Inflation et stabilité macroéconomique 62
1.3.5 Épargne publique 63
1.3.6 La charge de la dette et l'imposition 64
1.3.7 Sécurité sociale, pensions et assurance 65
1.3.8 Fluctuations des termes de l'échange 66
1.3.9 Approfondissement financier 67

2 Investissement 68
2.1 L'accélérateur flexible 68
2.2 Le coût du capital 69
2.3 Incertitude et irréversibilité 70
2.4 Autres déterminants 75
2.4.1 Rationnement du crédit 75
2.4.2 Accès limité aux devises étrangères 76
2.4.3 Le taux de change réel 76
2.4.4 Investissement et capital publics 76
2.4.5 Instabilité macroéconomique 77
2.4.6 La charge de la dette 77

3 Application : L'investissement privé en Tunisie 78

4 Soldes budgétaires et soutenabilité de la dette publique 81

1 Structure des finances publiques 82
1.1 Sources conventionnelles de recettes et de dépenses 82
1.2 Seigneuriage et financement inflationniste 83
1.3 Activités quasi-budgétaires et passifs conditionnels 85

2 La contrainte budgétaire de l'État 88

3 Évaluer la position de la politique budgétaire 92
3.1 Soldes structurels et soldes cycliques 93

3.2 La mesure de l'impulsion budgétaire 95

4 Cohérence et soutenabilité 97
4.1 Un cadre de cohérence 97
4.2 Soutenabilité budgétaire et soutenabilité extérieure 104

5 Contrainte intertemporelle et solvabilité 106

6 Application : Solde budgétaire cyclique au Maroc 111

5 Politique budgétaire et stabilité des finances publiques 115

1 Effets macroéconomiques des finances publiques 115
1.1 Un modèle simple 116
1.1.1 Production 116
1.1.2 Ménages 117
1.1.3 Banques commerciales 118
1.1.4 Banque centrale et gouvernement 119
1.1.5 Conditions d'équilibre des différents marchés 119
1.2 Équilibre macroéconomique 120
1.3 Effets de la politique budgétaire 122
1.3.1 Hausse de la dépense publique 122

2 La gestion budgétaire des chocs externes 127
2.1 Prix des produits de base et soldes budgétaires 127
2.2 Recettes exceptionnelles et fonds de stabilisation 128

3 L'austérité budgétaire est-elle expansionniste ? 130

4 Les règles budgétaires 132
4.1 Définition, justification et taxonomie 132
4.1.1 Définition d'une règle budgétaire 132
4.1.2 Pourquoi une règle budgétaire ? 133
4.1.3 Taxonomie des règles budgétaires 135
4.2 Panorama des règles budgétaires actuelles 137
4.3 La mise en œuvre des règles budgétaires 138
4.3.1 Le choix et l'opérationnalisation des objectifs 139
4.3.2 Le calcul du déficit structurel 141
4.3.3 Le rôle d'un comité budgétaire indépendant 142
4.3.4 Le rôle d'un fonds de stabilisation 142

5 Application : Les règles budgétaires au Chili 143

6 Le système financier et le mécanisme de transmission de la politique monétaire 147

1 Le rôle des banques commerciales 149

2 Instruments de la politique monétaire 151
2.1 Instruments directs 151
2.2 Instruments indirects 152

3 Le mécanisme de transmission : Vue d'ensemble 154
3.1 L'impact sur les taux du marché 155
3.2 Le canal du taux d'intérêt 155
3.2.1 Effets sur la demande globale 155
3.2.2 Effets sur le secteur d'offre 157
3.3 Le canal du taux de change 158
3.4 Le canal du prix des actifs 159
3.5 Le canal du crédit 160
3.5.1 Le canal strict du crédit ou canal du crédit bancaire 160
3.5.2 Le canal large du crédit ou canal du bilan 161
3.6 Le canal du capital bancaire 163
3.7 Le canal de la prise de risque 163
3.8 Le rôle des anticipations 164
3.9 Synthèse et évidences empiriques 165

4 Le rationnement du crédit 168

5 Politique monétaire et dollarisation 174

6 Application : Taux directeur et taux bancaires 176

7 Le mécanisme de transmission de la politique monétaire : Un cadre d'analyse 181

1 Un modèle de base en économie fermée 182
1.1 Production exogène 183
1.1.1 Ménages 183
1.1.2 Entreprises 184
1.1.3 Banques commerciales 185
1.1.4 Banque centrale 186
1.1.5 Condition d'équilibre du marché des biens 187
1.1.6 Équilibre macroéconomique 187
1.1.7 Effets de la politique monétaire 192
1.2 Production endogène et besoins en fonds de roulement 196
1.2.1 Extensions du modèle de base 197

1.2.2 Équilibre macroéconomique 199
1.2.3 Politique monétaire 202

2 Économie ouverte en régime de changes fixes 209
2.1 Structure du modèle 209
2.1.1 Entreprises 209
2.1.2 Ménages 211
2.1.3 Banques commerciales 213
2.1.4 Banque centrale 213
2.1.5 Indice du coût de la vie et salaire réel 213
2.1.6 Conditions d'équilibre de marché 214
2.2 Équilibre macroéconomique 215
2.3 Effets de la politique monétaire 218
2.3.1 Hausse du taux directeur 218
2.3.2 Hausse du ratio de réserves obligatoires 220

3 Économie ouverte en régime de changes flexibles 221
3.1 Structure du modèle 221
3.2 Équilibre macroéconomique 225
3.2.1 Équilibre interne 225
3.2.2 Équilibre externe 227
3.3 Effets de la politique monétaire 232
3.3.1 Hausse du taux directeur 232
3.3.2 Hausse du ratio de réserves obligatoires 234

4 Extensions 236
4.1 Réserves excédentaires 236
4.2 Les actifs immobiliers comme garanties bancaires 237
4.3 Dimension dynamique 239

8 La régulation macroprudentielle et la stabilité financière 241

1 Pourquoi la régulation macroprudentielle ? 242
1.1 Régulation microprudentielle et macroprudentielle 242
1.2 Dimensions du risque systémique 243

2 Objectifs de la régulation macroprudentielle 244

3 Les instruments macroprudentiels 245
3.1 Instruments liés au capital bancaire 246
3.2 Instruments de gestion de la liquidité bancaire 248
3.3 Instruments sectoriels 248
3.4 Utilisation pratique et efficacité 248

4 Effets des politiques macroprudentielles 249
4.1 Ratio des réserves obligatoires 249
4.2 Taxe sur les prêts bancaires 251

5 Politiques macroprudentielle et monétaire 254
5.1 La complémentarité des instruments 255
5.2 Politique monétaire et stabilité financière 256

6 Application : La régulation prudentielle en Corée 257

9 Dynamique de l'inflation et programmes de désinflation 261

1 Sources de l'inflation 262
1.1 Hyperinflation et inflation chronique 262
1.2 Déficits budgétaires, seigneuriage et inflation 263
1.3 Autres sources de l'inflation chronique 270
1.3.1 Inertie salariale 270
1.3.2 Taux de change et termes de l'échange 271
1.3.3 La fréquence de l'ajustement des prix 273
1.3.4 Prix des produits alimentaires 273
1.3.5 Incohérence temporelle et biais d'inflation 274

2 Ancrages nominaux de désinflation 277
2.1 Contrôlabilité et efficacité 278
2.2 Sentiers d'ajustement et coûts relatifs 278
2.3 Crédibilité, engagement budgétaire et flexibilité 281
2.4 La phase de flexibilisation 282

3 Programmes de désinflation et crédibilité 283
3.1 Sources des problèmes de crédibilité 283
3.2 Améliorer la crédibilité 285
3.2.1 *Big Bang* ou gradualisme 285
3.2.2 Indépendance de la banque centrale 286
3.2.3 Contrôles des prix 288

4 Application : Le programme de stabilisation de l'Égypte, 1992-97 .. 291

10 Le ciblage d'inflation 295

1 Un cadre de base en économie fermée 296
1.1 Le ciblage d'inflation au sens strict 297
1.2 Arbitrages et ciblage au sens flexible 301

2 Un cadre d'économie ouverte 306

3 Comparaison avec les stratégies alternatives 308
3.1 Le ciblage du taux de change 309
3.2 Le ciblage monétaire 310
3.3 Le ciblage du revenu nominal 312

4 Conditions de mise en place du ciblage d'inflation 313
4.1 Indépendance de la banque centrale 314
4.2 L'absence de « dominance fiscale » 315
4.3 L'absence d'une cible de taux de change *de facto* 315
4.4 La santé du système financier 316
4.5 Impératifs de transparence et de responsabilité 316

5 Aspects opérationnels 318

6 Ciblage d'inflation et stabilité financière 320

7 Application : Le cas des pays en développement 320

11 Intégration financière et flux de capitaux 323

1 Mesures de l'intégration financière 324

2 Gains et coûts liés à l'intégration financière 326
2.1 Gains potentiels 326
2.1.1 Diversification du risque, lissage de la consommation 326
2.1.2 Meilleure allocation internationale du capital 332
2.1.3 Discipline macroéconomique 333
2.1.4 Efficience et stabilité plus grandes du système bancaire 333
2.2 Coûts potentiels 333
2.2.1 Concentration des flux et manque d'accès 334
2.2.2 Allocation sous-optimale des flux de capitaux 334
2.2.3 Perte de stabilité macroéconomique 335
2.2.4 Contagion et volatilité des flux de capitaux 336
2.2.5 Risques liés à la pénétration des banques étrangères 337

3 Comment tirer le meilleur parti de l'ouverture financière internationale ? 339
3.1 Promouvoir les flux de capitaux à long terme 339
3.2 Maintenir la discipline macroéconomique 340
3.3 Gérer les risques d'inversion des capitaux à court terme 340
3.4 Renforcer la régulation et la supervision financière 341

4 Application : Le cycle financier mondial 342

12 Régimes de change, crédibilité et crises financières 347

1 Les régimes de change 348
1.1 Typologie générale 348
1.2 Régimes de caisses d'émission 350
1.3 Régimes de marges de fluctuation 351

2 Choix d'un régime de change 352
2.1 Questions conceptuelles 352
2.2 Les évidences empiriques 354
2.3 Un guide pratique 357

3 Arbitrages de politique économique et crédibilité du taux de change 361

4 Taux de change, flux commerciaux et production 369
4.1 Dévaluation et balance commerciale 370
4.2 Dévaluation et production avec des intrants importés 375

5 Sources des crises de change 384
5.1 Incohérence des fondamentaux 385
5.2 Décideurs rationnels et facteurs auto-réalisateurs 394

6 Crises bancaires et crises de change 405

7 Application : La crise de change turque, 2000-01 410

13 Déterminants, effets et gestion des flux de capitaux à court terme 413

1 Déterminants des flux de capitaux à court terme 414
1.1 Facteurs d'impulsion 414
1.2 Facteurs d'attraction 415

2 Les effets des flux de capitaux à court terme 416

3 La gestion des flux de capitaux à court terme 419
3.1 La flexibilité du taux de change 419
3.2 Intervention et stérilisation 421
3.3 Les contrôles de capitaux 425
3.3.1 Justification des contrôles de capitaux 425
3.3.2 Nature des contrôles de capitaux 427
3.3.3 Les contrôles de capitaux en pratique 429
3.4 Les mesures macroprudentielles 431

4 Application : Les contrôles de capitaux au Brésil 431

14 Politiques macroéconomiques, chômage et pauvreté 435

1 Structure du marché du travail 436
1.1 Structure de base 437
1.1.1 Le secteur informel urbain 438
1.1.2 Le secteur formel urbain 439
1.2 Distribution de l'emploi et du chômage 440
1.3 Emploi et salaires dans le secteur public 440
1.4 Institutions et réglementations du marché du travail 441
1.4.1 Salaire minimum 442
1.4.2 Protection de l'emploi 443
1.4.3 Coûts non salariaux et assurance chômage 445
1.4.4 Syndicats et structures de négociation collective 446

2 Le modèle Harris-Todaro 447

3 Politique budgétaire, emploi, et chômage 451
3.1 Structure du modèle 452
3.1.1 Le secteur formel 453
3.1.2 Le secteur informel 458
3.1.3 Consommation et richesse 459
3.1.4 Marché des biens du secteur informel 460
3.1.5 Le marché du travail informel 461
3.1.6 État 462
3.2 Solution et stabilité dynamique 462
3.3 Hausse de la dépense publique 470

4 Application : Récessions, chômage et pauvreté 473

15 Modèles empiriques pour l'analyse des politiques macroéconomiques 475

1 Les modèles macroéconométriques 476

2 Les modèles VAR et VAR-X 478
2.1 Structure de base d'un modèle VAR 478
2.2 Les modèles VAR-X 480
2.3 Limitations 482

3 Les modèles DSGE 482
3.1 Les modèles DSGE de première génération 483
3.2 La prise en compte des frictions financières 484
3.3 Limites et perspectives 485

4 Application : Un modèle VAR-X pour le Maroc 486

4.1 Variables totalement interactives 486
4.2 Variables partiellement interactives..... 487
4.3 Variables strictement exogènes 488
4.4 Gains en termes de degré de liberté 489

Bibliographie 491

Table des documents..... 527

AVANT-PROPOS

Promouvoir la croissance et améliorer les niveaux de vie demeurent les principaux objectifs de la politique économique dans les pays en développement. De ce point de vue, une leçon importante des dernières décennies est que la volatilité macroéconomique et financière peut restreindre la capacité des décideurs à atteindre ces objectifs. En particulier, l'instabilité des prix relatifs et de l'inflation peut avoir un effet négatif sur le rendement du capital et la décision d'investir ; à son tour, la faiblesse de l'investissement peut freiner la croissance économique et contribuer à la persistance de la pauvreté.

Dans le même temps, il est maintenant reconnu que les rigidités microéconomiques peuvent avoir des effets importants sur les déséquilibres macroéconomiques, aussi bien internes qu'externes. Par exemple, le plafonnement des taux d'intérêt nominaux par la banque centrale peut entraîner des taux réels négatifs, ce qui à son tour peut affecter l'équilibre entre l'épargne et l'investissement et contribuer à des déficits durables du compte courant de la balance des paiements.

L'importance de la stabilité macroéconomique et financière pour l'amélioration à long terme des niveaux de vie a conduit au cours des vingt dernières années à un profond renouvellement de l'analyse macroéconomique dans les pays en développement, tant sur le plan analytique qu'empirique. Le présent ouvrage se situe directement dans la lignée de cette approche méthodologique, communément appelée maintenant la *macroéconomie du développement*. Cette approche souligne la nécessité, dans l'analyse macroéconomique, de prendre en compte de manière systématique les principales caractéristiques structurelles des pays en développement. La perspective sous-jacente est que ces caractéristiques jouent un rôle essentiel à la fois dans la transmission des chocs liés aux politiques macroéconomiques et dans la réponse des agents à ces chocs. Il est donc indispensable de les intégrer dans la conception des modèles destinés à guider la gestion macroéconomique à court terme.

De ce point de vue, cet ouvrage se situe directement dans la lignée de mes longues années de recherche sur les fondements analytiques de l'analyse macroéco-nomique dans les pays en développement. Depuis quelques années, cette recherche a été conduite en partie dans le contexte du Maroc, suite à mon association avec Policy Center for the New South. Cette influence est reflétée dans les références au pays qui apparaissent dans les différents chapitres – notamment au niveau des applications concrètes destinées à illustrer certains

points méthodologiques. En même temps, l'ouvrage n'est pas limité au Maroc ; il couvre en fait l'ensemble des pays à moyen revenu. Ce choix reflète ma conviction qu'une bonne compréhension des expé-riences internationales est pleine d'enseignements pour guider les choix des déci-deurs dans chaque pays – même si les différences structurelles entre les pays font que les leçons de ces expériences ne sont pas toujours directement transposables d'un pays à l'autre.

Le présent ouvrage fournit donc au public francophone un traitement approfondi et rigoureux des enjeux actuels liés à l'analyse et à la gestion macroéconomique dans les pays en développement. Ce faisant, il intègre les avancées les plus récentes sur les plans analytique et empirique, de manière à guider au mieux les choix des décideurs.

La structure et le contenu de cet ouvrage en font une référence principalement pour les étudiants de second cycle poursuivant un diplôme avancé (niveau maîtrise ou doctorat) en sciences économiques en général, ou plus spécifiquement en économie publique ou en économie monétaire. Pour en tirer le meilleur parti, il est donc nécessaire d'avoir des connaissances de base suffisantes en microéconomie et en macroéconomie. De plus, même si le champ couvert est large, la nature relativement indépendante de la plupart des chapitres donne aux enseignants une marge de manœ uvre raisonnable dans le choix de la liste exacte des thèmes à couvrir au cours d'un semestre de cours. En particulier, certaines parties de l'ouvrage peuvent être utilisées pour des enseignements avancés en économie publique (chapitres 4 et 5), en économie monétaire (chapitres 6, 7, 8 et 10), ou en économie internationale (chapitres 11, 12, et 13).

Les économistes professionnels intéressés par un traitement rigoureux, mais pas excessivement formalisé, des récents développements en matière d'analyse macroéconomique trouveront également cet ouvrage d'une grande utilité. Ce groupe inclut les économistes des pays en développement traitant quotidiennement des questions de gestion macroéconomique (banques centrales, Ministères de l'économie et des finances), les économistes travaillant dans les organisations internationales sur les questions de développement, et les économistes des institutions financières privées.

Je tiens à remercier Policy Center for the New South pour son soutien sans faille au cours de toute la période de gestation de cet ouvrage. Ma reconnaissance va tout particuliè-rement à l'endroit de Hamza Saoudi pour son assistance dans la préparation d'une partie du matériel pédagogique (en particulier la matrice de cohérence comptable pour le Maroc présentée dans le chapitre 2) et ses commentaires détaillés sur la première mouture de l'ouvrage. Plusieurs enseignants spécialisés en macroéco-nomie dans les universités marocaines, tout particulièrement Hachimi Alaoui, Hind Lebdaoui, Lahcen Oulhaj,

M'hammed Tahraoui, Said Tounsi, et Abdelkhalek Touhami, ainsi que Abdelaaziz Ali, Carlo Janvier, Florian Léon et Emmanuel Pinto Moreira, ont également offert des remarques et suggestions qui ont permis d'améliorer significativement la version initiale. Je reste néanmoins seul respon-sable des opinions émises.

INTRODUCTION ET VUE D'ENSEMBLE

En 1996 paraissait, aux presses de l'Université de Princeton aux États-Unis, mon ouvrage *La macroéconomie du développement*, écrit conjointement avec Peter J. Montiel. L'avancée qu'a représenté cet ouvrage dans le domaine de l'économie du développement s'est révélée considérable et a façonné un grand nombre d'études et de réflexions menées par la suite sur les questions de gestion macroéconomique dans les pays moins avancés. Il a en effet représenté l'une des premières tentatives systématiques d'intégration dans un cadre cohérent des interactions complexes entre les politiques d'ajustement de court terme et de long terme. Auparavant, la plupart des ouvrages dans le domaine de l'économie du développement se concentraient sur la croissance de long terme et traitaient les questions macroéconomiques comme une distraction. *La macroéconomie du développement* a pris une direction opposée et s'est concentrée presqu'exclusivement sur les questions de politique macroéconomique.

Depuis cette première publication trois nouvelles éditions ont vu le jour, la dernière en date publiée en 2015. À chaque fois, le contenu et la structure de l'ouvrage ont été adaptés afin de refléter les questions les plus pressantes en matière de gestion macroéconomique dans les pays en développement, et d'intégrer les avancées les plus récentes sur les plans analytique et empirique. La nature fondamentale de l'ouvrage n'a donc pas changé au cours du temps. En même temps, il reste destiné pour l'essentiel aux étudiants de troisième cycle, aux chercheurs spécialisés, et aux macroéconomistes professionnels ayant une formation technique relativement avancée.

L'objet du présent ouvrage est de fournir au public francophone une introduction plus accessible (à un niveau approprié pour les étudiants en maîtrise en sciences économiques, ou première année de doctorat), tout en gardant un degré appréciable de rigueur, à l'analyse et à la gestion macroéconomique à court terme dans les pays en développement à moyen revenu. Comme dans mes travaux antérieurs, l'ouvrage continue de souligner le besoin de prendre systématiquement en compte les caractéristiques structurelles fondamentales de ces pays pour l'analyse macroéconomique. La perspective sous-jacente est que les caractéristiques économiques structurelles jouent un rôle important à la fois dans la transmission des décisions de politique macroéconomique et la réponse des agents économiques à ces décisions. Il est donc essentiel de prendre en compte ces implications dans la conception des modèles macroéconomiques, aussi bien théoriques qu'appliqués,

destinés à guider les choix des décideurs. Ceci est d'autant plus important que promouvoir la croissance économique et augmenter les niveaux de vie demeurent au premier rang de l'agenda de la politique économique dans la plupart des pays en développement.

En même temps, le lecteur notera que l'ouvrage n'aborde pas en tant que telles les questions de croissance économique à moyen et long termes. Les questions liées à l'ajustement structurel en général ne sont pas non plus traitées en détail. Ma conviction est qu'un examen approfondi des questions d'analyse et de gestion macroéconomiques à court terme auxquelles sont confrontés actuellement les pays en développement – questions qui, comme noté ultérieurement, nécessitent d'emblée un cadre d'économie ouverte, et donc par nature plus complexe à analyser – nécessite à lui seul un ouvrage spécialisé. Les questions de croissance sont bien entendu fondamentales pour réduire de manière durable la pauvreté et augmenter les niveaux de vie dans le monde en développement, mais la diversité et la complexité de ces questions – le rôle du capital humain, des investissements publics, de l'innovation, du développement financier, et de l'égalité des genres, ainsi que les interactions entre la croissance et la répartition, l'environnement et le changement climatique, pour ne citer que quelques-unes – justifient largement d'y consacrer un traitement tout aussi approfondi que celui proposé dans les pages qui suivent.

L'ouvrage consiste en 15 chapitres, organisés comme suit. Le chapitre 1 définit le champ d'études et les objectifs de la macroéconomie du développement. L'accent est mis, comme indiqué antérieurement, sur la nécessité de prendre en compte à la fois, et de manière systématique, les caractéristiques structurelles et les fondements microéconomiques des règles de décision des agents, qui peuvent refléter les contraintes liées à leur environnement, dans l'analyse macroéconomique. Le chapitre propose une liste des caractéristiques structurelles qui sont (à mes yeux du moins) importantes pour le raisonnement macroéconomique dans les économies en développement, telles que la désagrégation de la structure de production, les distortions associées à l'information imparfaite dans le secteur financier et le rôle des garanties bancaires, les besoins de financement à court terme des entreprises, la segmentation du marché du travail et son lien avec la pauvreté, la volatilité des flux de capitaux à court terme, et la vulnérabilité aux chocs externes. Ces deux dernières caractéristiques permettent de souligner également l'importance de mener d'emblée la réflexion macroéconomique dans un cadre d'économie ouverte.

Le chapitre 2 présente les relations entre la comptabilité nationale et les contraintes budgétaires des agents. Les trois premières parties décrivent les concepts de base, les relations entre les opérations courantes et financières et leurs liens avec les contraintes budgétaires sectorielles, et les identités fondamentales que tout modèle macroéconomique doit satisfaire. La question des déficits jumeaux

(l'apparition simultanée d'un déficit budgétaire et d'un déficit en compte courant) est ensuite discutée. L'application du chapitre porte sur la construction d'une matrice de cohérence comptable (une présentation synthétique des comptes nationaux) pour le Maroc.

Le chapitre 3 décrit les comportements de consommation, d'épargne, et d'investis- sement des agents économiques. La première partie porte sur les facteurs explicatifs de la consommation et de l'épargne dans les pays en développement ; y sont incluses à la fois les théories standards (l'hypothèse du revenu permanent et le modèle du cycle de vie) et plusieurs extensions destinées à capter les facteurs qui ont été identifiés sur le plan empirique comme jouant un rôle significatif dans les pays en développement – y compris les niveaux de revenu et la variabilité du revenu, les relations inter-générations, les contraintes de liquidités, l'inflation et l'instabilité macroéconomique, le comportement d'épargne de l'État, la sécurité sociale et les systèmes de pension, et les variations des termes de l'échange. La deuxième partie du chapitre porte sur les déterminants de l'investissement privé et inclut une brève revue des modèles standards (qui soulignent les effets de l'accélérateur et du coût du capital) et une analyse du rôle de l'incertitude et de l'irréversibilité. L'idée que les investisseurs dans les pays en développement opèrent généralement dans un environnement beaucoup plus incertain que celui des pays avancés fait qu'une attention particulière est accordée à cette question. Comme dans le cas de la consommation et de l'épargne, plusieurs facteurs additionnels importants dans les études empiriques portant sur les pays en développement sont discutés, à savoir le rationnement du crédit, les fluctuations du taux de change réel, l'investissement public, l'instabilité macroéconomique et la charge de la dette extérieure. L'application proposée dans ce chapitre est une analyse des déterminants de l'investissement privé en Tunisie.

Les chapitres 4 et 5 portent sur la politique budgétaire et ses effets macroéconomiques. Le chapitre 4 débute par une description de la composition des sources conventionnelles des recettes et des dépenses publiques dans les pays en développement. Les sources implicites de recettes et d'engagements (telles que le seigneuriage et la taxe d'inflation, et les passifs conditionnels) sont ensuite examinées, ainsi que leurs implications pour la mesure du déficit budgétaire du secteur public. La deuxième partie spécifie la contrainte budgétaire de l'État et décrit différents concepts de mesure des déficits budgétaires. La troisième partie présente une technique simple destinée à mesurer les effets à court et à moyen termes de la politique budgétaire. Les deux parties suivantes analysent les questions associées à la soutenabilité de la dette publique et à la solvabilité du secteur public. L'application proposée porte sur le calcul du solde budgétaire cyclique au Maroc. Le chapitre 5, quant à lui, examine tour à tour les effets macroéconomiques des finances publiques dans un modèle macroéconomique simple, la gestion budgétaire des chocs externes, et

le lien entre l'ajustement budgétaire, les anticipations et l'activité économique. Le rôle des règles budgétaires est également discuté en détail, avec comme application la formulation et la performance de ces règles au Chili.

Les chapitres 6 et 7 portent sur le système financier et la politique monétaire. Le chapitre 6 porte sur la structure du système financier et ses implications pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire dans les pays en développement. Il commence par une description des principales caractéristiques du système financier dans ces pays, notamment le rôle joué par les banques dans le processus d'intermédiation financière et le rôle des restrictions gouvernementales. La nature et le mode d'opération des instruments indirects de la politique monétaire sont ensuite discutés, ainsi que les sources des imperfections du marché des prêts bancaires et ses conséquences en termes de rationnement du crédit. La troisième partie examine le mécanisme de transmission de la politique monétaire et la quatrième les implications d'un degré élevé de dollarisation (une situation dans laquelle les agents domestiques utilisent à la fois les monnaies nationale et étrangère comme moyen de transaction et comme réserve de valeur) pour la politique monétaire. L'application porte sur la relation entre le taux directeur de la banque centrale et la dynamique des taux bancaires dans un groupe de pays avancés et en développement. Le chapitre 7, pour sa part, présente un cadre d'analyse de l'impact de la politique monétaire, en économie fermée tout d'abord, puis en économie ouverte, en présence de changes fixes et flexibles. Plusieurs extensions sont également discutées. Le modèle présenté dans ce chapitre (qui étend celui introduit dans le chapitre 5) est un outil fondamental d'analyse macroéconomique dans une économie en développement où les banques jouent un rôle prépondérant dans le système financier.

Le chapitre 8 analyse le rôle des politiques macroprudentielles, et ses liens avec la politique monétaire, pour atteindre la stabilité financière et macroéconomique. La crise financière mondiale de 2007-09 a montré que pour atténuer les risques systémiques auxquels le système financier fait face, la surveillance financière et la supervision bancaire doivent adopter une approche *macro*prudentielle, et non plus exclusivement *micro*prudentielle.[1] En même temps, elle a rappelé qu'une politique monétaire axée sur la stabilité du taux d'inflation ne suffit pas pour garantir à la fois la stabilité macroéconomique et la stabilité financière. La première partie de

1 Cette crise commence par toucher le secteur des prêts hypothécaires à risque (*subprime mortgages*) aux États-Unis à partir de juillet 2007 et s'amplifie avec la crise bancaire et financière de l'automne 2008, qui débute lorsque plusieurs établissements financiers américains entrent en cessation de paiement, et sont soit sauvés de justesse par la banque de la Réserve fédérale (comme cela s'est produit pour la compagnie d'assurance AIG) soit rachetés par des concurrents (comme ce fut le cas pour Lehmann Brothers). La crise de liquidité et la crise de confiance associées à cette deuxième phase ont ensuite contribué à sa propagation au reste du monde. Voir par exemple Artus et al. (2008) et Banque de France (2009, 2010) pour une revue détaillée des causes et des réponses apportées.

ce chapitre examine en détail le pourquoi de la régulation macroprudentielle et ses objectifs, tandis que la seconde est consacrée aux instruments macroprudentiels eux-mêmes. Les effets de la politique macroprudentielle (sous la forme d'une taxe sur les prêts bancaires) sont étudiés dans la quatrième partie, en utilisant une extension du modèle présenté dans le chapitre 7. Les liens entre les politiques macroprudentielle et monétaire sont ensuite examinés. L'application proposée porte sur la régulation macroprudentielle en Asie.

Le chapitre 9 porte sur l'inflation et les politiques de désinflation. La première partie analyse les sources de l'inflation chronique et de l'hyperinflation. Elle commence par un examen du lien entre les déficits budgétaires, le seigneuriage et l'inflation élevée, et se poursuit par une analyse des différentes sources d'une forte inflation, à savoir l'inertie des salaires, la dépréciation du taux de change, les chocs des termes de l'échange et le biais d'inflation associé au manque de crédibilité. La deuxième partie examine les facteurs qui affectent le choix des ancrages nominaux dans les programmes de désinflation, en se concentrant notamment sur les dynamiques macroéconomiques associées aux programmes de stabilisation ancrés sur la monnaie ou le taux de change. La troisième partie se focalise sur le rôle de la crédibilité dans la désinflation. Elle passe en revue les sources des problèmes de crédibilité et les moyens par lesquels les décideurs politiques peuvent renforcer (ou au contraire affaiblir) leur crédibilité, en particulier l'indépendance de la banque centrale et les contrôles des prix. L'application proposée dans ce chapitre porte sur le programme de stabilisation de l'Égypte, 1992-97.

Le chapitre 10 porte sur le ciblage d'inflation – un régime de politique monétaire qui a gagné en popularité un peu partout dans le monde au cours des deux dernières décennies. Il fait de l'inflation (faible) l'objectif direct et primordial de la politique monétaire, et implique l'annonce d'une cible d'inflation, sous forme d'une fourchette ou d'une valeur ponctuelle. Il conduit également la banque centrale à adopter une règle d'intervention préemptive, fondée sur l'évolution anticipée de l'inflation, en partie du fait des retards dans le mécanisme de transmission. Les deux premières parties du chapitre examinent la détermination de la politique monétaire en économie fermée et en économie ouverte. Une comparaison avec les stratégies alternatives (le ciblage du taux de change, le ciblage monétaire, et le ciblage du revenu nominal) est menée dans la troisième partie. Les conditions de mise en place du ciblage d'inflation sont discutées dans la cinquième partie. Le lien entre ciblage d'inflation et stabilité financière – une question cruciale dans le contexte actuel, aussi bien dans les pays développés qu'en développement – est ensuite abordée. L'application proposée porte sur l'expérience des pays en développement avec ce type de régime de politique monétaire.

Le chapitre 11 porte sur l'intégration financière et les flux de capitaux. La première partie porte sur la mesure de l'intégration financière, tandis que la

deuxième porte sur les gains et les coûts liés à cette intégration. La troisième partie est consacrée aux mesures qui peuvent aider les pays à tirer le meilleur parti de l'ouverture financière internationale. L'application proposée porte sur les déterminants du cycle financier mondial.

Le chapitre 12 analyse différentes questions liées à la gestion du taux de change dans les pays en développement. Il débute par une typologie des régimes de taux de change dans ces pays. La deuxième partie identifie les différents critères qui peuvent affecter le choix d'un régime de change et souligne les conflits potentiels qui peuvent survenir entre eux. Comprendre la nature de ces conflits est important car, comme l'histoire des crises financières le démontre, les défis de politique économique changent au cours du temps ; pour y répondre, les régimes de change doivent aussi être adaptés aux circonstances. La troisième partie explore le rôle des facteurs de crédibilité ainsi que les implications des incohérences entre les politiques budgétaire et de change pour la viabilité d'un régime de taux de change fixe. Les liens entre le taux de change, la compétitivité et les mouvements de la balance commerciale sont examinés dans la quatrième partie. La cinquième partie examine les canaux par lesquels les ajustements du taux de change peuvent induire des effets contractionnistes sur la production, une question qui demeure très largement controversée. La dernière partie porte sur les déterminants des crises financières. Elle passe en revue différents types de modèles des crises monétaires qui mettent en relief à la fois les facteurs fondamentaux et non fondamentaux, tels que les changements de perception des marchés. L'application proposée est une analyse des causes de la crise financière turque de 2000-01.

Le chapitre 13 examine les déterminants des flux de capitaux et les différents instruments que les pouvoirs publics peuvent utiliser pour gérer les effets macroéconomiques de ces flux. Après une discussion du rôle des facteurs d'impulsion et des facteurs d'attraction comme déterminants des mouvements de capitaux, quatre types de réponse sont analysés : la flexibilité du taux de change, les interventions sur le marché des changes, les contrôles de capitaux, et les mesures macroprudentielles. Au cours des dernières années ces différents instruments ont souvent été utilisés (parfois de manière agressive) dans de nombreux pays à moyen revenu ; mais la question de leur efficacité reste ouverte. L'application proposée porte sur les contrôles de capitaux au Brésil.

Le chapitre 14 examine les relations entre les politiques macroéconomiques, le chômage, et la pauvreté. Il débute par une revue des principales caractéristiques du marché du travail dans les pays en développement. Ces caractéristiques portent sur les sources de la segmentation de ce marché, la distribution de l'emploi et du chômage, et les institutions et réglementations du marché du travail (notamment l'existence d'un salaire minimum, la protection de l'emploi, les indemnités pour

perte d'emploi, et le rôle des syndicats et des structures de négociation collective). Un modèle canonique de segmentation du marché du travail, le modèle Harris-Todaro, est alors présenté, suivi d'un modèle macroéconomique plus complet dans lequel l'impact de la dépense publique sur la production, l'emploi et le chômage est analysé. L'application proposée porte sur la mesure des relations entre les récessions économiques, le chômage et la pauvreté.

Le chapitre 15 présente différents types de modèles quantitatifs pour l'analyse des politiques macroéconomiques. La première partie est consacrée aux modèles économé- triques, tandis que la seconde présente les modèles dits VAR et VAR-X. La troisième partie est consacrée aux modèles d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE en anglais), une classe de modèles qui est devenue un instrument privilégié d'analyse macroéconomique et de prévision dans les banques centrales – aussi bien dans les pays développés qu'en développement. Après discussion d'un modèle DSGE simple, et de la calibration, estimation et solution de ce type de modèles, l'accent est mis sur l'importance de prendre en compte les frictions financières et le régime macroprudentiel. Les limitations de chaque type de modèles sont également discutées. L'application proposée porte sur un modèle VAR-X pour le Maroc.

Pour faciliter la tâche au lecteur, étudiant comme enseignant, un matériel pédagogique d'accompagnement est disponible en ligne (sous certaines restrictions) sur le site de Policy Center for the New South. Il comprend une Annexe technique, qui résume (sans démonstrations systématiques) les principaux résultats mathématiques utilisés dans l'ouvrage, les Appendices techniques signalés dans le texte et, pour chaque chapitre, des fichiers Powerpoint de présentation, des exercices d'application, et des documents spécifiques en accès libre (articles et rapports officiels principalement), pour la plupart cités en référence.