



FINANCES et DÉVELOPPEMENT

Décembre 2010 8 \$

La relance aux États-Unis
vue par Blinder et Zandi

Les inégalités peuvent
engendrer des crises

La tragédie du chômage

La maîtrise de l'endettement



Une place pour les pays émergents



Finances & Développement
est publié chaque trimestre en
anglais, en arabe, en chinois,
en espagnol, en français
et en russe par le FMI.
Édition française ISSN 0430-473x



FINANCES & DÉVELOPPEMENT PUBLICATION TRIMESTRIELLE
DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL
Décembre 2010 • Volume 47 • Numéro 4

RÉDACTEUR EN CHEF

Jeremy Clift

ÉDITRICE EN CHEF

Marina Primorac

RÉDACTEURS PRINCIPAUX

Camilla Andersen
Hyun-Sung Khang
James Rowe
Simon Willson

RÉDACTEURS

Maureen Burke
Jacqueline Deslauriers
Natalie Ramirez-Djumena

CHEF DE LA PROMOTION

Katherine Hutt Scott

DIRECTRICE ARTISTIQUE

Luisa Menjivar

GRAPHISTE

Lai Oy Louie

ASSISTANTES PRINCIPALES DE RÉDACTION

Niccole Braynen-Kimani
Lijun Li

ASSISTANT DE RÉDACTION

Harris Qureshi

CONSEILLERS DE LA RÉDACTION

| | |
|------------------|----------------------------|
| Bas Bakker | Thomas Helbling |
| Helge Berger | Paul Hilbers |
| Tim Callen | Laura Kodres |
| Paul Cashin | Paolo Mauro |
| Adrienne Cheasty | Gian Maria Milesi-Ferretti |
| Alfredo Cuevas | Paul Mills |
| Marcello Estevão | Martin Muhleisen |
| Domenico Fanizza | Uma Ramakrishnan |
| James Gordon | Rodney Ramcharan |

ÉDITION FRANÇAISE

Publiée sous la direction de Yannick
Chevalier-Delanoue et Marc Servais
Section française des services linguistiques
Mise sous presse par United Litho Inc.,
Ashburn, Virginia (U.S.A.)

© 2010 Fonds monétaire international.
Tous droits réservés. Pour reproduire le contenu
de ce numéro de *F&D*, quelle qu'en soit la
forme, veuillez remplir en ligne le formulaire
accessible à www.imf.org/external/terms.htm
ou envoyer votre demande à copyright@imf.org.
L'autorisation de reproduction à des fins
commerciales s'obtient en ligne auprès du
Copyright Clearance Center (www.copyright.com)
contre paiement d'une somme modique.

Les opinions exprimées dans la revue
n'engagent que leurs auteurs et ne reflètent
pas nécessairement la politique du FMI.

**Abonnement, changement
d'adresse et publicités :**

IMF Publication Services
Finance & Development
PO. Box 92780
Washington, DC 20090 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-7430
Télécopie : (202) 623-7201
Courriel : publications@imf.org

Postmaster: send changes of address to
Finance & Development, International Monetary
Fund, PO. Box 92780, Washington, DC, 20090,
USA. Periodicals postage is paid at Washington,
DC, and at additional mailing offices.



DOSSIER

UNE PLACE POUR LES PAYS ÉMERGENTS

- 6 Les pays émergents à l'âge adulte**
Ces pays dynamiques ont résisté à la récession mondiale, mais ont du mal à consolider leur position dans l'économie mondiale
M. Ayhan Kose et Eswar S. Prasad
- 11 Quelle est l'influence de la Chine?**
L'intégration et la croissance rapides de la Chine ont de plus en plus de répercussions sur le reste du monde
Vivek Arora et Athanasios Vamvakidis



AUSSI DANS CE NUMÉRO

- 14 Une relance efficace**
Sans la riposte rapide et massive des autorités, la Grande Récession sévirait peut-être encore aux États-Unis
Alan S. Blinder et Mark Zandi
- 18 La maîtrise de la dette**
Pour traiter les conséquences de la Grande Récession, les autorités doivent bien doser les mesures d'austérité
Emanuele Baldacci, Sanjeev Gupta et Carlos Mulas-Granados
- 22 La tragédie du chômage**
Les autorités peuvent faire plus pour atténuer le chômage et ses coûts humains
Mai Chi Dao et Prakash Loungani
- 28 Endettement et inégalités**
Un accroissement durable des inégalités de revenu incite à emprunter aux riches et augmente le risque de crise économique grave
Michael Kumhof et Romain Rancière
- 32 Les visages de la crise un an après**
La réaction de vraies personnes face à la crise
Julian Ryall, Florencia Carbone, Nicole Braynen-Kimani, Hyun-Sung Khang et Jacqueline Deslauriers
- 36 Les mauvaises nouvelles circulent vite**
Le déclassement de la dette publique peut se répercuter à travers les pays et marchés financiers
Rabah Arezki, Bertrand Candelon et Amadou N.R. Sy
- 38 Un métier à risque**
Les groupes bancaires mondiaux s'adapteront aux nouvelles règles internationales en matière de fonds propres et de liquidités, mais à quel coût pour les investisseurs et la sécurité du système financier?
Inci Ötker-Robe et Ceyla Pazarbasioglu
- 41 Question de confiance**
La confiance dans le gouvernement est la clé du développement financier
Marc Quintyn et Geneviève Verdier
- 44 Bon pour la croissance?**
La diffusion des banques islamiques peut stimuler le développement dans les pays à forte population musulmane
Patrick Imam et Kangni Kpodar



Les pays émergents tirent la reprise

LES GRANDS pays émergents, sortis les premiers de la crise économique mondiale, donnent une impulsion majeure à la reprise. Ils ont gagné en vigueur et en stature et aident le reste du monde à surmonter la récession qui a frappé les pays avancés comme les autres.

Dans ce numéro de *F&D*, nous examinons la montée en puissance des pays émergents. Selon Ayhan Kose, du FMI, et Eswar Prasad, professeur de politique commerciale à l'université Cornell, les pays émergents tels que le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie ont acquis un poids économique qui va leur permettre désormais de jouer un plus grand rôle dans la gouvernance économique mondiale et d'assumer une plus grande responsabilité en matière de stabilité économique et financière. Vivek Arora et Athanasios Vamvakidis s'intéressent quant à eux à l'influence croissante de l'économie chinoise sur le reste du monde.

Le poids accru des pays émergents se reflète déjà au sein du Groupe des Vingt principales économies (G20) ainsi qu'au Fonds monétaire international, dont le Conseil d'administration vient d'approuver des mesures visant à leur donner plus d'influence dans l'organisation forte de 187 membres.

Divers sujets sont aussi abordés dans ce numéro de *F&D* qui ont trait aux efforts déployés dans le monde entier pour sortir de

la crise. Alan Blinder et Mark Zandi examinent les effets positifs des mesures de relance aux États-Unis. Sans elles, disent-ils, le pays serait encore en récession. Des chercheurs du FMI étudient ce que les pays pourraient faire pour maîtriser la dette publique. D'autres articles se penchent sur les coûts humains du chômage, les liens entre inégalités et crise financière, et ce que signifierait pour le système financier un changement des pratiques bancaires.

Deux articles sont consacrés au système bancaire islamique, qui a fait ses preuves pendant la crise mondiale, et dans «Les visages de la crise un an après», nous continuons notre enquête sur les conséquences de la récession pour plusieurs personnes dans diverses régions du monde.

Enfin, Avinash Dixit, dont nous dressons le portrait dans ce numéro, nous invite à la prudence quand les choses vont bien : «La vraie leçon à retenir, et je crains qu'elle ne soit jamais apprise, est que c'est en période de prospérité qu'il faut faire preuve de prudence budgétaire. C'est alors que les gouvernements doivent constituer des excédents importants pour qu'en cas de crise ou de récession ils puissent dépenser librement sans s'inquiéter de la dette.»

Jeremy Clift
Rédacteur en chef

- 46 Mise à l'épreuve**
Les banques islamiques ont mieux résisté à la crise que les banques classiques
Maher Hasan et Jemma Dridi
- 50 Les pays pauvres peuvent exporter davantage**
Les pays avancés et émergents peuvent faciliter la tâche aux pays moins avancés pour qu'ils vendent plus de produits à l'étranger
Katrin Elborgh-Woytek et Robert Gregory

RUBRIQUES

- 2 Paroles d'économistes**
Des idées et des jeux
Jeremy Clift trace le portrait d'Avinash Dixit, théoricien de l'économie
- 26 Pleins feux**
Jeune cherche emploi
Le chômage des jeunes est au plus haut à cause de la crise économique mondiale
Sara Elder
- 48 L'ABC de l'économie**
Qu'entend-on par externalités?
Ce qui se produit quand les prix n'intègrent pas complètement les coûts
Thomas Helbling

- 53 Gros plan**
Le commerce mis à mal
La Grande Récession a gravement perturbé le commerce international, mais certains échanges ont été touchés plus durement que d'autres
Kim Zieschang
- 54 Notes de lecture**
The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy, Dani Rodrik
Exorbitant Privilege: The Decline of the Dollar and the Future of the International Monetary System, Barry Eichengreen
The Dragon's Gift: The Real Story of China in Africa, Deborah Brautigam
- 57 Index**

Illustrations : Couverture, Chris McAllister; p. 18, John Labbe/The Image Bank; p. 28; Kino Brod/Getty Images; p. 38, Images.com/Corbis.

Photographies : p. 2, Nat Clymer Photography; p. 6, Frédéric Soltan/Corbis; p. 11, Claro Cortes IV/Reuters/Corbis; p. 14, Axel Koester/Corbis; p. 22, Ralf-Fin Hestoft/Corbis; p. 26, Najlah Feanny/Corbis; p. 27, Mast Irham/epa/Corbis; p. 32, Alfie Goodrich; p. 33, Daniel Pessah, *La Nación*; p. 34, Michael Spilotro/IMF and Tony Belizaire/AFP; p. 35, Michael Spilotro/IMF; p. 41, Steven Puetzer/Getty Images; p. 44, staff/Reuters/Corbis; p. 46, Rafael Marchante/Reuters/Corbis; p. 50, Stephen Jaffe/FMI; pp. 54-56, Michael Spilotro/FMI.

Disponible en ligne à www.imf.org/fandd



Jeremy Clift trace le portrait d'Avinash Dixit, théoricien de l'économie

«La victoire récompense celui qui a tout préparé — on appelle ça la chance. La défaite est certaine pour celui qui a négligé de prendre les précautions nécessaires à temps; cela s'appelle la malchance.»

— Roald Amundsen, *The South Pole*

L PEUT paraître étrange qu'Avinash Dixit, qui a grandi dans la chaleur tropicale de l'Inde, ait dans son salon une étagère de livres soigneusement rangés sur les expéditions glaciales dans l'Antarctique. Ce professeur de l'Université Princeton a une explication simple : «Ce sont des livres idéaux pour illustrer les stratégies de la théorie des jeux. Les expéditions ont presque toutes souffert d'un défaut rédhibitoire qui assurait la défaite alors que leur rival réussissait.»

«Les Britanniques, par exemple, pensaient qu'ils savaient tout et n'avaient rien à apprendre de personne», dit-il en préparant des sandwiches pour le déjeuner dans sa cuisine modestement équipée. «Scott, par exemple, pensait que la structure hiérarchique de la Marine britannique était la bonne solution pour organiser son équipe, alors qu'une organisation plus ouverte et participative aurait mieux convenu à son petit groupe dans sa tentative malheureuse pour atteindre le Pôle Sud.»

Dixit, qui compare la recherche universitaire à l'alpinisme — c'est «la vue époustouflante du sommet» qui lui donne toute sa valeur — est un défenseur passionné de la théorie des jeux et affirme qu'elle fait désormais partie des bases de l'économie.

Elle a attiré son attention quand il a découvert *La stratégie du conflit* de Thomas Schelling, un des pionniers de l'étude de la négociation. «Pour moi, cela a donné vie à la théorie des jeux,

nous déclare Dixit dans sa maison de Princeton, comme dit Schelling, «quand deux camions transportant de la dynamite se rencontrent sur une route à voie unique, lequel recule?»

Rendre l'enseignement amusant

L'enseignement de la théorie des jeux, insiste-t-il, doit être amusant — il a obtenu des prix pour ses prouesses d'enseignant — et il cherche à en illustrer les concepts essentiels par des histoires tirées de films, de livres et de la vie quotidienne.

Pour Dani Rodrik, professeur d'économie politique internationale à Harvard, Dixit est le meilleur enseignant qu'il ait jamais eu — il ne traitait jamais un sujet comme idiot ou évident. «Même si une question paraissait stupide, il s'arrêtait, mettait la main sous le menton, fermait à demi les yeux et réfléchissait longuement tandis que les autres étudiants ouvraient des yeux ronds devant la stupidité du questionneur, dit Rodrik, ensuite il disait «je vois à quoi vous pensez...» et il nous sortait une réponse à une question profonde et intéressante à laquelle l'étudiant n'avait absolument pas pensé.»

«Ce qui le rend différent, dit son ancienne étudiante Kala Krishna, aujourd'hui professeur d'économie à l'Université Penn State, c'est que, plus qu'aucune autre personne de ma connaissance, il voit l'économie comme un élément inévitable de la vie : les livres, les films, la négociation avec un chauffeur de taxi, tout a un contenu économique. Il aime vraiment l'économie et l'on voit combien il s'amuse quand il la pratique.»

D'autres louent son esprit. «Avinash Dixit est l'un de mes économistes préférés, en partie parce qu'il possède un trait extrê-

idées

et des jeux

mement rare chez ses pareils, un vrai sens de l'humour», dit Steven D. Levitt, coauteur de l'ouvrage à succès *Freakonomics*.

Dixit, après son doctorat au Massachusetts Institute of Technology (MIT), a enseigné au Département d'économie de Princeton entre 1981 et 2010. Il a attiré l'attention assez vite par son travail avec Joseph Stiglitz sur les marchés imparfaits et ce que les économistes appellent la concurrence monopolistique. Ce concept ouvre un champ théorique intermédiaire entre le monopole pur, dans lequel une seule firme contrôle le marché, et la concurrence parfaite, dans laquelle il y a tellement d'entreprises qu'aucune n'a un pouvoir de marché.

Il est aussi célèbre pour son manuel sur le commerce international, *The Theory of International Trade*, écrit avec l'économiste norvégien Victor Norman, qui a eu une énorme influence, et pour ses travaux sur les oligopoles et l'organisation industrielle.

Un modèle novateur

Ce que l'on appelle aujourd'hui le «modèle Dixit-Stiglitz» a fondé un important corps de théories économiques sur le commerce international, la croissance et la géographie économique. Il a été utilisé par Paul Krugman, qui a obtenu le Prix Nobel en 2008.

Ce modèle, publié en 1977, est devenu une base de recherche dans les nouveaux domaines que sont la théorie de la croissance endogène et l'économie régionale et urbaine. Le journaliste David Warsh l'a décrit comme «un de ces modèles économiques et faciles à utiliser, type «Volkswagen», qui étaient la marque du MIT» (Warsh, 2006).

La concurrence monopolistique, découverte par Joan Robinson et Edward Chamberlin pendant les années 30, est restée longtemps un thème classique de l'économie. Mais Stiglitz, qui a obtenu un Prix Nobel en 2001 pour son travail avec Michael Spence et George Akerlof sur l'analyse des marchés à information asymétrique, et Dixit l'ont portée à un niveau inédit. «La réussite du modèle de concurrence imparfaite Dixit-Stiglitz a pu surprendre ceux qui étudient l'histoire de la pensée économique, car c'était loin d'être la première tentative de traiter les marchés imparfaits ou la concurrence monopolistique», disent Steven Brakman et Ben Heijdra dans un livre qui analyse ce qu'ils appellent une révolution dans l'étude de la concurrence imparfaite.

«Toutefois, là où les tentatives précédentes avaient échoué, l'approche Dixit-Stiglitz s'est avérée une grande réussite et elle a le potentiel de devenir un «classique.»

Un impact énorme

La théorie de la concurrence monopolistique a ébranlé la théorie moderne du commerce international, à cause, dit l'économiste d'Oxford Peter Neary, d'«un facteur prédominant», à savoir l'élaboration du modèle «élégant et épuré» par Dixit et Stiglitz.

Ces deux auteurs n'appliquaient leur invention qu'à la question classique de l'organisation industrielle : les entreprises en concurrence monopolistique fournissent-elles un niveau optimal de diversité des produits? Toutefois, au bout de quelques années, beaucoup ont appliqué ce modèle au commerce international.

Dixit a avoué à Warsh qu'il n'avait pas prévu les applications générales du modèle. «Joe et moi savions que nous apportions quelque chose en construisant un modèle maniable d'équilibre général en concurrence imparfaite, mais nous ne pensions pas qu'il aurait tant d'usages — sinon nous aurions écrit nous-mêmes tous les articles qui ont suivi!»

Masahisa Fujita, Paul Krugman et Anthony Venables vantent dans leur livre *The Spatial Economy* l'adaptabilité du modèle dans le domaine de la géographie économique. «En somme, Dixit et Stiglitz nous donnent des morceaux de leur gâteau tout en nous laissant en chercher la recette mathématique.»

Des travaux de grande ampleur

Comme il l'admet lui-même, Dixit est un peu désordonné et opportuniste dans son intérêt pour la recherche. «J'ai toujours travaillé sur le dernier sujet qui m'intéressait en utilisant les approches et les techniques qui paraissaient convenir sans jamais penser à le faire cadrer dans une vision du monde ou une méthodologie globales», écrit Dixit dans *Passion and Craft: Economists at Work*, sous la direction de Michael Szenberg (voir encadré 1).

Barry Nalebuff, coauteur avec Dixit de l'ouvrage populaire sur la théorie des jeux *Thinking Strategically*, dit en plaisantant que

Encadré 1

On a toujours 23 ans

«De toutes les leçons que j'ai apprises pendant 25 ans de recherche, écrit Dixit, celle que je trouve la plus précieuse, c'est de toujours travailler comme si l'on avait encore 23 ans. Quand on adopte cette perspective, il est difficile de donner des conseils à quelqu'un.»

Dixit, qui aime les livres de vulgarisation scientifique et technique, dit qu'il s'efforce de garder un esprit perpétuellement jeune pour ne pas rester coincé dans son domaine et dans le «concentré de sagesse d'une ancienne célébrité vieillissante».

La recherche peut sembler redoutable et décourageante vue de l'extérieur, mais cela le réjouit. «Pour moi, c'est l'équivalent intellectuel d'escalader une nouvelle paroi rocheuse en utilisant seulement les mains et les pieds, ou même de grimper en solo sans corde, pitons ni harnais pour se protéger si on tombe.»

Dixit a été le prototype humain de Wikipédia, l'encyclopédie en ligne. «Aujourd'hui comme avant, sur n'importe quel domaine de l'économie, il peut répondre à votre question et la pousser plus loin.»

Dixit a aussi écrit le manuel d'initiation *Games of Strategy* avec Susan Skeath, ancienne étudiante et aujourd'hui professeur à Wellesley College. John Nash, fondateur de la théorie moderne des jeux et titulaire du Prix Nobel, représenté dans le film *Un homme d'exception*, est un ami avec qui il prend parfois un déjeuner ou une bière.

En plus de la théorie des jeux et de son modèle éponyme, Dixit est connu pour ses travaux fondamentaux sur la théorie microéconomique, le commerce international et la croissance, et le développement. Pourtant ses intérêts divers l'ont poussé à écrire abondamment sur la gouvernance, le rôle des institutions, du droit et de la démocratie dans le développement et la polarisation politique. Selon lui, son ouvrage le plus souvent cité est *Investment under Uncertainty*, écrit en 1994 avec Robert Pindyck du MIT, sur les choix d'investissement par les entreprises.

Ce livre souligne l'irréversibilité inhérente à la plupart des décisions d'investissement. Dixit et Pindyck proposent un moyen de traiter les risques causés par l'irréversibilité : attendre avant d'agir. Il vaut mieux attendre parce qu'avec le temps on obtient de nouvelles informations qui auraient perdu tout intérêt si l'on avait déjà pris une décision irréversible.

Dixit a plaidé pour la même approche dans d'autres domaines, comme l'illustre un article fondé sur un épisode de la célèbre série télévisée *Seinfeld*, où une femme doit prendre des décisions sur l'usage de sa réserve limitée d'éponges contraceptives (encadré 2).

Dixit, qui a présidé la Société d'économétrie en 2001 et l'American Economic Association en 2008, a enseigné dans plusieurs universités américaines et britanniques et fait des séjours au Fonds monétaire international et à la Russell Sage Foundation de New York, qui se consacre à la recherche en sciences sociales.

Des mathématiques à l'économie

Dixit n'a pas toujours été économiste. Sa licence de l'Université de Bombay portait sur les mathématiques et la physique. Il a obtenu une autre licence de mathématiques à l'Université de Cambridge. Il attribue à un professeur de son collègue, Corpus Christi, le mérite de l'avoir lancé dans sa nouvelle carrière en lui

Encadré 2

Le modèle caché

Dans un épisode de la série *Seinfeld*, l'éponge contraceptive favorite d'Elaine Benes est retirée du marché. Elle court les pharmacies pour en trouver, mais son stock est désormais limité, donc elle doit «réévaluer complètement son processus de sélection». Chaque fois qu'elle rencontre un nouvel homme elle doit se demander s'il «vaut une éponge».

Selon Dixit, quand Elaine utilise une éponge, elle renonce à la possibilité d'en avoir une quand elle rencontrera un homme encore plus séduisant. Il a élaboré il y a longtemps un modèle mathématique pour quantifier ce concept de «valeur-éponge», mais il l'a gardé secret parce que cela lui paraissait inconvenant à l'époque. «J'espère que mon âge avancé me met maintenant à l'abri des contraintes du politiquement correct», a-t-il écrit après avoir pris sa retraite de l'enseignement au début de cette année.

suggérant de lire *Les fondements de l'analyse économique* de Paul Samuelson et *Théorie de la valeur* de Gérard Debreu.

Quand il s'est inscrit au MIT en 1965, il s'intéressait à l'économie, mais officiellement il était en maîtrise au département de recherche opérationnelle. «On m'a envoyé voir Frank Fisher pour qu'il me conseille sur les cours d'économie à suivre. Il m'a écouté et a dit «la recherche opérationnelle est barbant, ce n'est que des algorithmes. Venez donc au programme doctoral d'économie.»

Bien que Dixit prétende s'intéresser surtout «aux idées et non aux gens», il fait exception pour saluer les idées et les recherches des autres, en particulier de Krugman, son collègue au MIT et chroniqueur au *New York Times*, et de Samuelson, premier économiste américain à avoir obtenu le Prix Nobel qui, dit-il, lui a enseigné l'unité de l'économie comme sujet d'étude.

«De ses travaux et de son enseignement, j'ai appris que tous les «domaines» dans lesquels l'économie est classiquement divisée sont des morceaux étroitement imbriqués d'un grand puzzle, dans un cadre commun de concepts et de méthodes analytiques — le choix, l'équilibre et la dynamique.»

Des temps troublés

Dixit se qualifie comme un théoricien, «mais d'une espèce de théorie relativement appliquée». Sa carrière de recherche a commencé en 1968, année où le monde universitaire européen et américain connaissait des troubles. L'atmosphère était nettement gauchiste et contestataire, et les recherches devaient presque toujours être «dans le coup». Dans ce climat dominaient des problèmes comme ceux des pays en voie de développement, des zones urbaines et de l'environnement.

«Quand je repense à ces années, beaucoup des recherches «dans le coup» en économie n'ont guère laissé de marques durables. Les problèmes des pays en voie de développement et des zones urbaines se sont avérés tellement politiques que même des conseils économiques avisés n'auraient servi à rien si nous avions pu les donner», dit-il dans *My System of Work (Not!)*, article écrit en 1994.

«Non, les sujets qui se sont avérés durablement valables en économie étaient très différents — par exemple la théorie des anticipations rationnelles, le rôle de l'information et des incitations, et plus tard la théorie des jeux. Au début des années 70, une grande partie de ces travaux paraissait abstraite et inactuelle et on les aurait appelés politiquement incorrects si l'expression avait existé.»

Le travail de Dixit et Victor Norman sur le commerce international a changé la façon d'aborder l'analyse de l'égalisation des prix des facteurs, qui étudie comment le libre-échange des biens affecte le prix de facteurs comme les salaires et les taux d'intérêt. La plupart des spécialistes qui ont étudié le commerce international pendant les années 80 et 90 reconnaissent son influence.

Dixit a aussi emprunté à la théorie des jeux des idées pointues sur l'étude de l'organisation industrielle. Son travail sur l'investissement et la dissuasion à l'entrée étudie comment les firmes en place utilisent l'accumulation de capacités excédentaires pour protéger leur monopole en dissuadant les concurrents éventuels d'entrer sur le marché.

Les moteurs du développement

Dixit a passé ces dix dernières années à étudier les moteurs du développement économique, notamment la gouvernance et

les institutions, ainsi que les États fragiles, pays pauvres qui se remettent d'un conflit ou d'une catastrophe. «Les économistes ont longtemps négligé la gouvernance, peut-être parce qu'ils pensaient que les gouvernements l'appliqueraient. Toutefois, l'expérience des pays en voie de développement et de réforme, ainsi que les observations tirées de l'histoire, les ont amenés à étudier les institutions de gouvernance non gouvernementales» (Dixit, 2008).

Il aborde ce sujet avec son scepticisme habituel.

S'il reconnaît l'importance de la démocratie, des droits de propriété, du respect des contrats et de la fourniture d'infrastructures et de services publics pour soutenir l'activité économique privée, il est sévère sur les tentatives qui visent à proposer un menu fixe pour le développement des pays à faible revenu.

«Il existe une très longue tradition de recettes qui ne marchent pas», dit-il. Il a fait bouger les choses avec une conférence à la Banque mondiale en 2005 qu'il avait voulue provocante et critique mais «de façon impartiale».

Dans bien des cas, affirmait-il dans cette conférence, les recherches accumulées sur le rôle des institutions dans le développement ne fournissent pas de prescriptions utiles ou fiables. «J'espère donner à tous l'envie d'approfondir leur réflexion.»

Dans une conférence ultérieure à la Reserve Bank of India (Dixit, 2007), il a déclaré qu'en général les réformes partant de la base et structurées de façon organique fonctionnent mieux que celles qui sont imposées d'en haut.

Philip Keefer, qui était l'interlocuteur de Dixit à la conférence de 2005, a dit que celui-ci avait raison d'être sceptique mais que les «grandes idées» pouvaient guider les réformes des pays.

Selon Dixit, le changement, pour être efficace, doit être coordonné et agir sur plusieurs fronts. «La seule recette qui marche tient à ce que j'appelle les «complémentarités stratégiques». S'il y a 15 choses à faire, n'en faire que 3 ne fera pas avancer de 20 %. On obtiendra beaucoup moins. Il faut faire toutes les 15, ou au moins 13 ou 12, avant de constater un véritable effet. Donc le changement nécessite deux facteurs : les complémentarités stratégiques et la chance.

«Napoléon aurait dit que la qualité qu'il admirait le plus chez ses généraux était la chance, et il en va de même pour les gouvernements et les pays.»

L'économie et la crise

Dixit, qui a récemment arrêté d'enseigner à plein temps à Princeton, rejette l'introspection dans laquelle sont tombés certains économistes humiliés par la crise économique mondiale. À son avis, ils ont tort de s'en prendre à la «science funeste».

«En fait, je pense que la théorie économique s'en est mieux sortie que la pratique politique... La théorie et l'analyse économiques fondées sur des théories assez courantes montraient à tous que la situation était intenable, qu'il y aurait forcément une bulle de l'immobilier. On ne peut jamais prédire le calendrier, mais tout le monde savait que les choses iraient mal.

«Ce que nous n'avons pas pu prédire, c'est l'ampleur de la crise — par exemple jusqu'où les prix de l'immobilier allaient tomber. Deuxièmement, nous n'avons pas pu envisager l'effet que la crise financière aurait sur l'économie réelle.»

Compte tenu de la crise, comment la recherche économique doit-elle s'adapter?

«Je pense que certaines des recherches les plus fructueuses viendront d'une meilleure intégration de la théorie financière et de la théorie macroéconomique. Elles seront peut-être complétées par une meilleure prise en compte des grands événements rares, ce qui se fait déjà en théorie financière mais moins dans la pratique que cela ne devrait être le cas.

«Mais la véritable erreur ne tenait pas tant à la théorie économique qu'au monde de la politique et des entreprises, où les dirigeants ont avalé tout cru des idées simplistes sur les merveilles du marché en oubliant les centaines de restrictions évoquées par Adam Smith et d'autres, et que nous aurions tous dû connaître.»

Les crises ne disparaîtront pas

Pour Dixit, aujourd'hui professeur invité pour une partie de l'année à Lingnan University de Hong Kong, le principal message à retenir est que les crises ne vont pas disparaître.

«Il ne faut pas croire qu'on les a éliminées. Ce serait une illusion, et peut-être une illusion dangereuse, parce que s'ils pensent qu'elles ont disparu, les dirigeants politiques, les hommes d'affaires, les consommateurs *et cetera*, se comporteront de façon plus imprudente et rendront ainsi les crises plus probables.»

Il conseille la prudence pendant les époques de prospérité. «La vraie leçon à retenir, et je crains qu'elle ne soit jamais apprise, est que c'est en période de prospérité qu'il faut faire preuve de prudence budgétaire. C'est alors que les gouvernements doivent constituer des excédents importants pour qu'en cas de crise ou de récession ils puissent dépenser librement sans s'inquiéter de la dette.

«Malheureusement, la leçon ne sera jamais apprise parce que les périodes fastes enracinent l'illusion que les périodes néfastes ne reviendront jamais.» ■

Jeremy Clift est rédacteur en chef de Finances & Développement.

Bibliographie :

Brakman, Steven, and Ben Heijdra, eds., 2004, *The Monopolistic Competition Revolution in Retrospect* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).

Dixit, Avinash, 1994 "My System of Work (Not!)," *The American Economist*, Spring.

———, 2005, *DEC Lecture*, World Bank, April 21.

———, 2007, *Reserve Bank of India "P.R. Brahmananda Memorial Lecture"*, Mumbai, June 28.

———, 2008, "Economic Governance," *Intertec Lecture*, University of Milan, Bicocca, Italy, June 5.

———, and Victor Norman, 1980, *The Theory of International Trade: a dual, general equilibrium approach* (London: J. Nisbet).

———, and Joseph E. Stiglitz, 1977, "Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity," *American Economic Review*, Vol. 67, No. 3, p. 297-308.

Fujita, Masahisa, Paul Krugman, and Anthony Venables, 1999, *The Spatial Economy: Cities, Regions, and International Trade* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

Szenberg, Michael, ed., 1998, *Passion and Craft: Economists at Work* (Ann Arbor, Michigan: University of Michigan).

Warsh, David, 2006, *Knowledge and the Wealth of Nations* (New York: Norton).

Les pays



Émergents à l'âge adulte

M. Ayhan Kose et Eswar S. Prasad

LA PERFORMANCE exceptionnelle des pays émergents, un groupe de pays à revenu moyen qui s'intègre rapidement au marché mondial depuis le début des années 80, est le plus bel exemple de croissance de la décennie écoulée. Après avoir subi diverses crises pendant les années 80 et 90, les pays émergents se sont épanouis dans les années 2000 en atteignant des taux de croissance remarquables et en maîtrisant bien l'inflation et d'autres problèmes.

Avant la crise mondiale de 2008-09, investisseurs et dirigeants prenaient conscience que les pays émergents, avec leur nouvelle puissance économique, étaient devenus plus résistants aux chocs émanant des pays avancés. D'ailleurs, des données empiriques indiquent, pendant les deux dernières décennies, une convergence des cycles conjoncturels parmi les pays émergents et parmi les pays avancés, mais une divergence graduelle entre ces deux groupes — qualifiée de découplage. On observe une plus grande corrélation entre les fluctuations des marchés financiers de ces deux groupes de pays, mais qui n'entraîne pas de répercussions accrues sur l'économie réelle, productrice de biens et de services.

Or, la crise financière mondiale semble avoir invalidé des notions comme le découplage. Elle a jeté un doute sur l'aptitude des pays émergents à s'isoler de l'évolution des pays avancés. Pourtant, quand la crise a commencé à s'atténuer, on s'est aperçu qu'ils avaient dans l'ensemble mieux supporté la récession mondiale. Dans beaucoup d'entre eux, l'activité s'est vivement redressée pendant l'année écoulée et ils semblent devoir connaître globalement une forte croissance dans l'avenir proche (voir graphique 1).

Néanmoins, tous n'ont pas fait aussi bien pendant cette récession. Leur degré de résistance a sensiblement varié au cours de la crise financière; il y a là d'importantes leçons à propos de leur cheminement futur de croissance et des problèmes qu'ils pourraient rencontrer.

Au fur et à mesure que les pays émergents se développeront, ils prendront plus d'importance. Cela leur permettra de contribuer davantage à l'amélioration de la gouvernance économique mondiale, à condition qu'ils suivent de bonnes politiques et intensifient les réformes qui leur ont permis de résister lors de la récession. En définitive, leur destin est entre leurs mains.

Ces pays dynamiques ont résisté à la récession mondiale, mais ont du mal à consolider leur position dans l'économie mondiale

Évolution des moteurs de la croissance mondiale

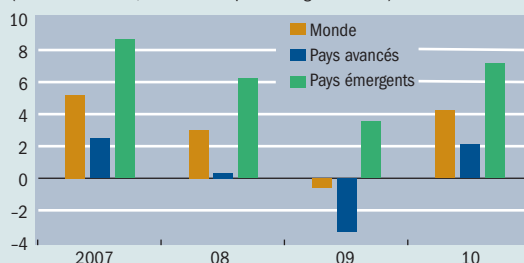
Depuis une cinquantaine d'années, on assiste à un bouleversement de la répartition du PIB mondial entre les différents groupes de

Graphique 1

Le rebond

Les pays émergents ont mieux résisté à la Grande Récession que les pays avancés et se sont redressés plus vite.

(croissance du PIB, variations en pourcentage sur un an)



Source : calculs des auteurs.

Note : Les données pour 2010 sont basées sur les prévisions des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (octobre 2010). La croissance est calculée au moyen des taux de croissance du PIB réel de chaque pays pondérés par la parité de pouvoir d'achat.

pays. De 1960 à 1985, les pays avancés ont représenté en moyenne trois quarts environ du PIB mondial mesuré en dollars courants, ajusté compte tenu des différences de parité de pouvoir d'achat. Cette proportion a graduellement diminué pour tomber à 57 % en 2008-09. En revanche, celle des pays émergents a augmenté, passant de quelque 17 % dans les années 60 à une moyenne de 31 % pendant la période de rapide intégration commerciale et financière mondiale qui a commencé au milieu des années 80. En 2008-09, elle était proche de 40 % (voir graphique 2).

L'importance accrue des pays émergents apparaît encore mieux quand on considère leur contribution à la croissance de la production mondiale.

De 1973 à 1985, les pays avancés représentaient près des 60 % d'une croissance annuelle du PIB mondial de 3,4 %. Les pays émergents contribuaient pour un peu plus d'un tiers (le reste étant imputable aux autres pays en développement). Le rythme moyen de croissance du PIB mondial a été de 3,7 % pendant la période de mondialisation (1986-2007), la contribution des pays émergents passant à quelque 47 %. Celle des pays avancés a fléchi à 49 % environ.

Pendant les deux années de la crise financière, ces contributions relatives ont énormément changé. En 2008-09, les pays émergents ont été à eux seuls responsables de la croissance du PIB mondial, alors que les pays avancés ont subi une contraction profonde. Leur apport direct à la croissance mondiale a continué à augmenter et s'est encore accentué pendant la crise financière, alors que c'est l'inverse pour les pays avancés.

Des résultats divergents

Les pays émergents dans leur ensemble se sont bien comportés pendant la récession mondiale de 2009, mais il y a eu de grandes différences entre pays et entre régions. Les pays émergents d'Asie ont obtenu les meilleurs résultats, le taux de croissance baissant relativement peu malgré les ravages de la crise mondiale. La Chine et l'Inde, les deux plus grandes économies de la région, ont conservé une forte expansion et

beaucoup contribué au résultat global de la région. Si on les exclut, les résultats des pays émergents d'Asie sont moins impressionnants (voir tableau).

Alors que cette région s'en est bien tirée, ce n'est pas le cas des pays émergents d'Europe, qui ont connu la plus forte baisse de la production en 2009. L'Amérique latine aussi a été durement touchée. Les deux régions ont souffert à cause de leurs liens avec les pays avancés. Mais beaucoup de pays émergents d'Amérique latine se sont assez bien redressés, contrairement aux périodes antérieures de turbulences, pendant lesquelles les pays latino-américains avaient été vulnérables aux crises de change et de la dette.

Les pays émergents du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord (MOAN) et de l'Afrique subsaharienne ont mieux supporté la crise que l'Amérique latine, leur production baissant peu. Cela pourrait s'expliquer par leur faible exposition aux flux commerciaux et financiers des pays avancés, qui a limité les répercussions du choc mondial.

Pourquoi cette résistance?

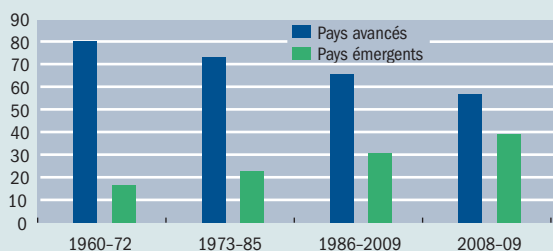
De nombreux facteurs expliquent la résistance relative des pays émergents dans leur ensemble pendant la crise financière mondiale. Certains tiennent à leurs choix de politique économique, alors que d'autres sont liés aux changements structurels de leurs économies. Ces facteurs expliquent aussi les degrés de résistance différents entre les divers groupes de pays émergents.

- *L'amélioration des politiques macroéconomiques* dans la plupart des pays émergents a permis, depuis dix ans, de maîtriser l'inflation grâce à une double discipline budgétaire et monétaire. De nombreux pays émergents ont maintenant adopté une forme de ciblage de l'inflation, explicite ou implicite, souple ou rigoureux, et appliquent un taux de change flexible, ce qui contribue à absorber les chocs extérieurs. La prudence des politiques budgétaires, qui a fait baisser les déficits budgétaires et la dette publique, a permis aux pays émergents de réagir énergiquement en menant une politique budgétaire anticyclique face aux effets de freinage de la crise.

Graphique 2

Une importance croissante

La part des pays émergents dans le PIB mondial augmente régulièrement depuis 50 ans.
(en pourcentage du PIB mondial)



Source : calculs des auteurs.

Note : Les valeurs correspondent à la part du PIB mondial en moyenne de la période, calculée sur la base des taux de change en parité de pouvoir d'achat. La somme n'est pas égale à 100 %, car on ne compte que les pays avancés et émergents.

Des résultats différents

Pendant la crise, la croissance ne s'est que légèrement ralentie dans les pays émergents d'Asie, alors qu'elle s'est effondrée dans les pays émergents d'Europe.

(croissance du PIB, variations en pourcentage sur un an)

| | | | | Projections |
|--|------|------|------|-------------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Pays émergents d'Asie | 10,6 | 6,8 | 5,8 | 9,3 |
| Pays émergents d'Asie, hors Chine, Inde et RAS Hong Kong | 5,9 | 3,0 | 0,6 | 7,1 |
| Pays émergents d'Europe | 7,6 | 4,7 | -6,3 | 3,1 |
| Pays émergents d'Amérique latine | 5,7 | 4,2 | -2,0 | 6,0 |
| Pays émergents du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord | 6,0 | 4,8 | 1,9 | 4,1 |
| Pays émergents d'Afrique subsaharienne | 7,1 | 5,6 | 2,7 | 4,9 |

Source : Calculs des auteurs. Les données pour 2010 sont basées sur les prévisions des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (octobre 2010).

Note : La croissance est calculée au moyen des taux de croissance du PIB réel de chaque pays pondérés par la parité de pouvoir d'achat.

En outre, les pays émergents à faible inflation ont pu recourir à des politiques monétaires expansionnistes pour stimuler la demande interne.

- Une moindre dépendance aux financements étrangers et un changement de composition de la dette extérieure ont réduit leur vulnérabilité aux à-coups des mouvements de capitaux. Globalement, les pays émergents ont été exportateurs nets de capitaux pendant la décennie écoulée. Ceux d'Asie, la Chine surtout, ont dégagé ces dernières années des excédents courants considérables. Certes, d'autres pays émergents — notamment en Europe — avaient des déficits courants élevés avant la crise. Ils ont été les plus durement touchés, parce que l'expansion du crédit était financée davantage par des capitaux étrangers que par l'épargne nationale (voir «Deux régions aux profils contrastés» dans le numéro de *F&D* de mars 2010). Mais le changement de nature des flux de capitaux vers les pays émergents a réduit leur sensibilité à un arrêt soudain des entrées de fonds. Depuis une dizaine d'années, la discipline macroéconomique a facilité le passage à une forme plus stable d'entrées de capitaux dans un certain nombre de ces pays : moins de dette, plus d'investissements directs étrangers (IDE) et d'achats d'actions. L'IDE en particulier est généralement moins risqué pour le pays destinataire.

- Des réserves de change abondantes ont constitué aussi une garantie contre les soudains changements d'opinion des investisseurs. Après la crise financière asiatique de 1997-98, les pays émergents ont accumulé des réserves, dans le cadre de stratégies de croissance axées sur l'exportation et comme une forme d'assurance contre des crises dues à l'arrêt ou au retournement brusque des entrées de capitaux. Ils disposent de 5.500 milliards de dollars, dont la moitié pour la Chine. Ces réserves ont été utiles pendant la crise, mais, comme on le dira plus loin, leurs avantages doivent être comparés au coût de leur accumulation.

- Les modes de production et d'exportation des pays émergents se sont diversifiés, même si cela a été largement compensé par une spécialisation verticale : certains pays fournissent des composants et d'autres produits intermé-

diaires à l'exportateur ultime. Cette spécialisation a donné naissance, surtout en Asie, à des chaînes d'offre régionales. La diversification n'offre qu'une protection limitée contre de grands chocs mondiaux, mais, si leurs effets ne sont pas identiques sur tous les marchés d'exportation des pays émergents, elle peut les aider à faire face aux chocs liés au cycle conjoncturel normal.

- Le resserrement des liens commerciaux et financiers entre les pays émergents les a rendus plus résistants dans leur ensemble (voir graphique 3). Leur forte croissance protège les exportateurs de matières premières face aux ralentissements des pays avancés. La croissance encore rapide de la Chine pendant la crise, alimentée par l'investissement, a stimulé la demande de matières premières en provenance de pays comme le Brésil et le Chili, ainsi que celle de produits bruts et intermédiaires venant d'autres pays émergents d'Asie. La progression des flux commerciaux entre les pays émergents s'est accompagnée de celle des flux financiers.

- La divergence croissante entre les cycles conjoncturels des pays émergents et des pays avancés a donné plus de résistance aux premiers. Le resserrement susmentionné des liens commerciaux et financiers a accentué cette tendance. En outre, des initiatives régionales ont encouragé l'intégration et le développement financiers de certains pays asiatiques, bien que leur portée reste limitée.

- La hausse du revenu par habitant et le développement de la classe moyenne ont étoffé les marchés nationaux; les pays émergents dépendent donc moins du commerce extérieur pour réaliser des économies d'échelle et sont moins exposés à un effondrement des exportations. Mais la consommation privée risque de ne pas toujours pouvoir compenser des chocs négatifs sur les exportations.

Les écarts

Ces facteurs ressortent mieux quand on examine de plus près l'expérience de deux catégories de pays émergents qui ont résisté très inégalement à la crise financière mondiale. Avant la crise, les pays émergents d'Asie et d'Europe avaient la plus forte croissance moyenne du PIB par habitant. Mais leurs situations ont ensuite divergé. Alors que les pays d'Asie, notamment la Chine et l'Inde, ont le mieux résisté pendant la crise, ce sont certains pays émergents d'Europe qui ont le plus souffert.

Les pays émergents d'Asie ont peut-être été relativement protégés des effets de la crise financière, pour les raisons suivantes :

- Les marchés financiers sont assez isolés et dépendent peu des banques étrangères, ce qui a limité la contagion et empêché un effondrement du financement des échanges.

- Les taux d'épargne, élevés et croissants, ont fait plus que suivre la hausse des investissements, d'où les excédents courants et l'augmentation des réserves de change, qui ont épargné à l'ensemble de la région les effets d'un arrêt soudain des flux de capitaux émanant des pays avancés.

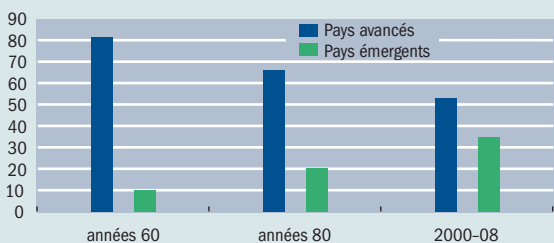
- Les politiques macroéconomiques souvent prudentes de ces pays leur ont permis de réagir vigoureusement sur le plan budgétaire face aux répercussions de la crise.

Graphique 3

L'intégration commerciale

Les pays émergents commercent de plus en plus ensemble plutôt qu'avec les pays avancés.

(destination des échanges des pays émergents en pourcentage du total)



Source : calculs des auteurs.

Note : Les flux commerciaux sont calculés par agrégation des données sur les exportations et les importations bilatérales des pays émergents. La somme n'est pas égale à 100 %, car on ne compte que les pays avancés et émergents.

En revanche, les pays émergents d'Europe ont été très vulnérables. Ils dépendaient beaucoup de financements externes, d'où des déficits courants élevés. L'exposition aux banques étrangères avait nombre d'avantages, mais elle a aussi été la courroie de transmission de la crise. L'expansion rapide du crédit dans les années précédentes s'est interrompue après l'assèchement des financements bancaires étrangers.

Les leçons

Des leçons importantes ressortent de notre analyse. Mais, sur certains points, les dirigeants pourraient être tentés de tirer de mauvaises conclusions.

Premièrement, quand la conjoncture est bonne, *les autorités devraient dégager une plus grande marge de manœuvre macroéconomique en vue de faire face à des chocs*. Les pays émergents les moins endettés (en % du PIB) ont pu prendre des mesures budgétaires anticycliques plus vigoureuses face à la crise financière mondiale et ont été moins gênés par l'alourdissement du service de la dette publique.

Deuxièmement, une stratégie de croissance bien équilibrée entre la demande interne et externe peut donner des résultats plus stables.

Troisièmement, et ce n'est pas nouveau, *les pays émergents peuvent bénéficier indirectement de l'ouverture au capital étranger, mais devraient prendre garde de ne pas dépendre de certaines de ses formes*, en particulier la dette à court terme.

Quatrièmement, *un système financier profond et bien réglementé peut permettre d'absorber plus efficacement les entrées de fonds* et réduire la vulnérabilité à leur composante volatile. Il peut aussi améliorer la transmission de la politique monétaire et son efficacité en tant qu'outil anticyclique. Le développement et la réforme des marchés financiers sont donc une priorité importante dans la plupart des pays émergents. Certains n'ont pas été trop touchés par la crise, précisément en raison du sous-développement de leurs marchés financiers, mais celui-ci nuira à long terme à la croissance et à la répartition de ses bénéfices (voir «Question de confiance» dans ce numéro).

De plus, si d'importantes réserves de change peuvent amortir les effets d'une crise, la détention de montants massifs a aussi des coûts considérables, par exemple le paiement d'intérêts sur les titres d'État utilisés pour absorber la liquidité créée par ces entrées de fonds (quand ils sont convertis en monnaie locale). Sans cette stérilisation, le pays risquerait une poussée d'inflation. Les contraintes internes liées au soutien du taux de change fixe représentent des coûts plus subtils, mais tout aussi importants. Il s'agit souvent de la propriété publique des banques, de restrictions sévères sur les flux de capitaux et du contrôle des taux d'intérêt par l'État.

Faire face aux nouveaux problèmes

Au lendemain de la crise, il y a une dichotomie frappante entre les risques et enjeux à court terme des pays avancés et émergents. Les premiers s'inquiètent surtout de la faiblesse de la croissance et des tendances à la déflation. La politique monétaire conventionnelle a atteint ses limites, et la dette est si élevée qu'elle limite la marge d'action budgétaire. Dans

beaucoup de pays émergents, en revanche, la croissance a vivement rebondi; ils font donc face à une hausse de l'inflation, à de fortes entrées de capitaux, d'où le risque de bulles sur les marchés d'actifs et de crédit, et à la menace d'une appréciation rapide de la monnaie.

Parallèlement à leur montée en puissance économique, les pays émergents jouent un rôle accru dans la fixation des priorités mondiales. Le choix officiel du Groupe des 20 plus

Les pays émergents jouent un rôle accru dans la fixation des priorités mondiales.

grandes économies comme principale instance d'orientation de l'économie mondiale leur donne un rôle prééminent. Il en va de même dans les institutions internationales, comme le nouveau Conseil de stabilité financière et le Fonds monétaire international (datant de 65 ans), où ils ont beaucoup plus d'influence qu'auparavant.

Même s'ils sont arrivés à maturité sur plusieurs plans, ces pays se heurtent encore à de sérieux problèmes internes qui pourraient limiter leur potentiel de croissance. Le développement des marchés financiers est indispensable pour mieux canaliser l'épargne nationale et étrangère vers l'investissement productif. Une protection sociale bien conçue conditionne une distribution plus équitable des fruits de la croissance. Il faut rechercher une croissance plus équilibrée, au lieu de se focaliser sur la progression du PIB en ignorant les conséquences sur la répartition du revenu et l'environnement.

La crise financière mondiale donne aux pays émergents une occasion unique de mûrir sur un autre plan, en prenant plus de responsabilités pour assurer la stabilité économique et financière mondiale. Bien que des pays comme la Chine et l'Inde aient encore un revenu par habitant assez faible, leur simple taille doit les amener à considérer les répercussions régionales et mondiales de leur politique économique nationale. Cela les obligera à participer activement au débat international sur les grandes questions de fond, dont le renforcement de la gouvernance économique mondiale. Leur propre intérêt à long terme est d'assumer un rôle directeur sur des questions allant du démantèlement des obstacles aux échanges au changement climatique, et non de se contenter de défendre ce qu'ils perçoivent comme leurs intérêts à court terme. ■

M. Ayhan Kose est un Assistant du directeur du Département des études du FMI. Eswar S. Prasad est professeur de politique commerciale (chaire Tolani) à l'université Cornell, membre de la Brookings Institution, où il occupe la chaire d'économie internationale, et chercheur associé au National Bureau of Economic Research.

Cet article s'inspire de «Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil», une étude de Kose et Prasad publié en novembre 2010 par Brookings Institution Press.



Quelle est

l'influence de la Chine?

Vivek Arora et Athanasios Vamvakidis

L'ÉCONOMIE chinoise s'est développée de façon considérable depuis le lancement de la stratégie de réforme et d'ouverture en 1978. C'est aujourd'hui la deuxième économie au monde, le plus grand exportateur et un investisseur de plus en plus important. Pour alimenter ses exportations, elle importe du monde entier des volumes considérables de matières premières et de produits semi-finis.

Il n'y a cependant que peu d'études empiriques analysant l'impact de la croissance chinoise sur les autres pays — qu'il s'agisse de ses voisins asiatiques, des pays exportateurs de matières premières en Afrique ou en Amérique latine, ou des grands consommateurs de produits chinois.

Nous avons donc quantifié les effets de la croissance chinoise sur le reste du monde et concluons que l'effet de l'expansion chinoise sur la croissance mondiale est positif et s'est renforcé et étendu. Il y a quelques décennies, la croissance chinoise n'avait d'effet que sur la croissance de ses voisins; elle a désormais un effet dans le monde entier. Nos conclusions confirment le pressentiment que les économistes ont depuis des années; à tout le moins, elles apportent des éléments chiffrés tendant à le confirmer.

Une croissance inouïe

Les conséquences de l'ouverture de la Chine sont bien connues. Pourtant, les faits sont impressionnants. Partie d'une position de pauvreté il y a trente ans, l'économie chinoise n'est aujourd'hui dépassée que par celle des États-Unis. Le produit intérieur brut (PIB) réel a cru d'environ 10 % par an, soit un doublement du PIB tous les sept à huit ans. Cette multiplication par seize du revenu national d'une grande économie en une génération est sans précédent.

Il suffit de rappeler que cela touche un cinquième de la population mondiale pour comprendre l'ampleur de cette réussite. Plusieurs centaines de millions de personnes sont sorties de la pauvreté et les conditions de vie d'un nombre plus élevé encore de personnes se sont améliorées plus vite que jamais.

Des liens resserrés de par le monde

L'ouverture de la Chine a eu pour conséquence de renforcer ses liens avec le reste du monde, comme le montre sa part croissante dans le commerce international, dans les marchés mondiaux pour certains biens et dans les flux financiers internationaux. Cette intégration de la

L'intégration et la croissance rapides de la Chine ont de plus en plus de répercussions sur le reste du monde

Ci-dessus : Une vendeuse dans un magasin de tissu à Pékin.

Chine a également eu pour conséquence l'utilisation croissante de sa monnaie à l'étranger, de même qu'une corrélation plus étroite entre l'attitude des marchés en Chine et dans le reste de l'Asie et, plus récemment, le reste du monde. La part de la Chine dans le commerce mondial a été multipliée par plus de dix en une trentaine d'années et atteint aujourd'hui près de 9 %; sa part dans le PIB mondial est passée de moins de 3 % à 13 % (en parité de pouvoir d'achat, voir graphique 1).

Bien que le rôle de la Chine dans l'économie mondiale se soit nettement accru, il reste modeste comparé aux États-Unis. Au taux de change actuel, le PIB de la Chine ne représente qu'un tiers de celui des États-Unis et la consommation des ménages

L'importation par la Chine de produits de base, de biens intermédiaires et de produits finis accroît les exportations et le PIB de ses partenaires.

seulement un cinquième. Elle n'est donc pas près de les remplacer comme consommateur mondial. Elle reste néanmoins un partenaire commercial de premier ordre pour de nombreux pays et son expansion économique peut influencer sur la croissance d'autres pays de diverses manières.

L'augmentation de la part de la Chine dans le commerce mondial est particulièrement visible pour certains produits. La Chine représente aujourd'hui près d'un dixième de la demande mondiale de matières premières. Ses exportations représentent plus d'un dixième des exportations mondiales de produits manufacturés de moyenne et de haute technologie. La Chine est devenue un grand exportateur de produits électroniques ou liés aux technologies de l'information, et est aujourd'hui le principal fournisseur des États-Unis en électronique grand public (lecteurs DVD, ordinateurs portables, téléphones portables, etc.).

La part croissante de la Chine dans les échanges mondiaux depuis une trentaine d'années est soutenue par une augmentation de sa part dans le commerce extérieur de toutes les grandes régions du monde (voir graphique 2).

Il n'est guère surprenant que cette part soit la plus grande dans les échanges des autres pays émergents d'Asie (13 %), et cette part a augmenté de manière fulgurante. Mais elle est presque aussi élevée pour l'Afrique et, pour le Moyen-Orient, l'Hémisphère occidental et l'Europe, elle a été multipliée au cours des dernières décennies.

L'intégration croissante de la Chine avec le reste du monde va bien au-delà des échanges. Ce qui se passe en Chine semble influencer de plus en plus sur l'attitude des entreprises et des consommateurs étrangers. Les flux de capitaux en provenance et à destination de la Chine augmentent de manière soutenue. Ainsi, les investissements directs étrangers (IDE) en Chine représentaient 7 % des IDE bruts mondiaux en 2009, contre seulement 1 % en 1980. Les IDE de la Chine constituent un phénomène plus récent : ils étaient négligeables jusqu'en 2004, mais représentaient 4 % des IDE bruts mondiaux en 2009.

Répercussions

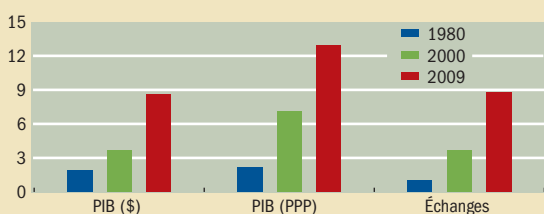
Les flux commerciaux et financiers entre la Chine et le reste du monde influent sur la croissance dans les autres pays de diverses manières. L'importation par la Chine de matières premières, de biens intermédiaires et, de plus en plus, de produits finis, fait directement croître les exportations et le PIB de ses partenaires. Par contre, les exportations chinoises ont un effet négatif direct sur les exportations nettes de ses partenaires. Toutefois, l'effet indirect sur le bien-être et le PIB pourrait être positif dans la mesure où les produits chinois assez bon marché rehaussent les possibilités de consommation et de production des pays partenaires.

Le rôle de la Chine comme intermédiaire commercial a aussi des conséquences pour les autres pays faisant partie de la chaîne logistique asiatique : les produits chinois destinés à l'exportation vers l'Occident nécessitent, pour être produits, des volumes considérables de biens intermédiaires du reste de l'Asie. Cette chaîne logistique offre aux autres pays asiatiques, plus particulièrement aux plus petits, un meilleur accès aux marchés mondiaux. Les flux de capitaux en provenance et à destination de la Chine peuvent aussi influencer sur l'offre et la demande mondiales de capitaux. Ce qui se passe en Chine semble avoir un effet sur la confiance des marchés étrangers, etc.

Graphique 1

Une part croissante

La part de la Chine dans le PIB et les échanges mondiaux augmente rapidement.
(en pourcentage)

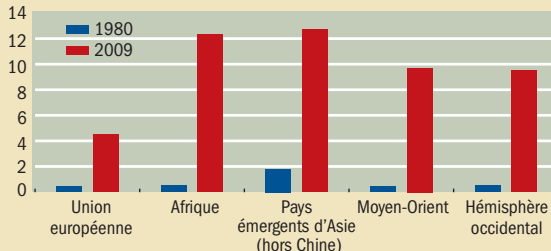


Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* et *Direction of Trade Statistics*.
Note : PPA = parité de pouvoir d'achat (prend en compte le coût de la vie dans chaque pays).

Graphique 2

Une poussée des échanges

La Chine est un partenaire commercial de plus en plus important pour toutes les régions.
(en pourcentage des échanges totaux d'une région)

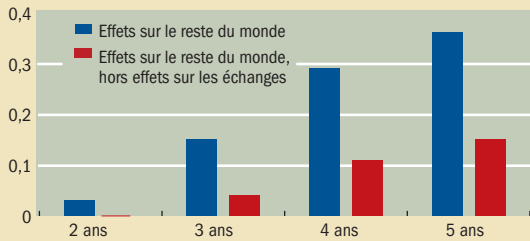


Source : FMI, *Direction of Trade Statistics*.

Graphique 3

Répercussions

La croissance chinoise a des effets sur les autres pays d'abord par la voie commerciale uniquement, ensuite par d'autres voies. (Effet cumulé d'une hausse de 1 point de pourcentage de la croissance chinoise sur la croissance d'autres pays, en points de pourcentage)



Source : Calculs des auteurs à partir de la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI.

Note : Estimations d'une autorégression sans restriction à double décalage, à l'aide des données annuelles de 172 pays pour le reste du monde.

Mesurer les effets

Pour quantifier l'effet de la croissance chinoise sur le reste du monde, nous avons procédé à une analyse empirique basée sur les données des dernières décennies. Étant donné la multiplicité des voies par lesquelles elle influence la croissance à l'étranger et la difficulté à les détecter, sans parler de les quantifier, notre analyse se limite à en quantifier l'effet agrégé. D'autres que nous s'essaieront à établir le poids relatif de chacune d'entre elles.

Notre analyse empirique semble montrer que la croissance chinoise explique en grande partie, et de plus en plus, les fluctuations de la production à l'étranger. Nous avons observé des effets sur la durée d'un cycle économique moyen (1 à 5 ans), ainsi qu'à plus long terme.

À court et à moyen terme, une hausse de 1 point de pourcentage de la croissance du PIB chinois entraîne une variation cumulée de la croissance des autres pays de 0,2 point de pourcentage après trois ans et de 0,4 point de pourcentage après cinq ans (voir graphique 3). Comment cela s'explique-t-il? Notre analyse semble montrer que, initialement, l'effet se fait sentir presque entièrement par la voie commerciale, mais que les autres voies prennent de l'importance avec le temps. Sur cinq ans, il semble que l'effet de la croissance chinoise soit transmis à 60 % par les échanges et à 40 % par les autres voies, par exemple les flux de capitaux, le tourisme (très important pour certains voisins de la Chine) et le tourisme d'affaires, ainsi que la confiance des entreprises et des consommateurs.

Nous avons évalué l'effet de variations de la croissance chinoise à plus long terme sur le reste du monde en lissant les variations à court terme liées au cycle économique traditionnel et en nous concentrant sur les fluctuations à plus long terme. Nous avons analysé les variables dont nous savons qu'elles ont un effet significatif sur la croissance du PIB, comme l'investissement, les échanges, le revenu initial, le rapport de dépendance (ratio inactifs/actifs), les dépenses publiques et l'inflation. Comme d'autres études, nous avons conclu que la croissance est corrélée positivement avec l'investissement et les échanges, et négativement avec le PIB par habitant initial, le rapport de dépendance, la consommation publique et l'inflation. Nous avons fait plusieurs tests pour éliminer

l'effet de facteurs qui pourraient toucher simultanément la Chine et le reste du monde, comme un choc économique mondial.

À long terme, tout comme à court et à moyen terme, la croissance de la Chine a un effet sur celle des autres pays. Comme nous l'avons noté, l'ampleur et la portée du phénomène se sont renforcées dans les dernières décennies : la croissance chinoise n'avait initialement d'effet notable que sur ses voisins asiatiques, mais elle influe désormais sur le monde entier. De plus, l'effet de la croissance chinoise à l'échelle mondiale, qui était négligeable il y a encore une vingtaine d'années, est aujourd'hui considérable.

Sur la base des données des vingt dernières années, il semble qu'une variation de la croissance chinoise de 1 point pendant cinq ans s'accompagne d'une variation de la croissance mondiale de 0,4 point (le résultat est le même à court et à moyen terme). De plus, une analyse sur une période plus longue (1963–2007) semble indiquer que cet effet augmente avec le temps. La distance semble influencer l'intensité de cet effet : plus un pays est proche de la Chine, plus l'effet est marqué. Nos estimations indiquent aussi que la distance est de moins en moins importante.

Un premier pas

Nous avons ouvert une piste dans l'évaluation de l'influence de la croissance chinoise sur les autres pays, mais n'en avons quantifié que les effets agrégés. Il reviendra à d'autres d'établir et de quantifier les différentes voies de transmission, qui pourraient changer au fil du temps, en fonction de la structure de l'économie chinoise, et de la composition de ses flux commerciaux et financiers. ■

Vivek Arora est un sous-directeur au Département Asie et Pacifique du FMI et Athanasios Vamvakidis est un Chef de division adjoint au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.

Cet article repose sur le document de travail 10/165 du FMI, rédigé par les auteurs et intitulé «China's Economic Growth: International Spillovers».



Une relance efficace

Alan S. Blinder et Mark Zandi

Sans la riposte rapide et massive des autorités, la Grande Récession sévirait peut-être encore aux États-Unis

L'ÉCONOMIE américaine a fait bien du chemin depuis les sombres heures de la Grande Récession. Il y a moins de deux ans, le système financier mondial était au bord du gouffre et les États-Unis subissaient le pire ralentissement économique qu'ils aient connu depuis les années 30. Au plus fort de la crise, le produit intérieur brut (PIB) réel semblait en chute libre, tombant de presque 7 % en rythme annuel, tandis que les pertes d'emplois avoisinaient 750.000 par mois. Aujourd'hui, le système financier fonctionne de façon beaucoup plus normale, le PIB réel a progressé de plus de 3 % l'an dernier et l'emploi a redémarré, quoique trop lentement.

Si l'on se replace, disons, au début de 2009, la rapidité de la reprise a été surprenante. Peut-être les États-Unis et le reste du monde ont-ils simplement eu de la chance? Ce n'est pas ainsi que nous voyons les choses : aux États-Unis, si la Grande Récession a fait place aussi vite à la reprise, c'est pour une bonne part grâce aux mesures sans précédent appliquées par les responsables des politiques monétaire et budgétaire.

La Réserve fédérale (Fed), les administrations Bush et Obama ainsi que le Congrès ont mis sur pied l'arsenal budgétaire et monétaire le plus offensif et le plus complet de l'histoire. Même si l'efficacité ou l'opportunité de telle ou telle composante peut être discutée, nous estimons que le système financier serait peut-être toujours désta-

bilisé, l'économie n'aurait pas fini de se contracter et la facture aurait été considérablement plus élevée pour les contribuables américains si les responsables de la politique économique n'avaient pas réagi aussi fort et aussi vite.

Cela dit, toutes les mesures ou presque restent controversées, certains les jugeant malavisées, inefficaces, voire les deux. Il est pourtant crucial de régler cette question car, la viabilité de la reprise économique étant encore incertaine, d'autres mesures de relance se révéleront peut-être nécessaires.

Intervention des pouvoirs publics

Globalement, les autorités américaines ont tenté d'atteindre un double objectif : premièrement, stabiliser le système financier malade et, deuxièmement, freiner la récession naissante et relancer la croissance économique. La première tâche s'imposait pour contrer la crise financière, qui a débuté à la mi 2007 et débouché sur une panique financière à la fin de l'année suivante. Après la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, les liquidités se sont évaporées, les marges de crédit se sont envolées, les cours boursiers ont dégringolé et toute une série de grandes institutions financières ont déposé leur bilan. La seconde tâche était nécessaire compte tenu des effets dévastateurs de la crise financière sur l'économie réelle, qui a commencé à se contracter à un rythme inquiétant après le naufrage de Lehman.

La Fed a pris un certain nombre de mesures exceptionnelles pour contenir la panique financière. Fin 2007, elle a créé le premier d'une longue série de mécanismes de prêt — et d'autant de sigles — destinés à injecter des liquidités dans les institutions et les marchés financiers. Elle a abaissé ses taux très énergiquement en 2008, avec pour résultat des taux quasiment nuls en fin d'année. En 2009 et 2010, elle a également opté pour un assouplissement quantitatif massif pour faire baisser les taux longs en achetant des bons du Trésor et des créances hypothécaires titrisées de Fannie Mae ou Freddie Mac. La Federal Deposit Insurance Corporation, qui a relevé ses plafonds d'assurance des dépôts, garantit aussi les dettes bancaires. En octobre 2008, le Congrès a voté le Programme de rachat des actifs dépréciés (TARP), dont une partie a été utilisée par le Trésor américain pour apporter aux banques les liquidités qui leur faisaient cruellement défaut. Début 2009, le Trésor et la Fed ont demandé à 19 grandes institutions financières de procéder à des tests de résistance poussés pour déterminer si leurs fonds propres étaient suffisants et, dans le cas contraire, collecter des capitaux. Il faut croire que ces tests et les levées de fonds qui les ont suivis ont restauré la confiance dans le système bancaire.

La politique budgétaire menée pour mettre fin à la récession et faire rapidement redémarrer l'économie s'articulait autour d'une série de mesures de relance. Des chèques correspondant à des réductions d'impôt ont été envoyés aux ménages au début de 2008; la loi sur la reprise et le réinvestissement a été adoptée début 2009 et plusieurs mesures de relance plus modestes ont été promulguées fin 2009 et début 2010. Il s'agissait notamment de primes à la casse, de l'extension de la couverture et du montant des crédits d'impôt accordés aux acheteurs de biens immobiliers jusqu'à la mi 2010, d'un nouveau crédit d'impôt à la création d'emplois voté jusqu'à fin 2010 et de plusieurs prolongations de l'indemnisation d'urgence des chômeurs. Au total, la relance budgétaire coûtera près de 1.000 milliards de dollars, soit environ 7 % du PIB. Ce n'est donc pas un hasard, nous semble-t-il, si le point d'inflexion entre récession et reprise remonte à la mi-2009, au moment où la loi sur la reprise et le réinvestissement produisait son impact maximal.

Le sauvetage des secteurs du logement et de l'automobile faisait partie des urgences. L'éclatement de la bulle immobilière avait amorcé un cercle vicieux d'effondrement des prix et d'explosion des saisies hypothécaires que les autorités semblent avoir rompu en prenant toute une série d'initiatives : abaissement des taux hypothécaires par la Fed, relèvement du plafond des prêts conformes aux normes gouvernementales, augmentation spectaculaire de l'activité de prêt de la Federation Housing Administration, série de crédits d'impôt pour les acquéreurs de logements et recours aux fonds du TARP pour limiter les saisies hypothécaires. Même si des constructeurs comme General Motors et Chrysler ont dû finir par déclarer faillite, les fonds du TARP ont permis un règlement relativement ordonné; General Motors est à nouveau en bourse.

Sous le feu nourri des critiques

À nos yeux, la riposte à la crise constitue une réussite exemplaire. Pourtant, la quasi-totalité des mesures prises dans ce contexte ont fait l'objet de critiques virulentes. En raison de ses interventions dans les domaines budgétaire et monétaire, la Fed a été accusée d'outrepasser ses prérogatives. Les critiques ont porté sur les efforts visant à enrayer la chute des prix de l'immobilier, jugés

inappropriés, sur les mesures destinées à limiter les saisies, jugées inefficaces, et sur le renflouement de l'industrie automobile, jugé à la fois inutile et injuste. Les deux instruments phares de la lutte anticrise, à savoir le TARP et la loi sur la reprise et le réinvestissement, ont suscité des critiques particulièrement violentes.

Le TARP a déclenché la polémique dès son lancement. Les citoyens comme les législateurs ont eu du mal à l'accepter, en raison de son coût (700 milliards de dollars), qui a défrayé la chronique, mais aussi de son objectif, à savoir le renflouement des institutions financières, y compris certaines de celles qui avaient déclenché la panique. Bien que le TARP soit actuellement considéré comme un fiasco par beaucoup, il a tout de même contribué à stabiliser le système financier et à stopper l'effondrement des marchés de l'immobilier et de l'automobile; en outre, la facture pour le contribuable ne sera qu'une petite fraction des 700 milliards annoncés.

Les critiques virulentes de la loi sur la reprise et le réinvestissement concernaient son coût élevé, la lenteur de sa mise en œuvre et le fait que le taux de chômage augmentait bien plus vite que ne l'avait prévu l'équipe Obama en janvier 2009. Même si elle n'emporte pas notre entière adhésion, les critiques que suscite cette loi nous paraissent largement hors de propos. L'ampleur exceptionnelle du dispositif de relance s'explique par la gravité de la récession et le fait que la marge de manœuvre monétaire qui subsiste une fois que les taux sont proches de zéro est limitée. S'agissant de la rapidité de mise en œuvre de la loi, les dépenses, quasiment nulles début 2009, sont passées à plus de 100 milliards de dollars au deuxième trimestre (soit plus de 400 milliards de dollars en rythme annuel), ce qui représente une progression considérable sur une aussi courte période. (Mais cette impulsion prendra fin bientôt, ce qui aura pour effet de freiner la croissance économique.)

Ceux qui estiment que cette loi est un échec car elle n'a pas permis de maintenir le taux de chômage sous les 8 % ignorent qu'il avait déjà dépassé ce seuil quand la loi a été votée (ce que nous n'avons appris que plus tard en raison du décalage des données) et que la plupart des conjoncturistes privés avaient eux aussi mésestimé la gravité de la récession. S'il est une leçon à tirer de cette erreur de prévision, c'est bien que le programme de relance aurait dû être encore plus ambitieux.

Quantification des effets sur l'économie

Pour quantifier l'impact économique de la relance budgétaire et des initiatives visant les marchés financiers telles que le TARP ou l'assouplissement quantitatif pratiqué par la Fed, nous avons appliqué le modèle de simulation de Moody's Analytics à l'économie américaine :

- scénario n° 1 : inclut l'ensemble des mesures gouvernementales;
- scénario n° 2 : inclut la relance budgétaire mais pas les mesures financières;
- scénario n° 3 : *inclut* les mesures financières mais *exclut* la relance budgétaire;
- scénario n° 4 : exclut tous les types d'intervention.

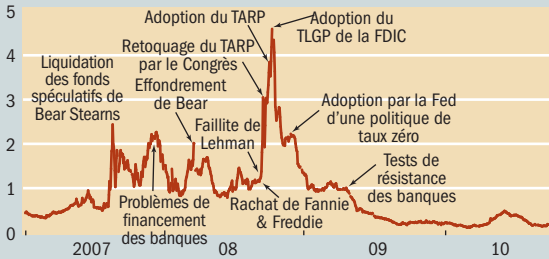
Les différences entre le scénario de référence et ce qu'il serait advenu en l'absence de toute intervention constituent nos résultats centraux; ce sont nos estimations des effets produits par l'arsenal de mesures de lutte contre la récession. Les scénarios 2 et 3 nous permettent de décomposer cet impact global en composantes

Graphique 1

Contenir la panique

Après le naufrage de Lehman Brothers, l'écart entre les taux des bons du Trésor américain et des titres de dette privés (comme le LIBOR) a spectaculairement augmenté, attestant de la panique des investisseurs. Une fois les programmes d'aide au secteur financier mis en place, les écarts ont diminué.

(écart entre le rendement du LIBOR trois mois et celui des bons du Trésor américain, en points de pourcentage)

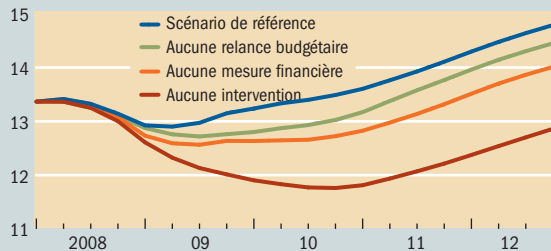


Sources : Réserve fédérale des États-Unis; Moody's Analytics.
 Note : Le LIBOR est le taux interbancaire offert à Londres, utilisé par les banques entre elles; TARP : Programme de rachat des actifs dépréciés; FDIC : Federal Deposit Insurance Corporation; TLGP : Programme provisoire de garantie des liquidités.

Graphique 2

Bilan de la stratégie américaine

L'économie américaine (mesurée par son PIB) est en bien meilleure posture grâce aux mesures prises durant la Grande Récession. Sans elles, la récession serait encore d'actualité. (PIB réel des États-Unis, milliers de milliards de dollars)



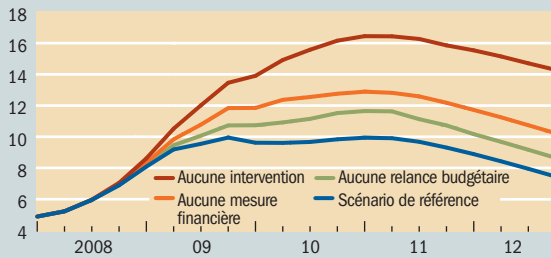
Sources : Bureau d'analyse économique aux États-Unis (BEA); Moody's Analytics.
 Note : Le PIB est estimé sur la base de quatre scénarios : le scénario de référence (incluant les mesures budgétaires et financières); l'absence de toute intervention; l'absence de mesures financières (relance budgétaire uniquement), et l'absence de relance budgétaire (soutien aux marchés financiers uniquement).

Graphique 3

Absence d'intervention

Si les autorités américaines n'avaient rien fait, le taux de chômage aurait atteint près de 17 % et serait supérieur à 14 % fin 2012.

(taux de chômage, en pourcentage)



Sources : Bureau d'analyse économique aux États-Unis (BEA); Moody's Analytics.
 Note : Le chômage est estimé sur la base de quatre scénarios : le scénario de référence (incluant les mesures budgétaires et financières); l'absence de toute intervention; l'absence de mesures financières (relance budgétaire uniquement), et l'absence de relance budgétaire (soutien aux marchés financiers uniquement).

liées à la relance budgétaire ou aux marchés financiers. Toutes les simulations démarrent au premier trimestre de 2008, au début de la Grande Récession, et se terminent au quatrième trimestre 2012. Nous n'avons pas explicitement pris en compte les effets sur l'économie américaine des mesures substantielles prises par la plupart des autres pays pour contrer la récession mondiale.

Estimer l'impact des politiques gouvernementales sur l'économie est un exercice économétrique contrefactuel. Les répercussions sur le PIB, l'emploi et d'autres variables sont estimées à l'aide d'une représentation statistique de l'économie américaine se fondant sur des relations historiques, en particulier le modèle de Moody's Analytics, qui est souvent utilisé pour établir des prévisions, analyser des scénarios et quantifier les effets des mesures budgétaires et monétaires.

Les techniques de modélisation permettant de simuler les mesures budgétaires étaient simples et sont utilisées depuis des années par quantité de modélisateurs. Malgré l'ampleur massive de la relance budgétaire, la plupart des instruments mis en œuvre (réductions d'impôt, dépenses) étaient classiques.

En revanche, modéliser toute la panoplie des mesures financières, dont la majorité étaient inédites et peu classiques, a demandé un peu de créativité et nous a contraint à émettre quelques grandes hypothèses simplificatrices. Notre méthode de base a consisté à traiter ces mesures comme des outils de réduction des marges de crédit, notamment les trois marges du modèle (écarts entre le LIBOR, c'est-à-dire le taux interbancaire offert à Londres à trois mois — qui est le taux des prêts entre banques — et le taux des bons du Trésor trois mois; entre les titres hypothécaires à taux fixe et les bons du Trésor américain 10 ans; et entre les obligations d'entreprises de second rang et les bons du Trésor). Ces trois écarts se sont dangereusement accrus pendant la crise, avant de rétrécir comme une peau de chagrin dès que le remède financier leur a été appliqué (voir graphique 1). Pour nous, la principale question était de savoir quelle part du recul des marges était attribuable aux politiques mises en œuvre. Pour y répondre, nous avons testé plusieurs hypothèses.

Résultats des simulations

Dans le scénario de référence incluant toutes les mesures budgétaires et financières, la reprise amorcée il y a plus d'un an devrait se poursuivre. Après une baisse de 2,4 % en 2009, le PIB réel augmente de 2,7 % en 2010 et de 3 % en 2011, avec une moyenne d'environ 75.000 emplois créés par mois en 2010 et de 175.000 en 2011. Le chômage continue d'avoisiner 10 % à la fin de 2010, mais se rapproche de 9,5 % fin 2011.

En l'absence de toute intervention des pouvoirs publics, la récession devrait perdurer en 2011. Dans ce scénario, le PIB réel descend en flèche, avec une baisse de près de 12 % entre le pic et le creux, contre un recul constaté d'environ 4 %. Le moment où l'emploi est au plus bas correspond à une perte d'environ 16,6 millions d'emplois, soit près de deux fois le chiffre effectif. Le taux de chômage culmine à 16,5 %. Avec la déflation des prix et des salaires qui serait mesurée entre 2009 et 2011, ce scénario pessimiste correspondrait à une dépression comparable à celles des années 30.

Les différences entre le scénario de référence et le scénario de non-intervention sont considérables (voir graphiques 2-4). En 2011, le PIB réel est supérieur de 1.800 milliards de dollars (15 %)

grâce aux mesures appliquées, on recense presque 10 millions d'emplois de plus et le taux de chômage est inférieur d'environ 6,5 points. Le taux d'inflation est supérieur d'environ 3 % (avec un taux voisin de 2 % au lieu de -1 %). C'est ce qu'il en coûte pour éviter une dépression.

Dans quelles mesures respectives cet impact colossal peut-il être attribué aux efforts des pouvoirs publics pour stabiliser le système financier et à la relance budgétaire? C'est à cette question que doivent répondre nos deux autres scénarios.

Nous constatons que les mesures visant les marchés financiers ont été plus importantes que les mesures budgétaires. Avec le scénario n'incluant que les secondes, la récession commencerait seulement à toucher à sa fin, l'amplitude maximale des baisses du PIB réel et de l'emploi serait d'environ 6 % et 12 millions, respectivement, et le taux de chômage culminerait aux alentours de 13 %.

Les *différences* entre le scénario de référence et le scénario excluant les mesures financières correspondent à nos estimations de l'effet conjugué des différentes initiatives de stabilisation du système financier. Elles sont très significatives. En 2011, le PIB réel est supérieur de presque 800 milliards de dollars (6 %) si les mesures financières sont appliquées et le taux de chômage est inférieur de près de 3 %. Au deuxième trimestre de 2011, quand les effets sont maximaux, les mesures de sauvetage du secteur financier permettent de sauver pratiquement 5 millions d'emplois.

Dans le scénario incluant l'ensemble des mesures financières et excluant la stimulation budgétaire, la récession prend fin au quatrième trimestre 2009 et une expansion très lente est observée jusqu'à la mi 2010. La baisse cumulée du PIB réel (entre le pic et le creux) est supérieure à 5 % et les pertes d'emplois se chiffrent à plus de 10 millions. L'économie se redresse un peu début 2011, mais le chômage culmine alors à près de 12 %.

Les *différences* entre le scénario de référence et le scénario sans relance budgétaire correspondent à nos estimations de l'effet des mesures de relance par le budget. Avec cette relance, le PIB réel est supérieur d'environ 460 milliards de dollars (plus de 6 %) en 2010, quand les effets sont maximaux. On recense 2,7 millions d'emplois en plus et le taux de chômage est inférieur de presque 1,5 point.

Les effets *conjugués* des mesures financières et budgétaires sont supérieurs à la somme de leurs effets respectifs, et ce, parce qu'elles se renforcent mutuellement. À titre de simple exemple (ils sont nombreux), quand la Fed maintient les taux d'intérêt constants, elle augmente le multiplicateur budgétaire.

L'option du laissez-faire : à oublier

La panique financière et la Grande Récession qui l'a suivie ont massivement ébranlé l'économie américaine et le reste du monde. Aux États-Unis, on compte toujours environ 7,5 millions d'emplois de moins qu'avant le pic ayant précédé la récession et le taux de chômage demeure supérieur à 9 %. La santé budgétaire a subi un choc tout aussi inquiétant, avec des déficits approchant 1.400 milliards de dollars pour l'exercice 2009 et l'exercice 2010. D'une ampleur sans précédent, ils reflètent à la fois la récession proprement dite et les coûts de la riposte plurielle orchestrée par le gouvernement.

Il est compréhensible que l'économie encore fragile et les déficits colossaux aient nourri la critique à l'égard de l'action gouvernementale. Personne ne peut savoir avec certitude à quoi notre monde ressemblerait si les dirigeants politiques n'étaient pas intervenus. Nos *estimations* ne sont que des estimations. En outre, il n'est pas difficile de trouver des défauts aux mesures anticrise. Le renflouement des secteurs bancaire et automobile était-il nécessaire? Le crédit d'impôt aux nouveaux propriétaires a-t-il été un cadeau fait à des contribuables qui auraient de toute façon acheté un logement? Les questions sont innombrables.

Bien que ces questions — et d'autres — méritent toute notre attention, nous considérons qu'il n'était pas possible de ne rien tenter. Si les pouvoirs publics n'avaient pas réagi, l'économie et les finances publiques se trouveraient dans une situation bien plus grave. Notre conclusion est que le président de la Fed, Ben Bernanke, a probablement eu raison de dire que nous sommes passés tout près d'une deuxième Grande Dépression en octobre 2008 (Wessel, 2009).

Même si le TARP n'était pas une panacée, il a contribué à stabiliser le système financier et à stopper la récession. À certains égards, la relance budgétaire n'a pas non plus atteint ses objectifs, mais, sans elle, la récession serait encore peut-être d'actualité. Au bout du compte, la facture du dispositif antirécession sera lourde pour le contribuable, mais bien moins que ne le craignaient la plupart des observateurs et bien moins qu'elle ne l'aurait été sans l'action des autorités. Si, comme nous le croyons, le dispositif des pouvoirs publics a permis d'éviter une nouvelle dépression économique, alors le jeu en valait bien la chandelle. ■

Alan Blinder est professeur d'économie à l'université Princeton et Mark Zandi dirige Moody's Analytics.

Cet article s'appuie sur un précédent article des auteurs, intitulé «How The Great Recession Was Brought to an End», publié le 28 juillet 2010 et consultable à l'adresse www.dismal.com/mark-zandi/documents/End-of-Great-Recession.pdf.

Bibliographie :

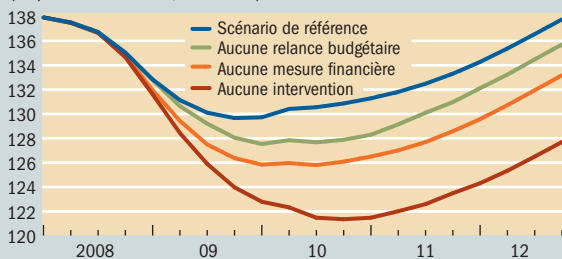
Wessel, David, 2009, "Inside Dr. Bernanke's E.R.," The Wall Street Journal, July 24.

Graphique 4

Moins de chômage

Sans les mesures gouvernementales de soutien aux marchés financiers et de relance budgétaire, bien moins de personnes auraient trouvé un emploi.

(emplois aux États-Unis, en millions)



Sources : Bureau des statistiques du travail aux États-Unis; Moody's Analytics.
 Note : L'emploi est estimé sur la base de quatre scénarios : le scénario de référence (incluant les mesures budgétaires et financières); l'absence de toute intervention; l'absence de mesures financières (relance budgétaire uniquement), et l'absence de relance budgétaire (soutien aux marchés financiers uniquement).



La maîtrise de la dette

Emanuele Baldacci, Sanjeev Gupta et Carlos Mulas-Granados

Pour traiter les conséquences de la Grande Récession, les autorités doivent bien doser les mesures d'austérité

LA CRISE financière qui a frappé l'économie mondiale en 2008 n'a pas seulement fait chuter la production et rendu les perspectives plus incertaines, elle a aussi dégradé les finances de nombreux pays. Il en résulte partout une vive montée de la dette publique — et davantage dans les pays avancés que dans les pays émergents.

Dans les premiers, on prévoit qu'elle atteindra en moyenne 108 % du PIB à la fin de 2015, soit quelque 35 points de plus qu'à la fin de 2007, avant le déclenchement de la crise. Elle n'a jamais été aussi élevée depuis la période qui a immédiatement suivi la Seconde Guerre mondiale (voir Cottarelli et Schaechter, 2010); cela est dû en grande partie à la perte permanente

de recettes publiques liée à l'éclatement de la bulle des prix d'actifs, à la baisse de la production potentielle et à la stimulation budgétaire anticyclique. Dans les pays avancés, la dette publique avait commencé à s'accumuler avant la crise, surtout du fait des dépenses, mais sa hausse a été rapide et considérable dans le sillage de la récession, certains États ayant emprunté autant qu'en temps de guerre.

Sans changements de politique, la situation budgétaire de ces pays devrait encore s'aggraver. Le vieillissement démographique va sans doute accroître sensiblement les dépenses de santé et de retraite (FMI, 2010), ce qui va créer un problème supplémentaire auquel ils devront faire face au moment même où ils

s'efforceront de réduire le poids de la dette par des mesures d'assainissement.

Les pays émergents ont été moins ébranlés par la crise et leur situation budgétaire est meilleure (à quelques exceptions près, comme l'Europe centrale et orientale). Mais leur tolérance à l'endettement est inférieure, en raison d'une moindre capacité à mobiliser des recettes (leurs vastes secteurs informels échappent à l'impôt) et d'une instabilité de la base imposable plus grande que dans les pays avancés. Ils restent sensibles aux répercussions des problèmes de dette des États avancés et pourraient avoir du mal à refinancer leurs engagements arrivés à échéance.

Les crises font augmenter la dette publique

Ce n'est pas la première fois que la dette publique s'élève fortement après une crise financière. Des études montrent que les désordres bancaires ont de lourdes conséquences budgétaires dans les pays avancés et émergents. Ainsi, Rogoff et Reinhart (2009) constatent, dans un échantillon d'épisodes passés, une hausse moyenne de la dette de 86 % pendant les trois ans suivant une crise bancaire; selon Laeven et Valencia (2008), le coût budgétaire moyen de ces crises a été d'un peu moins de 15 % du PIB au cours des trois dernières décennies. En outre, pendant ces épisodes, le ratio dette publique/PIB a progressé de quelque 40 points en moyenne (voir Baldacci, Gupta et Mulas-Granados, 2009).

L'aspect sans précédent de la situation actuelle est que de nombreux pays — ceux qui assurent la plus grande part de la production mondiale — ont accumulé des dettes dans un contexte économique fragile et très incertain. Cela peut poser problème pour quatre raisons.

Premièrement, une dette élevée augmente le risque d'insolvabilité et le coût des emprunts pour les États. Deuxièmement, elle peut limiter la marge d'action anticyclique de la politique budgétaire, par exemple en cas de crise. Troisièmement, la hausse des taux d'intérêt qu'elle entraîne est de nature à nuire à la croissance et à la productivité. Quatrièmement, un resserrement simultané des politiques budgétaires, dans plusieurs pays avancés, conjugué à l'absence de dépréciation du taux de change et aux possibilités limitées de mener une politique monétaire expansionniste, risque d'affaiblir la demande mondiale.

Rétablir la viabilité de la dette

Dès lors, que doivent faire les pays pour diminuer le ratio dette/PIB? Soit prendre des mesures portant sur les recettes et les dépenses pour réduire le déficit, soit tenter de favoriser la croissance — ou les deux à la fois. Une amélioration du solde primaire (solde total moins charges d'intérêts) peut alléger les nouveaux emprunts et faire baisser l'encours de la dette. Une accélération de la croissance peut bénéficier au budget de deux façons : hausse des recettes et diminution du service de la dette.

Mais il sera particulièrement difficile de réduire la dette publique après la crise financière récente. Depuis une vingtaine d'années, les pays avancés et émergents avaient procédé à des ajustements suffisants pour la ramener à des niveaux prudents. Cette fois-ci, le redressement doit s'effectuer face à une accentuation générale du risque, à une instabilité accrue

des marchés financiers et à un affaiblissement de la demande. De plus, si l'on entreprend un redressement budgétaire, l'appui de la politique monétaire à la croissance sera limité dans de nombreux pays avancés par le bas niveau des taux directeurs. Il sera aussi malaisé d'utiliser la politique de change pour soutenir la compétitivité, car beaucoup de grands pays doivent assainir leurs budgets simultanément.

Quel est, dans ces pays, le degré d'endettement souhaitable pour assurer la viabilité budgétaire? C'est une question délicate : l'objectif doit tenir compte de considérations spécifiquement nationales relatives à la viabilité de la dette au regard de la politique budgétaire, de la démographie, des droits à prestations non financés ainsi que des taux d'intérêt et de croissance à long terme. Ainsi, un retour de la dette publique au niveau d'avant la crise n'est peut-être pas assez ambitieux pour les pays où il était élevé. On retient souvent des seuils de 60 % du PIB pour

Un pays a moins de chances de réussir à alléger la dette quand il subit une crise bancaire durable (et donc plus grave).

les pays avancés et de 40 % pour les pays émergents — le risque étant considéré comme supérieur pour ces derniers. L'objectif de 60 % correspond à peu près au ratio dette/PIB médian dans les pays avancés avant la crise.

Les crises bancaires antérieures

Quels sont les facteurs qui ont permis de ramener la dette publique à un montant prudent après des crises bancaires et pourquoi certains pays y parviennent-ils plus vite que les autres?

Pour répondre à ces questions, nous avons étudié 100 crises bancaires survenues de 1980 à 2008 dans les pays avancés, émergents et à bas revenu (voir Baldacci, Gupta et Mulas-Granados, 2010). L'analyse porte sur les facteurs qui déterminent la durée d'une réduction réussie de la dette. Il s'agit de ramener le ratio dette publique/PIB aux seuils de 60 % et 40 %, mais nous utilisons aussi d'autres seuils pour tester la robustesse des résultats.

Afin d'évaluer les facteurs de probabilité d'une baisse de la dette, nous avons d'abord déterminé la durée des épisodes d'assainissement réussi. On les définit comme un recul de la dette publique (en pourcentage du PIB) jusqu'à un montant inférieur au seuil visé. La durée des épisodes de réduction effective va de 1 à 24 ans, avec une moyenne d'environ 10 ans.

Nous avons ensuite tenté d'expliquer les différences de durée des phases de réduction de la dette sur la base de *trois séries de variables*. D'abord, nous neutralisons le coût budgétaire de la crise en incluant *la durée de la crise bancaire précédant la phase d'ajustement et le montant de la dette accumulée pendant la crise*.

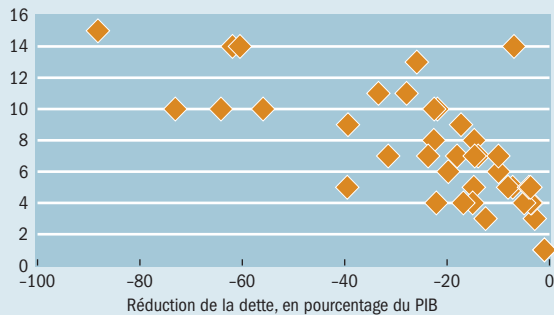
Nous neutralisons aussi *la qualité de l'ajustement budgétaire* (définie comme la fraction imputable à des économies, car il ressort des études que c'est le mode d'ajustement le plus viable).

Graphique 1

Il faut du temps

Après une crise économique, il faut en général six à huit ans pour réaliser une réduction de la dette de 40 % ou moins du PIB.

(durée, en années)



Source : calculs des auteurs.

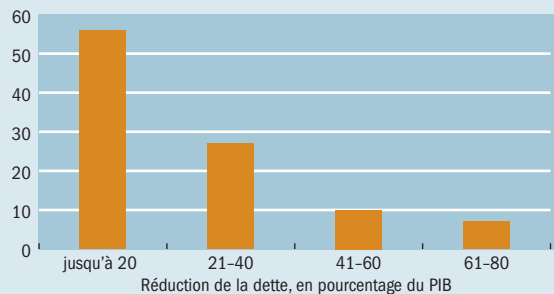
Note : La crise causant l'accumulation de dette a duré deux ans en moyenne.

Graphique 2

Difficile à réduire

Seulement 17 % des pays confrontés à une montée de la dette ont pu la réduire de 40 % du PIB ou plus après la crise.

(pourcentage des pays ayant réduit la dette après la crise)



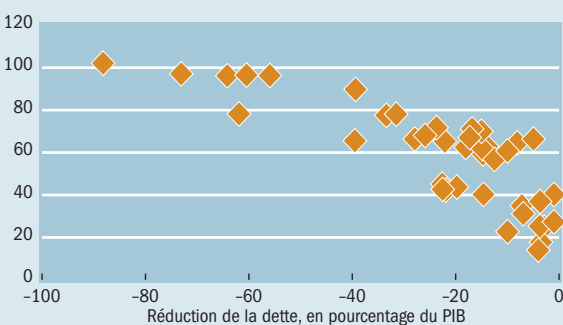
Source : calculs des auteurs.

Graphique 3

Mauvaise situation de départ

C'est surtout dans les pays où la dette en pourcentage du PIB était substantielle au début d'une crise qu'elle a le plus baissé.

(dette publique avant la crise en pourcentage du PIB)



Source : calculs des auteurs.

À la différence d'autres analyses, nous permettons l'interaction entre la qualité de l'ajustement budgétaire et son envergure : en effet, dans les pays où il doit être important, les coupes dans les dépenses risquent de ne pas suffire pour réaliser la correction exigée. Pour y parvenir de cette façon uniquement, les États risquent de recourir à des moyens inefficients (comme la limitation d'investissements publics qui pourraient soutenir la croissance). Dans ce cas, l'ajustement doit donc être un dosage équilibré d'économies et de hausse des recettes — une hypothèse clé à tester dans le contexte d'une difficile réduction de la dette après la crise.

Nous neutralisons enfin les politiques d'accompagnement en incluant *la part de l'investissement privé, les taux d'intérêt sur les dépôts et la composition du budget*.

Notre analyse montre qu'un pays a moins de chances de réussir à alléger la dette quand il subit une crise bancaire durable (et donc plus grave). En général, il se heurte à une grande incertitude et à des pertes de production permanentes qui compliquent l'assainissement; parfois aussi, un important déséquilibre budgétaire structurel était apparu avant la crise, qu'il faut corriger dans un contexte économique dégradé.

Diminuer la dette publique prend du temps. Six à huit ans ou plus sont habituellement nécessaires pour effacer un montant de dette égal à la hausse observée dans les pays avancés lors de la crise récente (voir graphique 1). Pour conserver la confiance des créanciers, les pays doivent donc adopter tôt une stratégie d'ajustement budgétaire et commencer à l'appliquer dès que la conjoncture le permet.

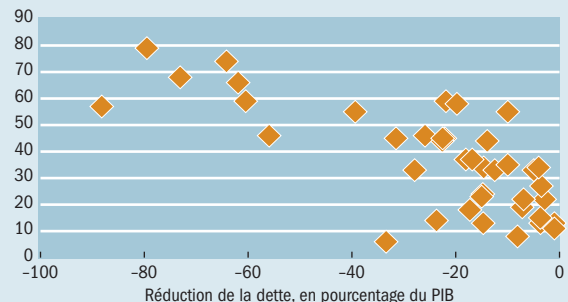
L'observation des phases antérieures de réduction de la dette montre que 12 % seulement des pays ont pu la ramener aux niveaux d'avant la crise et que seuls 17 % l'ont fait baisser de 40 points de PIB ou plus (voir graphique 2). On voit bien la difficulté de l'ajustement dans ces circonstances. C'est là où la dette était initialement la plus élevée qu'elle a été le plus réduite, car les problèmes de viabilité budgétaire ont obligé à agir (voir graphique 3).

Graphique 4

Les réductions de dépenses sont efficaces

En général, les politiques de réduction de la dette réussissent mieux quand elles sont basées sur des coupes dans les dépenses courantes.

(coupes dans les dépenses courantes en pourcentage de l'ajustement budgétaire total)



Source : calculs des auteurs.

Note : L'ajustement total pourrait aussi comprendre des économies et des hausses d'impôts à long terme.

Deux leçons

En concevant leurs stratégies de redressement, les autorités doivent être conscientes de deux faits :

- **Les coupes dans les dépenses non prioritaires facilitent l'ajustement budgétaire** : on a en général plus de chances de réduire la dette en taillant dans les dépenses courantes (graphique 4). Cela vaut aussi pour les pays où la montée de la dette n'est pas liée à une crise financière. Pourquoi? Parce qu'en diminuant les transferts (pensions, subventions et autres prestations) et les salaires, on fait moins pression sur les dépenses non discrétionnaires, qui tendent à augmenter dans le temps, et cela peut améliorer la croissance tendancielle. Alléger les charges courantes représenterait non seulement une économie à court terme, mais freinerait aussi la dynamique de hausse des dépenses publiques.

Contenir les dépenses, notamment de santé et de retraite, liées au vieillissement, pourrait être crucial au regard des problèmes démographiques qui vont accompagner le rééquilibrage budgétaire dans de nombreux pays. Les réformes des droits à prestation qui ont aussi des effets positifs sur la croissance devraient être prioritaires. Ainsi, différer l'âge de la retraite peut stimuler à court terme la consommation privée, ce qui adoucit l'ajustement budgétaire, tout en assurant la viabilité à moyen terme du système des retraites. Relever la part de l'investissement public augmente les chances de réduction de la dette en redéployant le budget vers des programmes favorables à la croissance et susceptibles d'élever la productivité à moyen terme grâce à de meilleures infrastructures.

- **Une augmentation des recettes fiscales pourrait aussi être nécessaire** : là où un ajustement s'impose, les économies risquent de ne pas suffire. Contrairement à des recherches antérieures sur le rééquilibrage budgétaire, nos résultats montrent qu'une hausse des recettes fiscales est indispensable à une réduction de la dette dans les pays où l'ajustement doit être marqué. Il faut en effet respecter un équilibre entre les coupes dans les dépenses et la majoration des prélèvements. La contribution des recettes à un redressement d'envergure ne dépend pas du ratio prélèvements/PIB initial : réformer les recettes concourt à la réduction de la dette même quand ce ratio n'est pas bas.

Mais la réforme des prélèvements doit préserver la croissance et limiter les distorsions, surtout là où ils sont déjà élevés en pourcentage du PIB. Simplifier le système fiscal en abaissant les taux excessifs et en élargissant l'assiette pourrait améliorer le rendement, tout en allégeant la charge pesant sur les intrants productifs. Ainsi, taxer le secteur financier ainsi que le carbone aiderait le budget et répondrait en même temps à des considérations d'efficacité (voir FMI, 2010).

Des stratégies crédibles

Nos conclusions appellent des stratégies d'ajustement crédibles de nature à ancrer les anticipations du marché quant à la viabilité des finances publiques. Des politiques budgétaires non crédibles peuvent gêner la réduction de la dette et susciter des anticipations, peut-être autoréalisatrices, de hausse du risque d'insolvabilité. C'est pourquoi des mesures de renforcement du cadre budgétaire — comme l'adoption,

le cas échéant, de règles pour guider la politique budgétaire et en améliorer la transparence par la création d'agences budgétaires indépendantes — pourraient bénéficier aux pays confrontés à ces défis.

D'autres mesures faciliteront le rééquilibrage budgétaire :

- Quand la politique monétaire devient et reste accommodante, les primes de risque étant contenues, il y a plus de chances de réduire la dette — c'est une leçon importante pour les pays qui sortent de la crise et se préparent à supprimer le soutien budgétaire et monétaire.

- Les réformes structurelles favorables à la croissance (dont la libéralisation des marchés des produits et du travail) sont toujours importantes, et le sont plus encore pendant le redressement budgétaire suivant une crise : une croissance supérieure facilite une réduction durable de la dette.

Nous montrons qu'un bon dosage de mesures portant sur les dépenses et les recettes peut aussi réduire les primes de risque de crédit et soutenir la croissance, tout en permettant une amélioration régulière du solde primaire corrigé des effets cycliques.

Conséquences pour la politique économique

On a en général de meilleures chances de réussir à faire baisser la dette en procédant à des économies mais, si l'ajustement nécessaire est important, une hausse des impôts peut y parvenir de façon plus durable. Il faut en effet assurer un équilibre entre coupes dans les dépenses et hausses des recettes pour éviter l'inefficacité et soutenir des plans d'assainissement ambitieux. Toutefois, l'augmentation des prélèvements doit être maniée avec prudence, surtout là où ils sont déjà élevés, pour préserver l'efficacité économique et minimiser les distorsions. ■

Emanuele Baldacci et Sanjeev Gupta sont respectivement chef de division adjoint et directeur adjoint au Département des finances publiques du FMI. Carlos Mulas-Granados est professeur d'économie à l'université Complutense, membre de l'institut de recherche ICEI et administrateur exécutif de la fondation IDEAS à Madrid.

Bibliographie :

Baldacci, Emanuele, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Granados, 2009, "How Effective Is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises," *IMF Working Paper 09/160* (Washington: International Monetary Fund).

———, 2010, "Restoring Debt Sustainability after Crises: Implications for the Fiscal Mix," *IMF Working Paper 10/232* (Washington: International Monetary Fund).

Cottarelli, Carlo, and Andrea Schaechter, 2010, "Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies," *IMF Staff Position Note 10/13* (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund (IMF), 2010, "Fiscal Exit: From Strategy to Implementation," *Fiscal Monitor* (Washington, November).

Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: a New Database," *IMF Working Paper 08/224* (Washington: International Monetary Fund).

Rogoff, Kenneth S., and Carmen M. Reinhart, 2009, "The Aftermath of Financial Crises," *NBER Working Paper 14656* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).



La tragédie du chômage

Mai Chi Dao et Prakash Loungani

Les autorités peuvent faire plus pour atténuer le chômage et ses coûts humains

LE MONDE fait face à une crise de l'emploi. On estime à 210 millions le nombre total de chômeurs. Depuis 2007, il a augmenté de plus de 30 millions et les trois quarts de ces nouveaux chômeurs vivent dans des économies avancées. La situation est particulièrement grave aux États-Unis. Épicentre de la Grande Récession, c'est le pays où le chômage a le plus progressé, avec actuellement 7,5 millions de chômeurs de plus qu'en 2007. En outre, même si la récession est censée y avoir pris fin en juin 2009, il ressort des données relatives aux deux dernières reprises économiques que l'emploi se redresse moins vite que les revenus (voir graphique 1).

À l'heure actuelle, l'indice dit «du malheur», qui combine les taux d'inflation et de chômage, est presque entièrement dominé par le chômage (voir encadré). Le bilan humain de la lente reprise de l'emploi aux États-Unis et dans le reste du monde risque d'être très lourd. Des études ont montré que, pour les individus concernés, le coût du chômage inclut une perte durable de revenus liée à la dévalorisation de la carrière professionnelle, une diminution de l'espérance de vie, ainsi que le déclassement scolaire et économique de leurs enfants. Plus le chômage se prolonge et plus ces coûts sont élevés.

Le problème du chômage a de multiples facettes, mais nous nous concentrerons ici sur :

- son coût humain et sur la façon dont les mesures prises

par les gouvernements pendant la Grande Récession ont empêché qu'il ne soit encore plus élevé;

- les mesures à court terme destinées à soutenir la reprise du marché du travail;
- le défi constitué par les chiffres du chômage de longue durée.

Le coût humain du chômage

Les travaux consacrés aux effets des récessions précédentes nous donnent une idée précise du coût élevé et durable du chômage pour les demandeurs d'emploi eux-mêmes et leur famille (voir Dao et Loungani, 2010, pour une vue d'ensemble de ces travaux).

Perdre son emploi signifie perdre des revenus, non seulement pendant la période d'inactivité proprement dite, mais à bien plus long terme (voir Sullivan et von Wachter, 2009). Les pertes sont encore plus lourdes quand l'épisode a lieu durant une récession. Les études portant sur les États-Unis et l'Europe montrent que 15 ans, voire 20 ans plus tard, les revenus des anciens chômeurs restent inférieurs de 20 % à ceux de leurs homologues ayant conservé leur emploi. Les effets négatifs sur les revenus de la vie entière sont particulièrement importants quand le chômage a touché un jeune, surtout juste après la fin de ses études. En période de récession, les travailleurs jeunes ont tendance à accepter de moins bons emplois qu'en période de prospérité. Une fois qu'ils ont fondé une famille et sont devenus moins mobiles, il leur est difficile de compenser ce «déclassement conjoncturel».

Ces pertes de revenus substantielles et durables existent également dans d'autres pays, l'Alle-

Mesurer le malheur

Correspondant à la somme de l'inflation et du chômage, l'indice du malheur est un indicateur de détresse économique que l'opinion a découvert lors de l'élection présidentielle américaine de 1980. Depuis cette date, cet indice a diminué aux États-Unis et dans les économies avancées, essentiellement grâce à la maîtrise de l'inflation (voir graphique 2). En revanche, le problème du chômage subsiste et sa contribution à l'indice du malheur a fortement augmenté durant la Grande Récession.

magne par exemple, et posent un problème d'ampleur comparable. Comme le montre l'exemple allemand, même les pays dotés de systèmes de protection sociale plus généreux et moins frappés par l'inégalité des revenus que les États-Unis ne peuvent pas protéger leurs travailleurs des pertes de revenus sur la vie entière que cause un déclassement professionnel.

Les coûts humains ne se limitent pas aux pertes monétaires : selon des études récentes, les licenciements ont aussi des incidences sur la santé et la vie elle-même. Pour exclure toute association trompeuse (les personnes malades pourraient, par exemple, être moins productives et donc plus susceptibles de se retrouver au chômage) et autres facteurs de confusion, ces études utilisent des séries de données permettant aux chercheurs de tenir compte de l'état de santé préalable, des caractéristiques socioéconomiques, familiales et autres, et de la succession chronologique des événements ayant trait à la santé et à l'emploi. Même si l'on neutralise ces facteurs, les licenciements sont corrélés à court terme avec un risque accru de crise cardiaque et autres pathologies liées au stress. À long terme, le taux de mortalité des travailleurs licenciés est supérieur à celui de leurs homologues ayant conservé leur emploi. En ce qui concerne les États-Unis, on estime que la surmortalité due au chômage persiste jusqu'à 20 ans après la perte d'emploi et peut se traduire par une espérance de vie réduite de 1 à 1,5 an.

La perte d'emploi peut nuire à la réussite scolaire des enfants du chômeur concerné. D'après une étude, les enfants de parents ayant perdu leur emploi ont un risque accru (+15 %) de redoublement. À long terme, la perte de revenus du père peut amoindrir les perspectives de gains des enfants. Au Canada, par exemple, les enfants dont les pères avaient perdu leur emploi gagnaient en moyenne 10 % de moins que les enfants de pères l'ayant conservé. La corrélation reste valable quelles que soient les caractéristiques individuelles ou familiales pouvant influencer sur le niveau des revenus. En Suède, les enfants dont les parents ont de faibles revenus ont ensuite des taux de mortalité supérieurs aux autres, même après neutralisation de leurs propres revenus et de leur niveau d'études.

Plus le chômage se prolonge et plus les coûts qui y sont associés risquent d'être élevés. Non seulement les pertes monétaires sont plus importantes, mais les demandeurs d'emploi perdent

confiance en eux, leurs compétences s'émoussent et leurs liens avec le marché du travail se distendent. Cela modifie le regard des employeurs potentiels et réduit les chances de décrocher un poste. Les données du Bureau américain du recensement montrent qu'un actif inoccupé depuis plus de six mois n'a qu'une chance sur dix de retrouver un emploi dans les 30 jours. Si l'épisode de chômage dure moins d'un mois, en revanche, les chances sont d'une sur trois. Le chômage de longue durée signifie donc que le chômage conjoncturel peut s'enkyster et devenir un problème structurel.

Les gouvernements à la rescousse

La majorité des pays ont élaboré des plans d'action solides sans lesquels le chômage et les coûts humains qui lui sont associés auraient été encore plus importants. Globalement, ces dispositifs comportaient trois volets :

- soutien de la demande globale par des mesures d'ordre monétaire et budgétaire;
- formules de chômage partiel et allocations d'assurance chômage pour soulager les tensions sur le marché du travail;
- subventions à l'embauche pour limiter les licenciements et accélérer le redémarrage de l'emploi.

Les banques centrales se sont rapidement employées à stimuler la demande globale en abaissant les taux d'intérêt directeurs puis, comme les taux étaient proches de zéro et ne pouvaient pas baisser davantage, en opérant un assouplissement quantitatif, c'est-à-dire des achats directs de titres publics à long terme, et en intervenant d'autres manières.

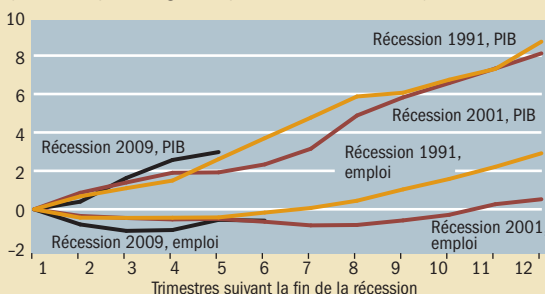
Les politiques budgétaires ont été adaptées à la conjoncture en devenant moins restrictives et les gouvernements ont accepté que les pertes de recettes imputables à la récession se traduisent par des déficits cycliques plus importants plutôt que d'essayer de réduire les dépenses en proportion des pertes. En outre, nombre de gouvernements ont apporté un soutien direct à leur secteur financier (stimulation budgétaire et «renflouement» des banques; voir l'article intitulé «Une relance efficace» dans le présent numéro de *F&D*).

Pour remédier aux situations douloureuses liées aux marchés du travail, des politiques actives de promotion de l'emploi sont venues compléter les mesures monétaires et budgétaires. L'une des principales initiatives a été de subventionner des programmes

Graphique 1

Le marché de l'emploi se rétablit moins vite que le reste de l'économie

Les reprises qui ont débuté en 1991, 2001 et 2009, montrent que l'emploi remonte bien moins vite que le PIB. (variation en pourcentage à compter de la fin de la récession)

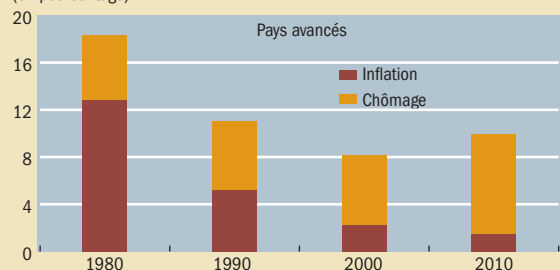


Sources : Bureau d'analyse économique aux États-Unis (BEA); Bureau des statistiques du travail aux États-Unis.

Graphique 2

Mesurer la détresse économique

L'indice du malheur, qui est la somme des taux d'inflation et de chômage, est désormais dominé par le chômage puisque les grands pays ont maîtrisé l'inflation. (en pourcentage)



Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

devant dissuader les entreprises de licencier grâce à des réductions du temps de travail et des salaires. Ces programmes de chômage partiel peuvent permettre de mieux répartir le poids de la récession entre employeurs et salariés, de diminuer le coût des embauches futures et de préserver le capital humain des travailleurs jusqu'à la reprise. Durant la Grande Récession, les gouvernements allemand, italien et japonais ont eu massivement recours à ce type de programmes. Bien qu'il soit encore trop tôt pour les évaluer en détail, ces programmes semblent avoir contribué de façon déterminante à contenir le chômage. Pour soulager les souffrances liées au chômage, des dispositifs d'allocations ont également été mis en place. Nombre de pays avaient déjà prolongé la durée d'indemnisation des programmes existants; d'autres leur ont emboîté le pas car la récession traînait en longueur : aux États-Unis, par exemple, les droits à allocations ont été portés de 26 à 99 semaines. En période de récession, les effets potentiellement négatifs de l'indemnisation sur les efforts de recherche d'emploi sont jugés très modestes (Dao et Loungani, 2010).

Le troisième volet de la stratégie a consisté en subventions visant à accélérer la reprise de l'emploi. Il est difficile de concevoir des subventions efficaces : les entreprises peuvent recevoir des subventions pour des emplois qu'elles auraient de toute façon créés ou qui n'auraient jamais dû l'être et sont voués à disparaître. Néanmoins, au plus fort de la récession, le coût de ces inefficiences était moindre que le coût d'un fort taux de chômage. En outre, les mesures prises par les pouvoirs publics pour concentrer les subventions sur les travailleurs les plus durement touchés ont probablement contribué à réduire les coûts d'inefficience. Les subventions ont profité aux catégories vulnérables telles que les chômeurs de longue durée et les jeunes (Autriche, Finlande, Portugal, Suède et Suisse, par exemple), aux régions les plus sinistrées (comme en Corée ou au Mexique) ou à des secteurs particuliers (le secteur japonais des services, entre autres).

Et maintenant?

La stratégie en trois volets adoptée en pleine crise devrait être poursuivie l'année prochaine, mais l'importance de chaque volet devrait varier à mesure que la reprise se raffermira et en fonction des situations nationales.

Le redressement de la demande globale étant le meilleur antidote contre le chômage, les politiques budgétaire et monétaire devraient, autant que possible, continuer d'accompagner ce redressement. Les programmes de réduction des déficits que les pays avancés prévoient pour 2011 impliquent une baisse moyenne du solde structurel équivalant à 1,25 point de PIB. Au-delà, la demande intérieure — encore fragile — serait asphyxiée.

Quoi qu'il en soit, il est clair que l'état des finances publiques varie selon les pays. Il existe de fortes disparités en ce qui concerne le ratio dette/PIB (voir graphique 3). De quelle marge de manœuvre budgétaire, c'est-à-dire de gonflement de leur dette, les pays disposent-ils? Pour répondre à cette question, Ostry *et al.* (2010) ont défini un «plafond d'endettement», qui correspond au ratio dette/PIB au-delà duquel la réponse budgétaire normale d'un pays à l'augmentation de sa dette ne lui permet plus d'en assurer la viabilité. La réponse considérée comme normale pour un pays est estimée en fonction de ses antécédents en matière d'imposition et de dépenses.

La différence entre le plafond d'endettement et le ratio anticipé pour 2015 permet d'estimer la marge budgétaire existante. L'incertitude qui entoure l'estimation de la réponse budgétaire normale se répercute naturellement sur l'estimation de la marge budgétaire disponible. Dans le graphique 3, les pays où la probabilité est plutôt faible que la marge atteigne au moins 50 % du PIB sont indiqués en rouge. La Grèce, l'Islande, l'Italie et le Japon en font partie. Ceux qui ont des chances modérées de disposer d'une marge budgétaire d'au moins 50 % du PIB apparaissent en noir. Il s'agit de l'Irlande, de l'Espagne, du Royaume-Uni et des États-Unis. Ces calculs montrent que, à l'heure actuelle, de nombreux pays avancés doivent opter pour des programmes d'assainissement budgétaire crédibles à moyen terme et non pour l'imposition immédiate de camisoles de force.

La politique monétaire demeure un levier puissant pour soutenir la demande globale. La pression inflationniste est contenue — dans les pays avancés, l'inflation non corrigée devrait se stabiliser autour de 1,5 % en 2011. La poursuite d'une politique monétaire accommodante est donc possible dans la plupart de ces pays. Qui plus est, si la croissance s'essouffle, la politique monétaire devrait être la première ligne de défense dans beaucoup de pays avancés. La majorité des banques centrales ayant déjà ramené les taux d'intérêt à quasiment zéro, elles devront sans doute à nouveau recourir plus massivement à l'assouplissement quantitatif. Bien que des mesures de stimulation de la demande semblent s'imposer pour assurer la reprise dans la plupart des pays avancés, leurs effets sur les flux de capitaux internationaux ainsi que sur les changes et le solde extérieur des pays émergents doivent aussi être pris en compte.

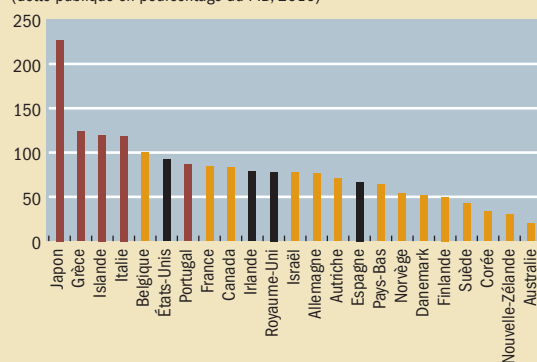
Si la reprise se confirme, les subventions liées aux dispositifs de travail à horaires réduits et les diverses subventions à l'embauche apparues durant la crise pourraient disparaître progressivement. En effet, elles grèvent les finances publiques et peuvent inciter

Graphique 3

Capacité de réaction

La capacité d'un pays à s'endetter davantage, c'est-à-dire sa marge de manœuvre budgétaire, ne dépend pas seulement de son ratio dette/PIB mais aussi de ses antécédents en matière de dépenses et d'imposition. Les pays indiqués en rouge n'ont guère de marge, les pays indiqués en noir légèrement plus.

(dette publique en pourcentage du PIB, 2010)



Sources : Calculs des auteurs se fondant sur la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI; Ostry *et al.* (2010).

Notes : une barre rouge indique que la marge budgétaire d'un pays est probablement inférieure à 50 % du PIB; une barre noire correspond à une probabilité modérée de disposer d'une marge supérieure à 50 % du PIB.

les entreprises à continuer d'exploiter le filon même quand la conjoncture redevient favorable. En outre, si la situation de certaines entreprises ou secteurs est durablement compromise, le fait de les subventionner peut empêcher la réaffectation des ressources à d'autres secteurs. L'octroi d'allocations de chômage devrait être conditionné au suivi de formations professionnelles et à la fourniture de services à la collectivité pour éviter que les chômeurs ne se coupent complètement du monde du travail.

Le défi du chômage de longue durée

Le pourcentage de chômeurs de longue durée, c'est-à-dire sans emploi depuis au moins 27 semaines, a augmenté depuis le début de la Grande Récession dans la plupart des pays avancés. Dans les rares cas contraires, comme en France, en Allemagne, en Italie et au Japon, le chômage de longue durée était à un niveau déjà très élevé avant la crise. Aux États-Unis, la part du chômage de longue durée dans les chiffres globaux du chômage augmente à

chaque récession, et ce depuis 1980. Néanmoins, la hausse observée lors de la Grande Récession est alarmante : près de la moitié des chômeurs sont sans emploi depuis au moins 27 semaines.

Il est probable que cette progression récente procède de facteurs structurels. C'est lié au fait que les récessions peuvent avoir des impacts très différents selon les secteurs. Certains secteurs souffrent et redémarrent au même rythme que l'ensemble de l'économie. D'autres, comme ceux des services (soins de santé, par exemple), se remettent vite des effets de la récession. Enfin, certains secteurs restent définitivement marqués. Il s'agit souvent de ceux dont la croissance avant la récession est — *a posteriori* — jugée excessive (hautes technologies avant la bulle des sociétés informatiques, secteur du bâtiment avant la Grande Récession, etc.).

Le graphique 4 représente un indice du changement structurel aux États-Unis fondé sur le rendement des actions dans divers secteurs. Plus la dispersion des rendements est importante, ce qui reflète la diversité attendue des destins de chaque secteur, plus la valeur de l'indice est élevée. On a observé dans le passé que plus les changements structurels qui précèdent ou accompagnent une récession sont intenses, plus le chômage de longue durée est important. Pendant la Grande Récession, la montée en flèche de l'indice est allée de pair avec une flambée du chômage de longue durée. Des évolutions parallèles comparables ont été observées dans de nombreux autres pays avancés (Chen *et al.*, à paraître).

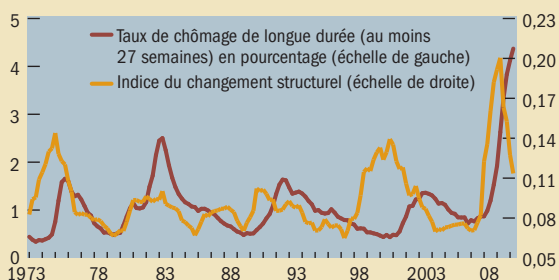
Avec l'aide des politiques monétaire et budgétaire, la demande globale se rétablira et fera reculer le chômage de longue durée. Toutefois, divers éléments montrent que les effets du redressement sur les chiffres de ce type de chômage sont trop longs à se manifester et de toute façon peu sensibles. Ainsi, aux États-Unis, l'évolution du taux des fonds fédéraux, l'instrument traditionnel de la politique monétaire, a davantage d'impact sur le chômage de courte durée (graphique 5, cadre de droite). Au contraire, l'indice du changement structurel est plus étroitement associé au chômage de longue durée (graphique 5, cadre de gauche).

Il semble donc que la lutte contre le chômage de longue durée réclamera, outre des mesures de stimulation de la demande globale, des politiques du marché du travail plus ciblées (formations de recyclage, par exemple) afin de permettre le retour à l'emploi des chômeurs de longue durée. ■

Graphique 4

Revers de fortune

Aux États-Unis, une grande partie du chômage de longue durée est le résultat d'évolutions irréversibles dans certains secteurs.



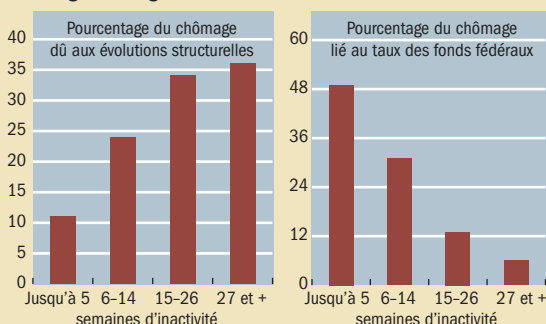
Sources : Bureau des statistiques du travail aux États-Unis; DataStream.

Notes : Le terme de chômage de longue durée désigne une période d'inactivité d'au moins 27 semaines. L'indice du changement structurel se fonde sur les rendements des actions dans divers secteurs. Plus la dispersion des rendements est importante, ce qui reflète la diversité attendue des destins de chaque secteur, plus la valeur de l'indice est élevée (échelle de 0 à 1).

Graphique 5

Implacable chômage

Les modifications du taux des fonds fédéraux, instrument traditionnel de la politique monétaire de la Réserve fédérale, ont plus d'effets sur le chômage de courte durée que sur le chômage de longue durée.



Sources : Bureau des statistiques du travail aux États-Unis; calculs des auteurs.

Mai Chi Dao et Prakash Loungani sont respectivement économiste et conseiller au Département des études du FMI.

Bibliographie :

Chen, J., P. Kannan, P. Loungani, et B. Trehan, à paraître, "Stock Market Dispersion and U.S. Long-Term Unemployment," *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).

Dao, Mai Chi, and Prakash Loungani, 2010, "The Human Cost of Recessions: Assessing It and Reducing It," *background discussion paper for the Joint International Labor Organization-IMF conference on the Challenges of Growth, Employment, and Social Cohesion, September* (Oslo).

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Jun I. Kim, and Mahvash S. Qureshi, 2010, "Fiscal Space," *IMF Staff Position Note 10/11* (Washington: International Monetary Fund).

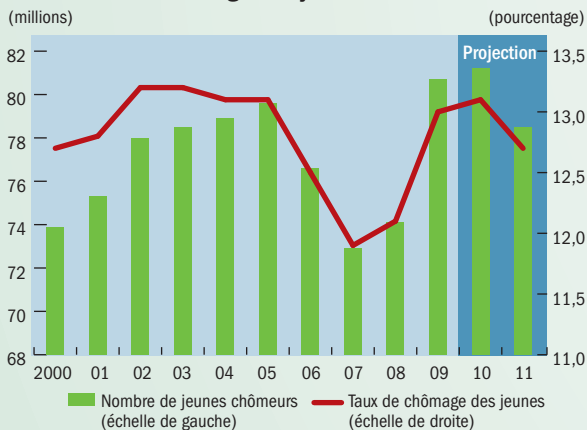
Sullivan, Daniel, and Till von Wachter, 2009, "Job Displacement and Mortality: An Analysis Using Administrative Data," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 124, No. 3, p. 1265-1306.

Jeune recherche emploi

Le chômage des jeunes est au plus haut à cause de la crise économique mondiale

LES JEUNES ont été particulièrement vulnérables au chômage pendant la récession mondiale et la contraction du marché de l'emploi qui l'a accompagnée. En 2009, 81 millions de jeunes de 15 à 24 ans étaient sans emploi dans le monde — un record — et ce nombre devrait continuer d'augmenter en 2010, selon l'Organisation internationale du travail (OIT). Le taux mondial de chômage des jeunes est passé de 12,1 % en 2008 à 13,0 % en 2009, soit une hausse annuelle record. En 2009, 6,7 millions de jeunes ont rejoint les rangs des chômeurs, contre une hausse annuelle moyenne de 191.000 dans les 10 années qui ont précédé la crise.

La crise de 2008-09 a inversé la tendance à la baisse du chômage des jeunes.



Les jeunes sont désavantagés dès lors qu'il s'agit de trouver un emploi, pour bon nombre de raisons : ils ont moins d'expérience professionnelle, ils savent moins bien comment et où chercher du travail, et ils ont moins de contacts qui leur permettraient de trouver un emploi. En conséquence, le taux mondial de chômage des jeunes est près de trois fois plus élevé que celui des adultes, un rapport qui ne change guère au fil du temps.

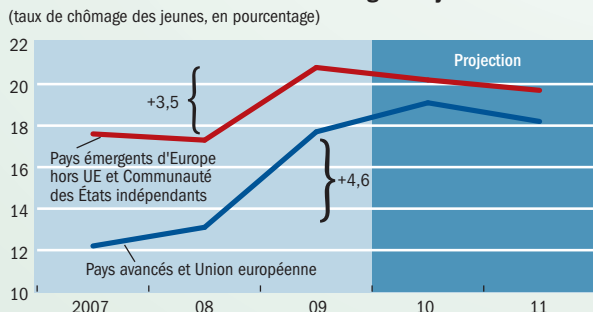


Des étudiants de l'université Rutgers à la recherche d'un emploi.

Les plus vulnérables : les jeunes des pays avancés

Dans les pays avancés et certains pays émergents, où le taux de chômage des jeunes est bien plus élevé que le taux mondial, la crise touche les jeunes principalement du fait de la hausse du chômage et des risques sociaux liés à la recherche d'un emploi à long terme, au découragement et à l'inactivité prolongée. Beaucoup de jeunes acceptent n'importe quel emploi à temps partiel ou se sentent piégés dans un emploi pas satisfaisant du tout qu'ils craignent de quitter, de peur de ne pas en trouver un autre. Certains retournent à l'école et espèrent que la situation économique sera meilleure quand ils chercheront de nouveau un emploi. Dans ces régions, les pouvoirs publics s'emploient à éviter une situation où les jeunes, ayant perdu tout espoir de trouver un emploi qui leur permette de vivre dans des conditions décentes, abandonnent et s'accrochent à une dépendance à long terme à l'égard de la garantie de revenu fournie par l'État.

En 2009, les pays avancés et émergents aussi ont enregistré une hausse record du taux de chômage des jeunes.



Dans les pays en développement, les jeunes travaillent, mais restent pauvres

Dans les pays en développement, où 90 % des jeunes du monde vivent et où les dispositifs de protection sociale ne prévoient pas d'allocations de chômage, les statistiques du chômage semblent moins sombres, car la plupart des jeunes n'ont pas d'autre choix que de travailler. Les régions aux revenus les plus faibles (Afrique subsaharienne, Asie du Sud-Est et Pacifique, et Asie du Sud) continuent d'afficher les rapports emploi/population les plus élevés — il faut contribuer aux revenus du ménage. Les jeunes hommes et femmes (dans les pays où les normes sociales le permettent) sont généralement actifs dans l'économie informelle, souvent comme travailleurs indépendants ou occasionnels, par exemple comme travailleurs agricoles saisonniers.

Ces jeunes sont piégés dans ce que l'OIT appelle les «déficits de travail décent» : ils travaillent beaucoup, souvent dans des conditions très difficiles, mais restent pauvres. Selon l'OIT, 152 millions de jeunes vivaient avec moins de 1,25 dollar par jour en 2008. Ils étaient certes 234 millions en 1998, mais cela représente encore 28 % du total des jeunes. La majorité des jeunes travailleurs pauvres n'ont même pas terminé l'enseignement primaire et sont employés dans le secteur agricole.

Améliorer l'éducation

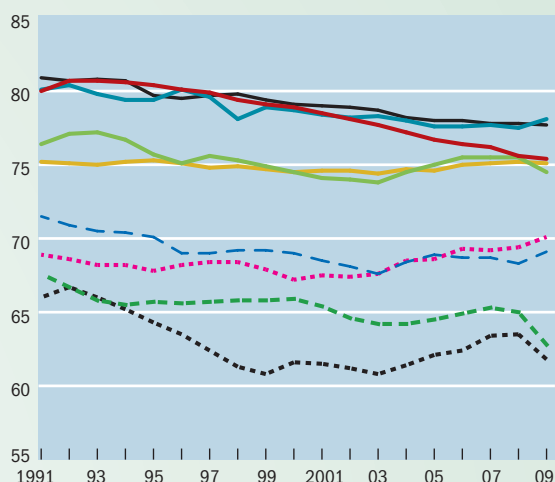
Il n'y a pas de formule unique pour rehausser les perspectives d'emploi des jeunes. Il est clair qu'il faut continuer d'améliorer l'accès à l'éducation et la qualité de cette dernière pour que les jeunes aient de meilleures chances de trouver un emploi décent. La progression de la scolarisation à l'échelle mondiale transparait en partie dans la baisse des taux d'emploi des jeunes hommes. La scolarisation des filles augmente aussi, mais avec un décalage par rapport aux garçons. Les inégalités entre sexes diminuent, car les attitudes vis-à-vis de la participation des jeunes femmes à la vie économique commencent lentement à changer. Plus généralement, pour que tous les jeunes aient plus de chances d'obtenir un travail décent, il convient d'encourager les entreprises à les embaucher, de promouvoir l'esprit d'entreprise des jeunes et de faciliter l'accès aux services financiers. ■

Des demandeurs d'emploi font la queue pendant un salon de l'emploi à Jakarta.



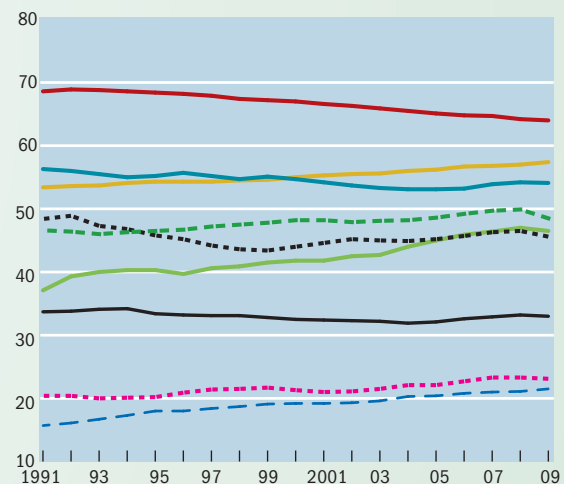
Les taux d'emploi des jeunes hommes diminuent dans le monde entier, mais ils sont plus élevés dans les régions à faible revenu, où ceux qui travaillent restent pauvres.

(ratio emploi des jeunes hommes/population)



La part des jeunes femmes dans l'emploi progresse lentement dans la plupart des régions, ce qui réduit les inégalités entre sexes.

(ratio emploi des jeunes femmes/population)



Rédigé par Sara Elder, économiste à l'OIT. Le texte et les graphiques s'inspirent du rapport Tendances mondiales de l'emploi des jeunes, publié par l'OIT en août 2010, et les données sont tirées des modèles économétriques tendanciels de l'OIT (avril 2010). Le rapport principal est disponible à l'adresse www.ilo.org/youth et les données à www.ilo.org/trends.

Endettement et inégalités

Un accroissement durable des inégalités de revenu incite à emprunter aux riches et augmente le risque de crise économique grave

Michael Kumhof et Romain Rancière



DÉPUIS un siècle, les États-Unis ont connu deux crises économiques majeures : la Grande Dépression de 1929 et la Grande Récession de 2007. Les inégalités de revenu pourraient être à l'origine des deux, et ce en raison d'une similitude remarquable entre les périodes antérieures à ces crises : la forte augmentation de ces inégalités et du ratio dette/revenu des ménages.

Les deux faits sont-ils liés? Les données empiriques et un modèle théorique cohérent (Kumhof et Rancière, 2010) semblent l'indiquer. Quand — comme cela s'est produit dans les deux cas — les riches prêtent aux pauvres et à la classe moyenne une grande part de leurs revenus supplémentaires, et quand les inégalités de revenu augmentent pendant plusieurs décennies, le ratio dette/revenu s'élève assez pour faire augmenter le risque d'une crise grave.

Redistribution de la richesse

Nous avons étudié l'évolution de la part du revenu total revenant à la tranche de 5 % la plus riche des ménages américains en la comparant au ratio dette/revenu avant 1929 et 2007 (voir graphique 1). Elle est passée de 24 % en 1920 à 34 % en 1928 et de 22 % en 1983 à 34 % en 2007 (nous avons pris moins d'années avant 1929 qu'avant 2007, car les données plus anciennes ont été faussées par la Première Guerre mondiale). Pendant ces deux périodes, le ratio dette/revenu a vivement progressé. Il a presque doublé de 1920 à 1932, et de 1983 à 2007, atteignant alors un niveau bien supérieur (139 %).

Dans la période plus récente (1983–2007), la différence entre la consommation des riches

et celle des pauvres et de la classe moyenne a moins augmenté que la différence entre les revenus de ces deux groupes. Pour le second, le seul moyen de maintenir une consommation élevée avec un revenu stable a été d'emprunter (voir graphique 2).

La hausse du ratio dette/revenu indiquée au graphique 1 a donc été concentrée dans les ménages pauvres et de la classe moyenne. En 1983, le ratio pour la tranche de 5 % des ménages les plus riches était de 80 %. Pour les autres 95 %, il était de 60 %. Vingt-cinq ans après, retournement spectaculaire : il était de 65 % pour les 5 % les plus riches et de 140 % pour les 95 % restants.

Les pauvres et la classe moyenne semblent avoir résisté à l'érosion de leurs revenus relatifs en empruntant pour conserver un meilleur niveau de vie. Parallèlement, les riches ont accumulé de plus en plus d'actifs et investi dans des prêts, gagés sur des actifs, aux pauvres et à la classe moyenne. L'inégalité de consommation inférieure à celle des revenus a généré une inégalité beaucoup plus forte de la richesse.

L'endettement accru du groupe à revenu inférieur a des conséquences pour la taille du secteur financier américain et sa vulnérabilité aux crises. La dépendance accrue de ce groupe à l'égard de la dette — et l'enrichissement du groupe supérieur — ont augmenté la demande d'intermédiation financière.

De 1981 à 2007, le secteur financier américain a crû rapidement : le ratio crédit privé/PIB a plus que doublé, passant de

Pour les ménages pauvres et de la classe moyenne, le seul moyen de maintenir une consommation élevée avec un revenu stable a été d'emprunter.

90 à 210 %. La part du secteur financier dans le PIB a doublé, de 4 à 8 %. La hausse de l'endettement a rendu l'économie plus vulnérable à une crise financière. Quand celle-ci s'est produite, en 2007-08, elle a entraîné une vague de défaillances; il y a eu des retards de paiement sur 10 % des crédits immobiliers et la production a chuté.

Il y a bien sûr d'autres explications possibles à la crise de 2007, et beaucoup ont souligné le rôle d'une politique monétaire laxiste, d'un excès de libéralisation financière et des bulles de prix d'actifs. Ces facteurs se sont révélés importants dans les années juste avant la crise, le ratio dette/revenu ayant accéléré sa hausse. Mais on peut aussi soutenir, comme Rajan (2010), que la crise résulte surtout d'une dynamique à long terme entraînée par l'inégalité des revenus. Selon lui, cette inégalité croissante a suscité une pression politique — non pour l'inverser, mais plutôt en faveur du crédit facile permettant de soutenir la demande et la création d'emplois malgré la stagnation des revenus.

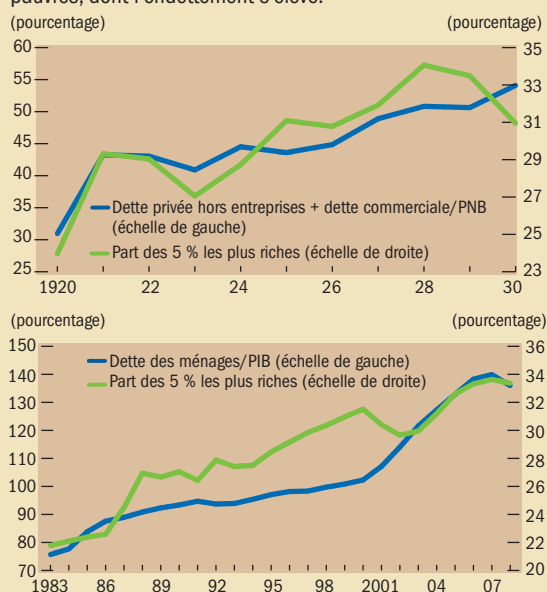
Modélisation des faits

On peut modéliser et bien illustrer ces liens entre inégalités de revenu, endettement et crises. Notre modèle comporte

Graphique 1

Prêter le revenu disponible

L'inégalité des revenus augmente : les riches prêtent aux pauvres, dont l'endettement s'élève.

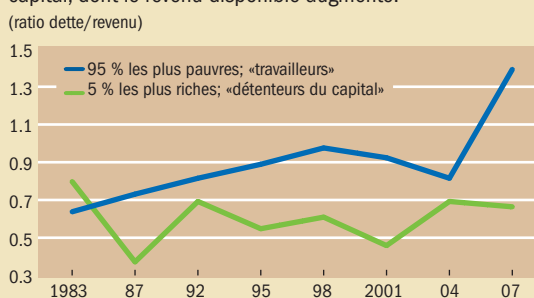


Sources : Ministère américain du commerce, Statistical Abstract of the United States (panneau supérieur); Picketty et Saez, 2003 (parts du revenu, panneau inférieur); et Réserve fédérale, base de données sur les flux financiers (dette/PIB)
Note : Revenus à l'exclusion des plus-values.

Graphique 2

De plus en plus endettés

Les travailleurs empruntent davantage aux détenteurs du capital, dont le revenu disponible augmente.



Source : Calculs des auteurs basés sur les simulations du modèle.

plusieurs nouveautés qui reflètent les faits empiriques décrits ci-dessus. D'abord, les ménages sont divisés en deux groupes de revenus : les 5 % du dessus de l'échelle de répartition des revenus (qualifiés de «détenteurs du capital»), dont la totalité des revenus provient du rendement du stock de capital et des intérêts de prêts; et les 95 % restants (les «travailleurs»), qui reçoivent un salaire. Ensuite, les salaires sont déterminés par négociation entre les deux groupes. Enfin, tous les ménages se préoccupent de leur niveau de consommation, mais les détenteurs du capital se préoccupent aussi du montant de capital physique et financier qu'ils possèdent. Par conséquent,

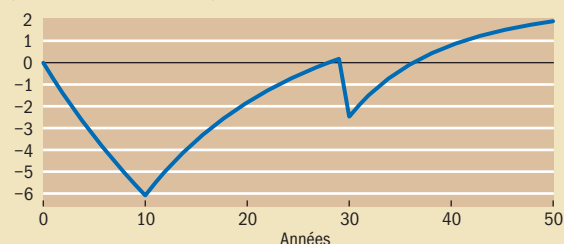
quand leur revenu augmente aux dépens des travailleurs, ils l'affectent à une triple hausse de la consommation, de l'investissement physique et de l'investissement financier. Ce dernier consiste en une hausse des prêts aux travailleurs, dont la consommation représente initialement jusqu'à 71 % du PIB, soit suffisamment pour soutenir la production de l'économie.

Graphique 3

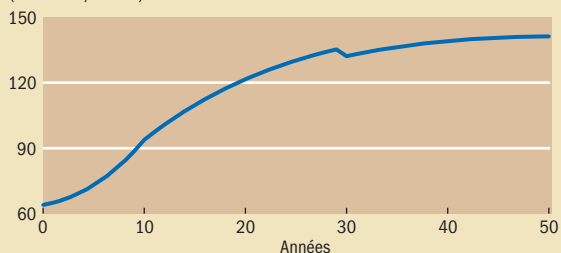
Emprunter à Pierre pour payer Paul

Quand les salaires des travailleurs baissent, ils empruntent pour maintenir leur niveau de consommation.

(salaires réels des travailleurs)



(ratio dette/revenu)



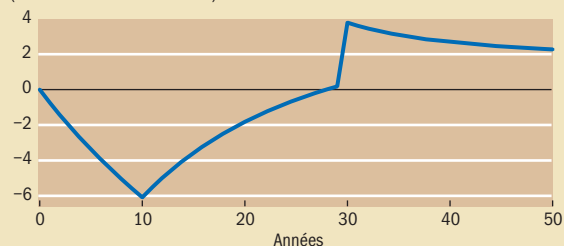
Source : Calculs des auteurs basés sur les simulations du modèle.

Graphique 4

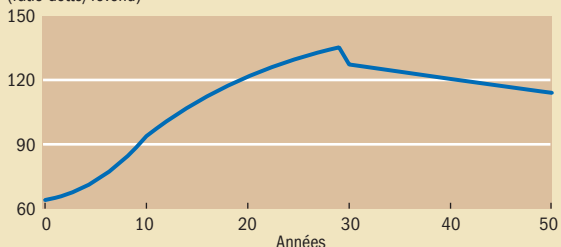
Éviter une crise

Si les salaires des travailleurs se redressent, ces derniers peuvent rembourser leurs dettes.

(salaires réels des travailleurs)



(ratio dette/revenu)



Source : Calculs des auteurs basés sur les simulations du modèle.

Notre modèle peut montrer ce qui arrive après un choc durable sur la répartition des revenus en faveur des détenteurs du capital. Les travailleurs s'adaptent à la fois en abaissant leur consommation et en empruntant pour limiter cette baisse (voir graphique 3). Cela fait monter progressivement leur ratio dette/revenu, comme l'illustre le graphique 2. L'endettement accru des travailleurs est possible parce que les détenteurs du capital prêtent leur surcroît de revenu disponible.

Du fait de la hausse de l'épargne au sommet et de celle des emprunts à la base, l'inégalité de la consommation augmente sensiblement moins que celle des revenus. Cette double évolution suscite un besoin de services financiers et d'intermédiation, d'où un quasi doublement de la taille du secteur financier. L'endettement accru des pauvres et de la classe moyenne génère fragilité financière et risque de crise. Comme le pouvoir de négociation des travailleurs, et donc leur capacité à rembourser leurs emprunts, se redresse très lentement, l'endettement continue à progresser et le risque de crise persiste. Quand elle se produit effectivement — au bout de 30 ans, suppose-t-on ici — les ménages sont défaillants sur 10 % de l'encours des prêts, et la production baisse brutalement, comme on l'a vu pendant la crise financière américaine de 2007–08.

Le modèle montre plusieurs possibilités de hausse du ratio dette/revenu supérieure à celle indiquée au graphique 3. D'abord, si les détenteurs du capital affectent l'essentiel de leurs revenus supplémentaires à la consommation et aux placements financiers, plutôt qu'à l'investissement productif, le ratio dette/revenu augmente beaucoup plus. En effet, ils acceptent de prêter à un taux d'intérêt inférieur, d'où une hausse de la dette, tandis que le stock de capital est moindre, ce qui réduit la production et les revenus des travailleurs. Ensuite, si le pouvoir de négociation des travailleurs se redresse à un rythme presque nul, même une crise financière accompagnée de défaillances substantielles est de peu de secours : le ratio dette/revenu poursuit sa hausse pendant des décennies après la crise, d'où la probabilité d'une série de crises financières.

Possibilités d'action

Il y a deux moyens de réduire le ratio dette/revenu des ménages.

Le premier est un désendettement ordonné. Il s'agit du cas où une crise et de nombreuses défaillances sont devenues inévitables, mais où on se sert de l'action publique afin de limiter les dommages collatéraux pour l'économie réelle, qui se contracte donc moins. Comme cela implique une diminution bien moindre des revenus pour un nombre donné de défaillances sur les prêts, le ratio dette/revenu diminue beaucoup plus qu'avec des défaillances chaotiques. Mais la tendance à long terme à une hausse de ce ratio reprend immédiatement après la réduction de la dette, car les travailleurs continuent à recevoir une part réduite du revenu national.

La deuxième possibilité, illustrée par le graphique 4, est un redressement des revenus des travailleurs — résultant par exemple d'un renforcement de leurs droits de négociation — qui leur permet de se désendetter progressivement grâce à

leurs salaires. On suppose que cela évite une crise. Le ratio dette/revenu baisse alors immédiatement grâce à la hausse des revenus, et non à la baisse de la dette. Plus important : le risque d'endettement suivi d'une crise diminue tout de suite.

Si l'on parvient à réduire l'inégalité des revenus, on limite du même coup l'éventualité de crises futures. Toutefois, les politiques allant en ce sens comportent bien des difficultés. Ainsi, la pression baissière sur les salaires résulte de puissants facteurs internationaux, comme la concurrence chinoise, et un redéploiement fiscal des revenus du travail vers ceux du capital pourrait pousser à investir dans d'autres pays. Mais un redéploiement entre l'imposition des revenus du travail et celle des rentes économiques sur les terrains, les ressources naturelles et le secteur financier ne se heurte pas au même problème. S'agissant du renforcement du pouvoir de négociation des travailleurs, ses inconvénients doivent être mis en balance avec les conséquences éventuellement désastreuses de nouvelles crises financières et réelles, si les tendances actuelles se poursuivent.

Rétablir l'égalité en redistribuant les revenus des riches aux pauvres ne plairait pas seulement aux Robin des bois du monde entier : cela pourrait aussi épargner à l'économie mondiale une autre crise majeure. ■

Michael Kumhof et Romain Rancière sont respectivement chef d'unité adjoint et économiste au Département des études du FMI.

Bibliographie :

Carroll, Christopher D., 2000, "Why Do the Rich Save So Much?" in *Does Atlas Shrug? The Economic Consequences of Taxing the Rich*, ed. by Joel B. Slemrod (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).

Dynan, Karen, Jonathan Skinner, and Stephen Zeldes, 2004, "Do the Rich Save More?" *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 2, p. 397-444.

Kumhof, Michael, and Romain Rancière, 2010, "Inequality, Leverage, and Crises," IMF Working Paper 10/268 (Washington: International Monetary Fund).

Piketty, Thomas, 2010, "On the Long-Run Evolution of Inheritance: France 1820-2050," PSE Working Paper 2010-12 (Paris: Paris School of Economics).


———, and Emmanuel Saez, 2003, "Income Inequality in the United States, 1913-1998," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, p. 1-39.

Rajan, Raghuram, 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

Reich, Robert, 2010, *Aftershock: The Next Economy and America's Future* (New York: Random House).

Reiter, Michael, 2004, "Do the Rich Save Too Much? How to Explain the Top Tail of the Wealth Distribution," *Universitat Pompeu Fabra Working Paper* (Barcelona).

Schneider, Martin, and Aaron Tornell, 2004, "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises," *Review of Economic Studies*, Vol. 71, No. 3, p. 883-913.



PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2011-2012 program begins in July of 2011. Applications are due by January 1, 2011.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu

Les visages de la **crise** un an après



L'AN dernier, *F&D* avait rencontré dans différents pays six personnes touchées de diverses manières par la crise économique. À l'heure où la récession recule, nous les avons recontactées pour voir comment elles avaient surmonté les turbulences de l'année écoulée.

La crise a bouleversé la vie de certaines d'entre elles. Au Japon, l'ancien salarié de l'industrie automobile Yoshinori Sato survit grâce à l'aide sociale, tandis qu'en Espagne, où les affaires de l'agent immobilier Santiago Baena étaient autrefois florissantes, le secteur plie aujourd'hui sous le poids de saisies qui se chiffrent en milliards d'euros. Néanmoins, même une crise financière n'a que peu d'importance si votre pays est frappé par des problèmes plus immédiats tels des catastrophes naturelles et des épidémies, comme en Haïti.

Pour d'autres, l'adversité a été l'occasion d'un nouveau départ. En Argentine, où l'économie a depuis connu une embellie, le docker Gustavo Ramírez est devenu responsable syndical. En Côte d'Ivoire, le producteur de cacao Ignace Koffi Kassi faisait campagne pour les élections nationales et n'a pas eu le temps de nous rencontrer. À New York, Shital Patel a trouvé un travail — l'étude du marché de l'emploi.

Yoshinori Sato survit grâce aux aides publiques à Yokohama.

Japon

De mal en pis

LY A un peu plus d'un an, Yoshinori Sato ne pensait pas que sa situation pouvait empirer. C'est pourtant ce qui s'est produit. Quand *F&D* a brossé le portrait de cet ouvrier de 51 ans, en septembre 2009, il venait de perdre son emploi temporaire chez Isuzu Motors Co. à Yokohama. Il avait été obligé de libérer l'appartement de la société qu'il occupait et subsistait, grâce aux prestations sociales, loin de sa famille établie dans son île natale d'Hokkaido.

Depuis lors, sa situation s'est dégradée. «Ça a été dur», admet-il. Il a connu des problèmes de santé et n'a pas vu sa famille depuis décembre; ses avocats sont par ailleurs pessimistes quant à l'issue du procès qu'il a intenté à son employeur pour recouvrer son emploi. Une fois payés le loyer, les factures de gaz et d'électricité et les transports, il reste à M. Sato quelque 30.000 yens (367 dollars EU) par mois pour la nourriture et les dépenses diverses. Il a divorcé pour que sa femme puisse également bénéficier de prestations

sociales, et les perspectives de rejoindre sa famille paraissent ténues. M. Sato parle calmement, mais il est manifestement en colère.

«Nous voulons vivre ensemble, mais cette bataille juridique va durer longtemps, probablement plus de 10 ans», dit-il.

La main-d'œuvre temporaire est depuis longtemps indispensable au secteur de la construction automobile. À son apogée, on estimait à 3,8 millions le nombre de travailleurs relevant de cette catégorie, les autorités soutenant que le recours au travail temporaire bénéficiait à la fois aux employeurs et aux salariés, dont la mobilité professionnelle se trouvait accrue. Il est rapidement apparu que les plus grands avantages revenaient aux entreprises, qui pouvaient licencier les salariés plus facilement.

La crise économique déclenchée par l'effondrement de la banque d'investissement Lehman Brothers en septembre 2008 a aggravé le sort des salariés temporaires de l'industrie automobile japonaise, qui a vu la demande s'effondrer brutalement. Selon M. Sato, ce sont les travailleurs qui ont été les principales victimes du marasme.

«Ici, comme les grandes entreprises disposent d'une épargne et de ressources importantes, elles ont pu survivre assez facilement, mais les petites entreprises et les sous-traitants se sont trouvés dans

une situation plus délicate», souligne-t-il, ajoutant que même les salariés permanents sont aujourd'hui en proie à des difficultés.

«Certains ont été obligés de prendre une retraite anticipée, d'autres ont subi des baisses de salaires, d'autres encore ont été licenciés, explique-t-il, les grosses entreprises continuent de dégager des bénéfices, mais les salaires ont été réduits, et les grandes entreprises japonaises, estimant qu'elles ne peuvent pas gagner beaucoup d'argent ici, délocalisent leurs usines de production à l'étranger.»

«J'ai essayé de travailler à temps partiel, mais si j'obtiens un emploi à plein temps, cela risque de me porter préjudice dans le cadre de mon procès» explique Y. Sato, qui préfère se consacrer à des activités syndicales. Il travaille à titre bénévole pour le syndicat All Japan Metal and Machinery Workers, prend la parole aux réunions et conseille les salariés qui se retrouvent sans emploi.

Argentine

Une nouvelle vocation

ON ne reconnaît pas aujourd'hui en Gustavo Ramírez le docker dont le niveau de vie avait chuté au plus fort de la débâcle des échanges mondiaux en 2009.

L'an dernier, M. Ramírez a vu, comme la plupart de ses collègues du port de Buenos Aires, son temps de travail diminuer quand la Grande Récession a frappé les docks de la capitale argentine.

Mais malgré la baisse de ses revenus et les sacrifices qu'ont dû s'imposer sa femme et ses quatre filles, il a abordé cette période difficile avec philosophie. L'an dernier, il déclarait au cours d'un entretien avec *F&D* qu'il profitait de son nouveau temps libre pour travailler à titre bénévole pour le syndicat des dockers, une activité qu'il jugeait très gratifiante.

Aujourd'hui, le commerce mondial s'est sensiblement redressé, l'industrie maritime argentine est à nouveau en pleine effervescence, et la plupart de ses collègues ont donc vu leurs heures de travail — et leur paye — augmenter considérablement.

Les perspectives s'améliorent pour les dockers du port de Buenos Aires, de même que pour M. Ramírez, mais lui n'est plus docker. Il est devenu responsable syndical.

Après trois ans de travail sous contrat au port, le temps consacré au bénévolat pendant son oisiveté forcée l'a incité à se présenter aux élections syndicales à la fin de l'année dernière et à travailler à plein temps dans le secteur syndical. Il a remporté les élections, et il est aujourd'hui responsable des communications pour le Syndicat unique des travailleurs portuaires argentins.

M. Ramírez dit avoir trouvé sa place dans la société. «J'ai toujours aimé la politique. J'avais déjà cherché à militer.» Il dit avoir trouvé l'occasion de le faire quand il a commencé à travailler au port.

À l'instar de la plupart des pays émergents, l'Argentine a mieux résisté à la crise mondiale que les pays avancés, et son économie montre actuellement des signes de redressement. Ses exportations ont ainsi augmenté de 18 % au cours du premier semestre de 2010.

M. Ramírez, 38 ans, dit que son salaire actuel n'est pas très différent de celui qu'il gagnait quand il a commencé à travailler au port, mais supérieur à celui de l'année dernière, quand son temps de travail était passé de 24 jours par mois à 14 ou 15 jours. Bon nombre de ses quelque 1.500 anciens collègues gagnent sans

Parmi les 12 personnes qui ont engagé un procès contre Isuzu, certaines ont trouvé un nouvel emploi ou sont en formation professionnelle, mais cherchent toujours à obtenir une indemnisation. D'autres, comme M. Sato, vivent des prestations sociales. M. Sato est cependant le seul à réclamer sa réintégration.

Il se dit déterminé à poursuivre son procès contre Isuzu et l'administration publique, ce qui signifie qu'il devra probablement renoncer définitivement à son mariage.

«J'ai dit à ma femme que si elle veut repartir sur de nouvelles bases, si elle trouve quelqu'un de bien et souhaite se remarier, je n'y verrais aucun inconvénient, dit-il, je serais heureux pour elle.» ■

Par Julian Ryall, journaliste indépendant travaillant à Tokyo.



Gustavo Ramírez est devenu responsable syndical à Buenos Aires.

doute plus que lui aujourd'hui. La hausse marquée de leur salaire résulte de la reprise amorcée à la fin de 2009.

«Le nombre d'heures ouvrées au port a augmenté par rapport à l'an dernier. Aujourd'hui, le salaire [mensuel] moyen net pour un travailleur sous contrat est d'environ 6.000 pesos [1.500 dollars EU environ], contre la moitié environ l'an dernier», ce qui tient essentiellement à l'augmentation des heures ouvrées et non aux 30 % de relèvement des salaires obtenus par le syndicat cette année, dit-il.

Même si M. Ramírez n'a pas bénéficié de cette augmentation salariale, sa situation s'est améliorée par rapport à l'année précédente. Sa famille a été en mesure de louer un appartement plus grand et peut désormais aller au cinéma ou au restaurant «de temps à autre».

Mais l'argent n'est pas l'élément moteur dans sa vie. «Avant, j'avais une vision fondamentalement sceptique des choses, et puis je me suis rendu compte que j'avais le choix : soit lutter constructivement contre la réalité et trouver ma place dans le monde, soit m'enfermer chez moi et laisser le monde se déchirer. Quand j'ai décidé d'affronter le monde, je l'ai fait dans une perspective différente. Quand vous êtes jeune, vous croyez dans l'utopie de la révolution, mais avec l'âge, vous commencez à comprendre les processus à l'œuvre dans le pays. Cette année, j'ai retrouvé l'espoir.» ■

Par Florencia Carbone, journaliste de La Nación à Buenos Aires.



Claude Bruno envoyait des mandats du New Jersey à sa cousine Francette Picard en Haïti.

Haïti

Pas de répit

ON dit souvent qu'Haïti est l'un des pays les plus malheureux du monde. Les événements qui ont cette année frappé la petite nation des Caraïbes semblent confirmer cette opinion. En effet, peu après la crise financière mondiale qui a fait craindre une baisse des mandats dont dépendent les Haïtiens, le pays le plus pauvre de l'hémisphère occidental a été dévasté en janvier par un séisme.

Francette Picard, mère célibataire de deux enfants qui figurait l'an dernier dans *F&D*, est l'une des milliers de victimes de cette catastrophe. Aujourd'hui, Haïti fait face à une autre catastrophe : une épidémie de choléra. Nous n'avons pu localiser ni elle ni ses filles.

Même avant le tremblement de terre, comme des dizaines d'autres Haïtiens, Mme Picard, 58 ans, avait du mal à joindre les deux bouts, aidée de temps en temps par des mandats, allant de 30 à 60 dollars, envoyés par son cousin Claude Bruno, 60 ans environ, qui est plongeur dans une maison de retraite du New Jersey.

Il a parlé pour la dernière fois à sa cousine il y a environ cinq mois et il sait qu'elle a survécu au désastre. Pour des raisons financières ou à cause du séisme, elle a quitté son logement et, aux dernières nouvelles, elle habitait dans un des villages de tentes dressés dans le pays pour les sans-logis.

Le logement des 1,5 million de personnes victimes du tremblement de terre reste le problème humanitaire le plus urgent, selon Jacques Bouhga-Hagbe, représentant résident du FMI à Haïti. «La première réaction à la situation d'urgence [après le séisme] a été bonne, mais le passage à la phase de reconstruction est lent», dit-il.

À l'étonnement de beaucoup, et contrairement aux mandats venant des autres parties du monde, les sommes envoyées par l'importante diaspora haïtienne ont remarquablement bien résisté à la crise financière mondiale, selon Aurélie Martin, économiste au FMI.

Selon le FMI, les Haïtiens de l'étranger, surtout des États-Unis, envoient chaque année 22 % du PIB du pays, soit environ 1,5 milliard de dollars. «Avant le séisme, c'était la première source de devises du pays», déclare Martin. Ils ont été repoussés à la deuxième place par le secours aux victimes du séisme.

Les envois ont bondi après la catastrophe et se sont ensuite stabilisés. D'après le FMI, ils étaient en septembre 2010 supérieurs de 7 % à ceux de l'année précédente.

Or cet argent est plus nécessaire que jamais.

Le monde a réagi au séisme, dont les dégâts représentaient environ 120 % du PIB d'Haïti, par un afflux de fonds et d'aide humanitaire. Par exemple, le FMI a fourni 114 millions de dollars en financement d'urgence et annulé 268 millions de dollars de dettes pour la reconstruction.

Pourtant, même avec cette aide, le pays se heurte à l'ampleur de la catastrophe. La nécessité de fournir l'alimentation, le logement, l'eau propre et l'assainissement à ses 8 millions d'habitants pèse lourd sur ses ressources limitées. Selon les Nations Unies, même avant le désastre, 80 % de la population vivaient avec 2 dollars par jour ou moins.

Le manque d'eau potable et d'assainissement a contribué à la propagation du choléra. Au moment où *F&D* était sous presse, les autorités haïtiennes s'efforçaient de contenir une épidémie menaçante, qui avait déjà fait plus de 1.000 morts et déclenché des violences contre les Casques bleus, que beaucoup d'Haïtiens tiennent pour responsables de la maladie.

Au même moment, à 3.000 kilomètres de là, Claude Bruno suit l'évolution dans son pays. Il continue de travailler à la maison de retraite du New Jersey en économisant de l'argent pour l'envoyer à sa famille et en espérant qu'Haïti pourra trouver le moyen de sortir de ses malheurs successifs. Il a payé cher lui aussi : il a perdu 5 membres de sa famille dans le séisme de janvier, y compris un de ses enfants. ■

Niccole Braynen-Kimani, assistante principale de rédaction, et Hyun-Sung Khang, rédacteur principal, appartiennent tous deux à l'équipe de Finances & Développement.

Le travail de la vie

SHITAL Patel figurait encore récemment dans les statistiques du chômage de New York. Aujourd'hui elle les étudie.

En effet, elle est devenue économiste au service de recherche du Département du travail de l'État de New York, dans une équipe qui suit l'évolution du marché de l'emploi dans la ville de New York. Elle a passé plus d'un an au chômage après que la banque d'investissement Morgan Stanley l'a licenciée en mai 2008. Donc, quand elle reçoit des demandeurs d'emploi inquiets au siège du Département à Manhattan pour leur expliquer les perspectives de l'emploi et de l'économie dans la ville, elle sait de quoi elle parle.

«Je suis passée par là, alors je leur dis «j'ai été à votre place et ça finit par s'arranger; il faut rester positif parce qu'il y a du travail», dit-elle.

Elle a fait du chemin en un an.

Son histoire d'ascension sociale, en quelque sorte, pourrait sortir de Hollywood. Elle a été «découverte» par son nouvel employeur quand elle est venue au bureau pour faire une demande d'allocation chômage.

Les formalités consistaient entre autres à fournir une copie de son CV et à écouter un exposé par l'équipe du Département — le même exposé qu'elle présente aujourd'hui aux nouveaux chômeurs de la ville.

Ses qualifications et compétences sont apparues lors d'une recherche dans la base de données du Département quand les responsables cherchaient une personne ayant des connaissances en économie et une expérience de la finance, dit Jim Brown, analyste du marché du travail au Département et son nouveau patron.

Elle a postulé et a été choisie parmi de nombreux demandeurs.

«Nous parlons à des publics très divers, donc nous cherchions quelqu'un ayant des compétences d'analyse et de communication qui pourrait présenter les données de façon moins technique», dit Brown.

Elle est chargée notamment de parler au personnel de sociétés qui prévoient des licenciements et de lui expliquer les perspectives d'emploi dans le secteur pour tout l'État de New York.



Shital Patel a trouvé un nouvel emploi comme économiste à New York.

Selon le Département du travail de l'État, le taux de chômage dans la ville de New York en septembre de cette année était de 9,3 %, juste au-dessous de la moyenne nationale qui était alors de 9,6 %. Le taux varie entre les cinq districts de la ville, avec un maximum de 12,5 % dans le Bronx.

Le coût humain de la crise économique mondiale est effrayant, et le chômage sur la planète tourne autour de 210 millions d'individus, selon la dernière estimation de l'Organisation internationale du travail.

Shital Patel, 33 ans, médite sur les grands changements des deux dernières années, depuis le choc et la douleur causés par la perte de son emploi, jusqu'à la nouvelle raison de vivre qu'elle a trouvée en aidant les gens qui subissent la même épreuve.

Son bureau à Tribeca est à un quart d'heure à pied de son appartement à Greenwich Village et c'est un endroit où elle se sent appréciée par ses collègues comme par les demandeurs d'emploi qu'elle aide. Mieux encore, elle a la sécurité de l'emploi qu'elle n'avait jamais eue à Wall Street.

«Je suis tellement plus détendue et solide — je quitte le bureau à six heures et je ne suis plus accrochée à mon BlackBerry», dit-elle.

Le seul inconvénient qu'elle reconnaît est financier : elle est beaucoup moins bien payée que quand elle travaillait pour une banque d'investissement.

Elle subit aussi des pressions de certains de ses amis, qui voudraient qu'elle utilise son ambition et ses talents pour revenir dans le monde de la banque. Elle doit leur expliquer qu'elle aime sa nouvelle vie et qu'elle est heureuse de retravailler.

«Ma mère dit toujours que j'ai de la chance et elle a raison», dit-elle. ■

Jacqueline Deslauriers est rédactrice au sein de l'équipe de Finances & Développement.

Statement of Ownership, Management, and Circulation required by 39 USC 3685

1. Title: *Finance & Development*. 2. Publication No. 123-250. 3. Date of filing: November 19, 2010. 4. Frequency: Quarterly. 5. Number of issues published annually: four. 6. Annual subscription price: \$25. 7/8. Complete mailing address of known office of publication/publisher: *Finance & Development*, International Monetary Fund, 700 19th Street, N.W., Washington, DC 20431. 9. Full names and complete mailing address of publisher, editor, and managing editor: Sandy Donaldson; Jeremy Clift; Marina Primorac, International

Monetary Fund, Washington, DC 20431. 10. Owner: International Monetary Fund, 700 19th Street, N.W., Washington, DC 20431. 11. Known bondholders, mortgagees, and other security holders owning or holding 1 percent or more of the total amount of bonds, mortgages, or other securities: None. 12. Tax status: has not changed during preceding 12 months. 13. Publication title: *Finance & Development*. 14. Issue date for circulation data below: September 2010.

| 15. Extent and nature of circulation | Average no. of copies each issue in preceding 12 months | Actual no. of copies of single issue published nearest to filing date (September 2010) |
|---|---|--|
| A. Total number of copies | 19,325 | 22,000 |
| B. Paid and/or requested distribution | 8,660 | 9,294 |
| C. Total paid distribution | 8,660 | 9,294 |
| D. (4) Free or nominal rate distribution outside the mail | 10,665 | 4,822 |
| E. Total free or nominal rate distribution | 10,665 | 4,822 |
| F. Total distribution | 19,325 | 14,116 |
| G. Copies not distributed | 3,475 | 7,884 |
| H. Total | 22,800 | 22,000 |
| I. Percent paid and/or requested circulation | 44.81 | 65.34 |

I certify that the statements made by me above are correct and complete.
Jeremy Clift, Editor-in-Chief

Les mauvaises nouvelles circulent vite

Rabah Arezki, Bertrand Candelon et Amadou N.R. Sy

Le déclassement de la dette publique peut se répercuter à travers les pays et marchés financiers

LA RÉCENTE crise de la dette souveraine européenne s'est concentrée sur quelques pays mais elle a eu des conséquences sur les marchés financiers de toute la zone euro. Après l'abaissement de la note de pays tels que la Grèce, l'Irlande, le Portugal ou l'Espagne, les écarts de taux sur la dette souveraine se sont accentués, le coût de l'assurance de la dette souveraine (mesuré par les marges des contrats sur risque de défaut, les CDS) a augmenté et les marchés boursiers bien au delà des pays directement touchés ont été sous pression (voir graphique).

Un débat s'est ainsi engagé sur le rôle des agences de notation en temps de crise et sur l'interdépendance des marchés financiers. On s'est intéressé en particulier aux changements de la notation des dettes souveraines, laquelle est censée mesurer le degré de solvabilité d'un État, et aux effets de contagion que ces changements peuvent avoir sur les autres pays ou marchés dans un environnement très intégré tel que la zone euro, composée de seize économies européennes.

Le resserrement des liens financiers entre les économies européennes ces dix dernières années offre des conditions exceptionnelles pour analyser les effets sur les marchés financiers des annonces relatives à la notation, même si cette question ne concerne pas uniquement l'Europe. Le débat actuel sur les agences de notation rappelle celui qui eut lieu lors de la crise financière asiatique de 1997-98 pendant laquelle les problèmes de dette souveraine se transmettaient d'une économie à l'autre.

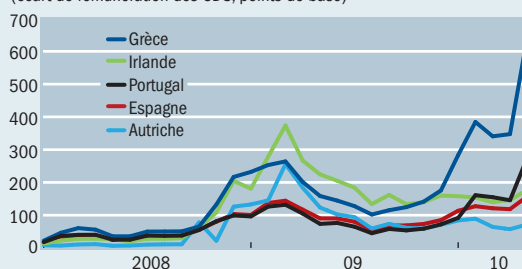
Il y a malheureusement très peu d'études sur la propagation des effets des annonces de notation. Gande et Parsley (2005) ont montré, à l'aide de données relatives aux écarts de rendement des obligations sur les marchés

émergents de 1991 à 2000, que la baisse de la note d'un pays a un impact négatif sensible sur les écarts de rendement des obligations souveraines d'autres pays. Sur les marchés financiers plus intégrés, la probabilité est grande que l'abaissement de la note des obligations d'un pays ait des effets au-delà des marchés obligataires. Des études récentes (par exemple Ehrmann, Fratzscher et Rigobon, 2010) sur la transmission des chocs d'un marché ou d'un pays à un autre mettent en évidence des effets de contagion internationale de grande ampleur tant à l'intérieur d'une même classe d'actifs que d'une classe à une autre, qui touchent par exemple les marchés monétaire, obligataire ou boursier et les taux de change.

Kaminsky et Schmukler (2002) avancent certains éléments montrant que les variations de la note et des perspectives d'endettement des États influent sur les marchés financiers des pays émergents. Ils constatent que la note attribuée aux États influence non seulement les instruments concernés, à savoir les obligations, mais aussi les actions.

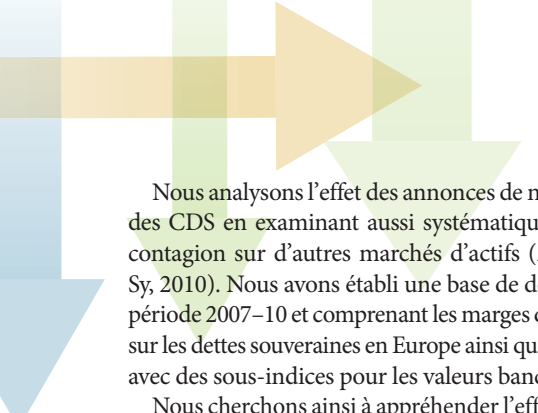
La peur se propage

Lorsque la note de la Grèce a été abaissée au début de l'année 2010, non seulement le coût de l'assurance de la dette grecque a augmenté, mais la dette de pays dont la note n'avait pas été abaissée a subi le même sort. (écart de rémunération des CDS, points de base)



Source : DataStream.

Note : Un contrat sur risque de défaut (credit default swap - CDS) est un contrat par lequel l'acheteur règle au vendeur l'équivalent d'une prime d'assurance, appelée marge, qui garantit le remboursement d'une dette donnée en cas de défaillance de l'emprunteur. Les CDS sont souvent achetés par les créanciers mais il n'est pas obligatoire que les parties au CDS soient impliquées dans la transaction sous-jacente. Un point de base est égal à 1/100^e de point de pourcentage.



Nous analysons l'effet des annonces de notation sur le marché des CDS en examinant aussi systématiquement les risques de contagion sur d'autres marchés d'actifs (Arezki, Candelon, et Sy, 2010). Nous avons établi une base de données portant sur la période 2007–10 et comprenant les marges quotidiennes des CDS sur les dettes souveraines en Europe ainsi que les indices boursiers, avec des sous-indices pour les valeurs bancaires et d'assurance.

Nous cherchons ainsi à appréhender l'effet des annonces faites par les agences de notation tout en tenant compte de l'interdépendance structurelle des marchés financiers, ce qui nous permet d'identifier les marchés et pays touchés par l'annonce de l'abaissement d'une note souveraine. De plus, nous pouvons isoler la propagation de l'effet de ces annonces sur diverses classes d'actifs dans différents pays, en neutralisant la propension des fortes fluctuations à être suivies de fluctuations similaires.

Notre principale conclusion est que l'abaissement de la note d'un pays a des répercussions non seulement sur son propre marché financier mais aussi sur ceux d'autres pays de la zone euro. La direction et l'ampleur de cet effet dépend de l'origine de l'information. Ainsi, l'abaissement de la note de la Grèce a touché systématiquement tous les pays de la zone euro, fait monter le coût de l'assurance des dettes souveraines, tel qu'indiqué par les marges des CDS, et exercé une pression sur les marchés boursiers même lorsque les notes des autres pays restaient inchangées. En revanche, l'abaissement de la note des pays d'Europe orientale n'a de conséquences que sur les pays de la zone euro avec lesquels ils ont des liens financiers.

La nature de l'interdépendance entre les performances du marché boursier et le coût de l'assurance contre le défaut de paiement (marges des CDS) varie d'un pays à l'autre. Cela semble indiquer que les annonces de notation peuvent influencer les économies de différentes manières et que les points d'entrée peuvent différer d'un pays à l'autre. Ainsi, en Espagne, l'augmentation des marges des CDS sur la dette souveraine a provoqué une chute de l'indice boursier, y compris les sous-indices bancaires et d'assurance. Mais les variations de l'indice boursier n'y ont pas provoqué de modification importante des marges des CDS sur la dette souveraine. À l'inverse, aux Pays-Bas, l'amélioration du marché boursier a provoqué une réduction des marges des CDS. En Italie, le lien est bidirectionnel : l'amélioration du marché boursier a provoqué une diminution des marges des CDS et l'augmentation de ces marges a eu un effet négatif sur les actions. L'interdépendance entre les marchés d'un même pays n'est pas partout la même, ce qui peut s'expliquer par les différences structurelles entre pays, y compris le poids du secteur public.

Le type d'information a aussi son importance. En règle générale, les agences de notations annoncent à l'avance leur intention de réviser une note. Ainsi, les trois principales, à savoir Fitch, Moody's et Standard & Poor's (S&P) ont toutes recours à une notification de « perspectives négatives » pour signaler le risque de révision à la baisse dans les deux années à venir (un an pour les produits spéculatifs). En moyenne, l'effet d'une révision à la baisse sur les marges des CDS est plus prononcé que celui d'une révision des perspectives (qui ne modifie pas la note mais annonce une modification possible à l'avenir).

Les marchés financiers sont peut-être myopes dans la mesure où ils se concentrent exclusivement sur les révisions à la baisse.

La révision à la baisse de la note d'un pays peut donner des informations sur d'autres pays, par exemple sur les liens financiers. Elle peut aussi inciter les acteurs d'un marché à réévaluer les fondamentaux d'autres pays aux caractéristiques similaires, comme les déficits budgétaires ou le taux d'endettement, ou déclencher un comportement grégaire. Les réactions moins uniformes aux révisions de perspectives sont peut-être liées aux agences de notation elles-mêmes : soit le marché ne comprend pas le message de l'agence lorsqu'elle donne son avis sur l'avenir, soit il n'accorde pas de valeur à cet avis et ne réagit donc pas.

L'explication est peut-être plus simple encore. Dans un système où l'investissement obéit à des règles strictes, les investisseurs détenteurs de titres de dette souveraine peuvent être contraints de vendre en cas de révision à la baisse de la note mais pas en cas de révision des perspectives. De même, une réglementation fondée sur la notation limite la liberté d'action de la Banque centrale européenne : elle doit refuser tout titre de dette dont la note vient d'être abaissée comme garantie d'un prêt à un établissement financier, mais elle peut l'accepter si seules les perspectives ont été révisées.

De plus, l'agence faisant l'annonce est plus importante encore que l'annonce elle-même. L'effet d'une révision des perspectives par S&P a plus de chances de se propager au-delà des frontières du pays concerné que celle des deux autres grandes agences. En revanche, une révision à la baisse des notes de Moody's et Fitch a plus d'effets au-delà des frontières que celle de S&P. Les marchés financiers réagissent différemment selon l'origine des annonces, peut-être pour des raisons de crédibilité. Cela peut également s'expliquer par les différentes stratégies de communication des agences.

L'observation de ces effets de contagion montre bien que les mauvaises nouvelles circulent vite mais que les modalités de propagation sont complexes. Les nouvelles peuvent se propager rapidement d'un pays à un autre ou d'un marché à un autre, avec des effets divers. La complexité des modes de transmission rend encore plus délicates la réglementation et la surveillance. Il est donc essentiel que les autorités de réglementation comprennent comment les mauvaises nouvelles circulent et ce qui en résulte. ■

Rabah Arezki et Amadou N.R. Sy sont respectivement économiste et chef de division adjoint à l'Institut du FMI. Bertrand Candelon est professeur d'économie monétaire internationale à l'université de Maastricht.

Bibliographie :

Arezki, Rabah, Bertrand Candelon, and Amadou Sy, 2010, "Sovereign Ratings News and Financial Markets Spillover" (unpublished; Maastricht, Netherlands: Maastricht University) and forthcoming IMF Working Paper.

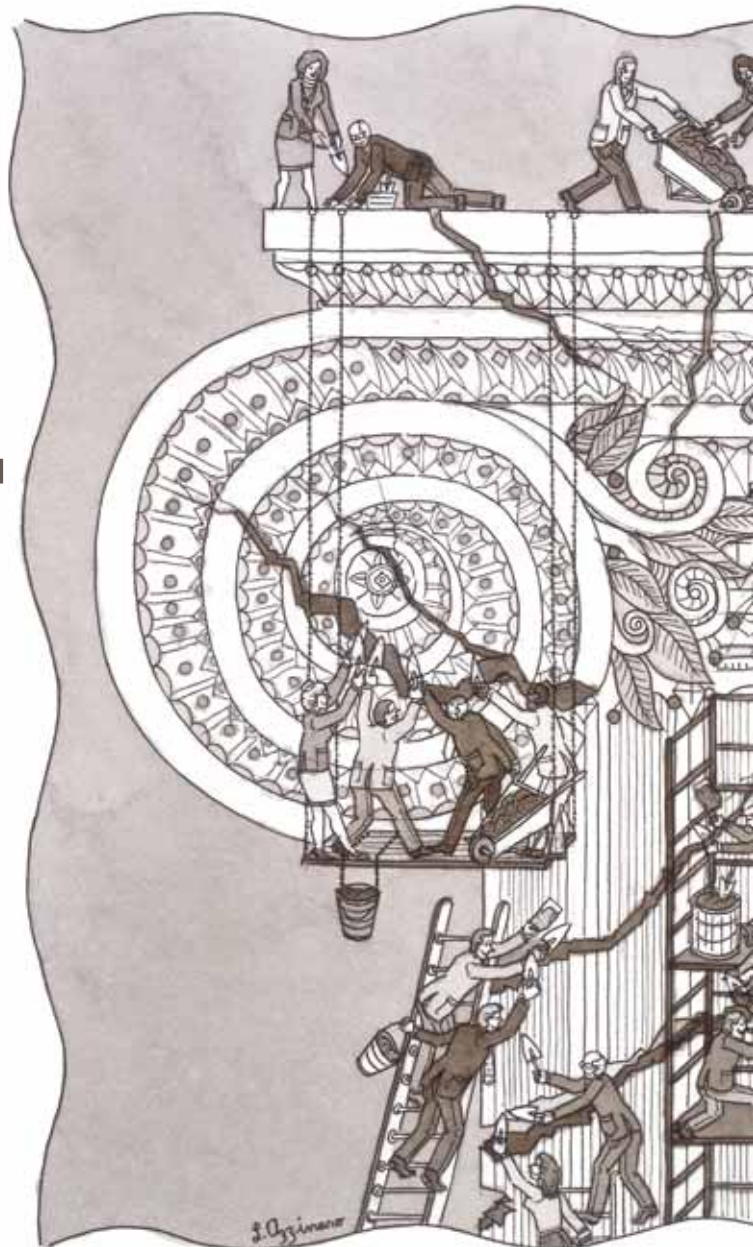
Ehrmann, Michael, Marcel Fratzscher, and Roberto Rigobon, 2010, "Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission," *Journal of Applied Econometrics*, doi: 10.1002/jae.1173.

Gande, Amar, and David Parsley, 2005, "News Spillovers in the Sovereign Debt Market," *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, No. 3, p. 691–734.

Kaminsky, Graciela, and Sergio Schmukler, 2002, "Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?" *World Bank Economic Review*, Vol. 16, No. 2, p. 171–95.

Un métier à risque

Les groupes bancaires mondiaux s'adapteront aux nouvelles règles internationales en matière de fonds propres et de liquidités, mais à quel coût pour les investisseurs et la sécurité du système financier?

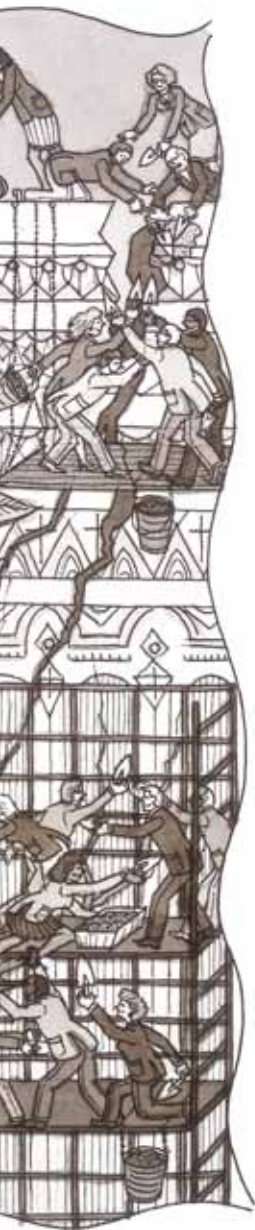


Inci Ötker-Robe et Ceyla Pazarbasioglu

LA CRISE financière a fait apparaître les risques considérables que posent les banques de grande taille, complexes et interconnectées, ainsi que les carences de leur réglementation et de leur contrôle. Ces vingt dernières années, les établissements financiers des pays avancés ont énormément grandi et pris une dimension mondiale. Beaucoup ont abandonné le modèle bancaire traditionnel (collecte de dépôts et octroi de prêts au niveau local) pour devenir des établissements financiers de grande taille et complexes (EFGC). Ces titans de la finance souscrivent des obligations et des actions, vendent des prêts et d'autres produits dérivés, et font de la *titrisation* et du négoce pour compte propre sur les marchés nationaux

et internationaux. Une faillite, comme celle de Lehman Brothers en 2008, peut entraîner un effondrement du prix des actifs et des remous sur les marchés financiers, et menacer le système financier dans son ensemble.

Les réformes bancaires internationales, dites de Bâle III, obligeront les banques à accroître la quantité et la qualité de leurs fonds propres et de leurs actifs liquides. L'impact de ces réformes variera selon les régions et selon les modèles bancaires : les exigences de fonds propres seront plus fortement relevées pour les banques qui investissent beaucoup, et les banques commerciales traditionnelles seront relativement moins concernées. Bâle III touchera surtout les banques européennes et nord-américaines.



Ces nouvelles règles auront une incidence sur les bilans et la rentabilité des EFGC. Les banques ajusteront leur stratégie pour respecter ces normes plus exigeantes et atténuer l'effet de cette nouvelle donne réglementaire sur leur rentabilité. Il faudra veiller à ce que ces nouvelles stratégies n'entraînent pas une nouvelle accumulation de risque systémique dans des secteurs moins ou non réglementés (fonds spéculatifs, fonds communs de placement à court terme ou structures de titrisation) ou dans des endroits où la réglementation est moins contraignante.

Durcissement des règles de fonds propres et de liquidités

Les nouvelles règles adoptées par les dirigeants du G20 en novembre 2010 prévoient notamment :

- Une augmentation et une amélioration de la qualité des fonds propres (principalement des actions ordinaires) qui permettraient d'absorber des pertes plus élevées en cas de crise;
- Une meilleure prise en compte des risques de marché et de contrepartie;
- Un ratio d'endettement pour éviter un endettement excessif, en plus des exigences de fonds propres;
- Un durcissement des normes de liquidité, avec notamment un matelas d'actifs liquides pour les problèmes de liquidités à court terme et une meilleure symétrie entre les échéances des actifs et des passifs;

D'après notre analyse d'un échantillon de 62 EFGC dans 20 pays couvrant trois modèles (banques commerciales, universelles et d'investissement), les banques d'investissement, qui tirent leur revenu principalement du négoce, du conseil et de la gestion d'actifs, enregistreront une

plus forte baisse de leur ratio de fonds propres réglementaires, car leurs activités de négoce et de titrisation leur font courir un risque de marché plus élevé (voir graphique 1).

Les activités sur produits dérivés, de négoce et de titrisation seront soumises à des exigences de fonds propres plus contraignantes dès la fin 2011, et leur coût augmentera. L'objectif est d'assurer une meilleure couverture des risques liés à ces activités.

Pour les banques universelles, qui fournissent entre autres des services de prêt, d'investissement et d'assurance, la pondération du risque lié à leurs activités de négoce augmentera et leurs fonds propres seront abaissés à cause de leur activité d'assurance et des intérêts minoritaires liés à des participations dans des filiales consolidées au sein d'un groupe bancaire.

Les banques commerciales traditionnelles, dont la source de revenu principale est l'activité de prêt (voir graphique 2) seront les moins touchées : leur activité est moins complexe et elles bénéficieront d'une période d'adaptation.

Au niveau régional, la nouvelle réglementation aura le plus d'incidence sur les banques européennes et nord-américaines, du fait de la forte concentration de banques universelles en

Europe et de l'impact d'une pondération plus forte du risque sur le négoce et la titrisation.

Orienter les activités des banques

Les activités de banque d'investissement seront aussi soumises à des réformes réglementaires au-delà des exigences de Bâle qui augmenteront leur besoin de fonds propres. La titrisation est soumise aux nouvelles règles comptables du Financial Accounting Standards Board américain, qui obligent les initiateurs à consolider certaines transactions titrisées dans les bilans des banques. De plus, la règle du taux de 5 % de rétention du risque pour toute opération de titrisation (avec, par exemple, le Dodd-Frank Act récemment adopté aux États-Unis) forcera les initiateurs à conserver une partie du risque. Conjuguées à la hausse des pondérations du risque au titre de Bâle III, ces réformes devraient limiter l'attractivité et la rentabilité de la titrisation.

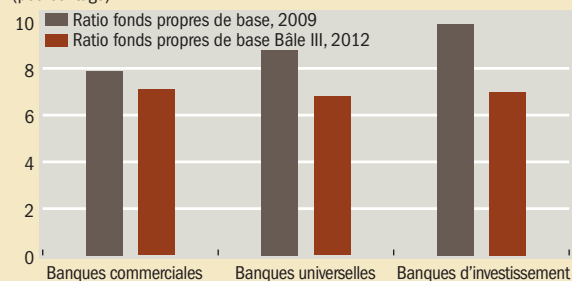
De même, les *dérivés* seront touchés par les propositions du Conseil de stabilité financière sur la négociation en bourse et la compensation de contrepartie centrale des dérivés de gré à gré, sans oublier des initiatives nationales : aux États-Unis, les banques devront déplacer certaines activités sur produits dérivés vers des

Graphique 1

Le coût du risque

La réduction des ratios de fonds propres de base touchera surtout les banques d'investissement.

(pourcentage)



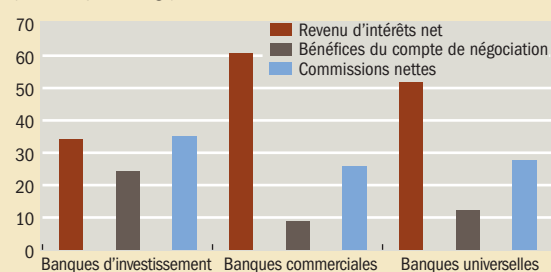
Sources : Rapports d'entreprises; base de données Fitch; et estimations des auteurs à partir d'un échantillon de EFGC.

Graphique 2

Gagner de l'argent

Le revenu d'intérêts constitue la principale source de revenu des banques, surtout des banques commerciales.

(fin 2009, pourcentage)



Sources : Rapports d'entreprises; base de données Fitch; et estimations des auteurs à partir d'un échantillon de EFGC.

filiales non bancaires capitalisées séparément. Ces nouvelles règles concerneront les banques d'investissement et les banques traditionnelles qui sont les plus actives dans les dérivés, tout en essayant de limiter, à l'aide de différentes exemptions, les effets négatifs sur les transactions légitimes, comme celles de couverture.

Le coût et la rentabilité du *négoce*, qui a gonflé le revenu des banques d'investissement en 2009, sont aussi touchés par la hausse des pondérations des risques pour le portefeuille de négociation, ainsi que par diverses propositions nationales et mondiales et par les réformes de l'infrastructure de marché qui règlemente le négoce de dérivés de gré à gré.

Bâle III concerne également les banques universelles. Les groupes bancaires qui combinent les activités de *banque commerciale et de banque d'investissement* seront touchés par les réformes visant les activités d'investissement ou les établissements systématiquement importants, y compris celles qui proposent de faire éclater certaines banques ou d'interdire certaines activités. Limiter ces activités n'est peut-être pas coûteux d'un point de vue économique, mais restreindre la capacité des banques à bénéficier de la diversification et à compenser des activités à faible marge par un revenu d'investissement pourrait réduire leur capacité à générer des bénéfices non distribués, qui renforcent les fonds propres et permettent de mieux résister aux chocs économiques.

Une abondance de règles

Les groupes qui font de la banque et de l'assurance, selon le modèle européen de *bancassurance*, subiront les effets combinés de Bâle III et de Solvabilité II, une mise à jour de règles s'appliquant aux compagnies d'assurances de l'Union européenne qui devrait entrer en vigueur fin 2012. Ces règles devraient limiter les avantages en matière de fonds propres liés à ce modèle, conséquence voulue des réformes de Bâle. La comptabilisation partielle des participations aux compagnies d'assurance dans les actions ordinaires pourrait contribuer à atténuer les conséquences sur le secteur réel pour les systèmes bancaires qui reposent dans une large mesure sur le modèle de *bancassurance*.

Les banques à dimension mondiale exerçant divers métiers risquent aussi d'être touchées par les réformes structurelles nationales qui sont proposées, y compris l'élimination des transferts entre sociétés d'un même groupe («stand-alone subsidiarization», SAS) et les plans de redressement et de règlement pour les grandes banques qui précisent comment mettre fin sans risque aux activités de l'établissement en cas de faillite. Ces réformes, qui encouragent la simplification et l'allègement des structures d'entreprise, pourraient limiter les avantages de groupes exerçant différents métiers sur le plan de la diversification. Elles ont pour principal objectif de faciliter le redressement de grands groupes bancaires et d'en réduire le coût en compartimentant les risques et en renforçant la résistance des entités d'un groupe aux chocs. En mettant en place des pare-feux entre les entités d'un groupe bancaire, la SAS peut nuire à la capacité du groupe à gérer ses liquidités et ses fonds propres, ainsi qu'à maintenir une structure diversifiée. L'impact pourrait être plus prononcé pour les banques ayant un modèle centralisé que pour celles qui sont décentralisées ou axées sur le métier de banque de détail.

S'adapter pour survivre

L'effet combiné de ces réformes dépendra donc de la manière dont les établissements financiers réagiront aux coûts supplémentaires qui en découleront — en diminuant leurs actifs, en se repositionnant au niveau des métiers, en répercutant les coûts sur la clientèle par la modification des marges et des écarts, ou en restructurant leurs charges et en réduisant les dividendes versés aux actionnaires.

En fin de compte, l'impact des réformes sur les EFGC dépendra de la souplesse de leur modèle d'entreprise et de leur ajustement face aux changements. Les banques d'investissement pourraient restructurer leurs activités de manière à atténuer les effets des réformes de la réglementation. Leur structure bilancielle étant flexible, elles pourraient se concentrer sur les segments les plus rentables pour générer des flux de trésorerie et des résultats robustes, acheter ou vendre des actifs relativement facilement, faire évoluer rapidement leurs opérations, et gérer leurs fonds propres en réduisant leurs actifs et en recomposant leurs portefeuilles au détriment des actifs les plus capitalistiques.

Ces ajustements pourraient toutefois avoir des conséquences involontaires et accroître le risque systémique. Les activités à risque devenant plus coûteuses (par exemple, les produits dérivés et le négoce, certains types de titrisation et les prêts à des emprunteurs à haut risque), elles pourraient glisser vers le secteur bancaire parallèle, moins réglementé. Pour autant, le risque pesant sur le système financier pourrait subsister, étant donné les liens existant entre banques et non-banques en matière de financement et de propriété.

Le contrôle peut certes contribuer à limiter cette vulnérabilité, mais sans doute seulement dans une certaine mesure si le champ de la réglementation n'est pas étendu. En outre, faute d'une application coordonnée de ces nouvelles règles au niveau mondial, certaines entreprises pourraient être encouragées à s'installer là où la réglementation est moins contraignante afin d'en réduire au minimum les coûts. Cela pourrait compliquer le suivi et la gestion du risque systémique.

Il convient de mettre en place des garde-fous pour atténuer les conséquences involontaires des nouvelles règles et réduire au minimum le risque que les banques ne puissent pas soutenir la reprise économique. Les autorités de contrôle doivent tout comprendre les modèles des banques et renforcer leur surveillance pour suivre et limiter toute prise de risque excessive. En parallèle, il convient aussi de renforcer l'infrastructure de marché et la gestion du risque dans les établissements financiers. Étant donné la dimension mondiale de bon nombre de ces établissements, les autorités nationales et les organes normalisateurs doivent coordonner les politiques et leur mise en œuvre. ■

Inci Ötker-Robe et Ceyla Pazarbasioglu sont respectivement un chef de division et une sous-directrice au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Cet article s'inspire de la Note de synthèse des services du FMI 10/16, «Impact of Regulatory Reforms on Large and Complex Financial Institutions», de Inci Ötker-Robe et Ceyla Pazarbasioglu, avec la collaboration de Alberto Buffa di Perrero, Silvia Iorgova, Turgut Kışımbay, Vanessa Le Leslé, Fabiana Melo, Jiri Podpiera, Noel Sacasa et André Santos.



Question de confiance

Marc Quintyn et Geneviève Verdier

LA RÉCENTE crise financière est partie de pays dont le système financier était particulièrement développé, et cela soulève des questions sur les avantages de tels systèmes. Pourtant on continue de s'accorder sur le point que le développement financier — la création d'un système qui assure une intermédiation efficace entre l'épargne et l'investissement en passant par la banque, l'assurance et les marchés d'actions et d'obligations — contribue à améliorer la croissance et le niveau de vie.

Pour bénéficier de marchés financiers approfondis et actifs, beaucoup de pays ont libéralisé leur système, espérant stimuler ainsi le développement de ce secteur. Les pays industrialisés ont été les premiers à se lancer dans les réformes pendant les années 70, suivis par de nombreuses économies à revenu moyen et faible. Toutefois, ces efforts ont eu des résultats inégaux : la libéralisation a certes facilité le développement financier dans de nombreux pays, mais le plus souvent le système est resté faible

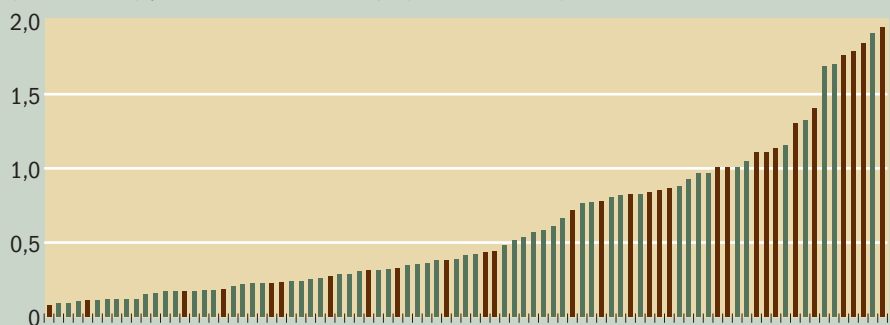
et sous-développé, si l'on en juge par la plupart des critères de comparaison. Dans certains cas même, une poussée à court terme du développement financier a déclenché une grave crise dans ce secteur après la libéralisation. La diversité de ces résultats (voir graphique) incite depuis des décennies les économistes à chercher quelles sont les politiques et les structures institutionnelles les plus favorables au développement financier.

La confiance dans le gouvernement est la clé du développement financier

L'approfondissement des marchés financiers

Le degré de développement financier, mesuré par le montant du crédit disponible dans l'économie, varie beaucoup selon les pays.

(différences entre pays dans le ratio crédit au secteur privé/PIB, chiffres de 2005)



Source : Calculs des auteurs fondés sur les *Indicateurs du développement dans le monde* de la Banque Mondiale.

Note : Chaque barre représente un pays; les barres rouges représentent les pays qui ont connu un épisode d'accélération ayant duré 10 ans ou plus.

Nous avons constaté que la libéralisation est une condition nécessaire mais non suffisante du développement financier (Quintyn et Verdier, 2010). Nos recherches arrivent à la conclusion que le développement du secteur dépend non seulement de l'environnement macroéconomique, de l'orientation de la politique et de principes comme le droit de propriété et le respect des contrats, mais surtout de la qualité du système politique qui fait appliquer ces principes. Les institutions qui encadrent l'action des dirigeants politiques garantissent aux épargnants, investisseurs et emprunteurs que leur droit de propriété sera protégé.

De la répression à la libéralisation

Les tentatives faites après la Seconde Guerre mondiale pour utiliser le système financier comme moteur de la croissance économique se caractérisaient par une intervention directe de l'État visant à canaliser les fonds vers les secteurs considérés comme essentiels au développement. Cette stratégie, populaire dans les pays à revenu faible ou moyen, a même été employée dans une certaine mesure par plusieurs économies avancées. Sous sa forme extrême, elle s'appuyait sur les banques publiques et toute une série de contrôles administratifs sur les établissements

Les institutions qui encadrent l'action des dirigeants politiques garantissent aux épargnants, investisseurs et emprunteurs que leur droit de propriété sera protégé.

financiers (réglementation des taux d'intérêt, plafonnement du crédit, orientation du crédit et limitation stricte de l'entrée dans le secteur). Or, loin de donner les résultats attendus en matière de croissance et de développement, elle a eu des effets négatifs, notamment une allocation suboptimale du capital et une corruption généralisée; de plus elle a découragé l'épargne.

Cette stratégie, baptisée «*répression financière*» par des auteurs comme McKinnon (1973) et Shaw (1973), a été progressivement abandonnée au début des années 70. Elle a été remplacée par la *libéralisation financière* : élimination des contrôles administratifs sur les établissements (y compris sur les taux d'intérêt); privatisation des banques publiques et augmentation du nombre d'établissements agréés; entrée de banques étrangères dans le secteur domestique et (plus tard au cours du processus) ouverture du compte de capital. Le but ultime de ces mesures était de mettre en place un système financier concurrentiel capable d'allouer les ressources à l'économie sur la base du risque et du rendement. Cette libéralisation nécessitait une nouvelle approche du contrôle prudentiel afin de garantir que la gestion du risque par les établissements financiers reposât sur une base solide.

Beaucoup de pays se sont depuis lancés dans ce type de libéralisation avec des résultats contrastés. En fait, l'écart entre les pays ayant un système financier développé, quand on le mesure par le crédit bancaire au secteur privé en pourcentage du produit intérieur brut (PIB), critère communément utilisé

du développement financier, et les «*traînard*s», n'a fait qu'augmenter depuis les années 90. Pour mieux montrer le rôle des banques comme intermédiaires des ressources financières, nous préférons utiliser le crédit au secteur privé plutôt que d'autres critères, comme le ratio dépôts bancaires/PIB. Certes, le crédit au secteur privé ne prend pas en compte d'autres éléments du développement du secteur comme la qualité des services financiers ou l'essor du marché boursier. Toutefois, comme la plupart des systèmes financiers sont dominés par les banques et comme les données sur le crédit au secteur privé sont aisément disponibles pour une large gamme d'économies, nous avons choisi cette variable qui à notre avis reflète bien les grandes évolutions dans la plupart des pays.

Les promesses doivent être tenues

Pour expliquer ces résultats décevants, certaines recherches privilégient le système juridique parmi tous les autres facteurs institutionnels qui jouent un rôle crucial dans le développement financier. Par exemple, la *common law* favorise le développement financier parce qu'elle protège mieux les individus contre l'État que les autres traditions juridiques (La Porta *et al.*, 1998).

D'autres chercheurs ont étudié dans quelle mesure les pays protègent *efficacement* les droits de propriété (Acemoglu et Johnson, 2005). Toute transaction financière implique la promesse d'un remboursement futur. Les agents économiques s'engagent volontairement dans des transactions financières si cette promesse s'appuie sur un système crédible d'exécution de la loi, c'est-à-dire si leur droit de propriété est vraiment protégé. Donc, selon cet argument, il n'y a développement financier soutenu que si toutes les parties impliquées estiment que les promesses seront tenues.

Cette constatation, bien qu'importante, soulève la question de savoir à qui incombe la protection *efficace* des droits de propriété. Plusieurs auteurs affirment que les institutions politiques jouent un rôle déterminant : fondamentalement, seuls les pouvoirs publics peuvent garantir que la protection n'est pas seulement inscrite dans la loi, mais effectivement appliquée. Les agents économiques doivent être certains que le système politique incitera les dirigeants à faire respecter les droits de propriété. Pour que le développement financier soit vraiment assuré, il faut que le gouvernement soit suffisamment puissant pour protéger ces droits et prêt à réfréner son propre pouvoir pour empêcher les abus (Haber, North et Weingast, 2008; Keefer, 2008). Cet équilibre délicat repose sur l'acceptation par les acteurs politiques d'un système de freins et de contrepoids. La confiance dans le gouvernement se traduira ainsi par une intensification de l'activité financière. Selon cette thèse, la qualité des institutions politiques est le principal déterminant du développement financier. Nous avons d'ailleurs constaté que la plupart des épisodes durables d'approfondissement ont eu lieu dans des pays qui possédaient des institutions politiques stables et de haute qualité.

L'accélération du développement financier

Pour tester cette hypothèse, nous avons analysé l'évolution du ratio crédit au secteur privé/PIB pour un échantillon de 160 pays à revenu élevé, moyen et faible en 1960–2005 et identifié 209 périodes de développement financier accéléré — défini

comme une croissance annuelle du crédit au secteur privé en pourcentage du PIB dépassant 2 % pendant au moins cinq ans. Nous avons appliqué une moyenne mobile centrée sur trois ans qui nous permet d'éviter les «accidents» ou les changements aléatoires sur un an.

La durée des épisodes d'accélération va de 5 ans (minimum imposé) à 22 ans. Partant des critères établis dans les études antérieures, nous avons divisé les épisodes d'accélération en périodes courtes (de 5 à 10 ans) et longues et soutenues (plus de 10 ans). Sur les 209 épisodes, seuls 48 — un peu plus d'un cinquième — étaient longs. La plupart des pays qui ont aujourd'hui des systèmes financiers très développés ont connu une accélération soutenue à un certain moment pendant les cinquante dernières années. Cela n'est pourtant pas en soi une garantie de succès; plusieurs pays ont connu des rechutes.

Pour tester notre hypothèse concernant les institutions politiques, nous avons comparé les conditions économiques et institutionnelles au début des périodes d'accélération courtes et longues. Nous avons examiné si, et comment, un ensemble donné de facteurs — variables macroéconomiques, libéralisation financière et types d'institutions politiques — influent sur l'accélération. Les variables macroéconomiques sont la croissance du PIB et l'inflation. La libéralisation financière est exprimée par un indice. La qualité des institutions est représentée par un indice d'organisation politique (Projet Polity IV) qui va de -10 (régime autocratique) à +10 (régime démocratique).

Nous constatons que les déterminants de l'accélération financière varient selon la durée des épisodes. Des conditions macroéconomiques favorables augmentent la probabilité de tous les types d'accélération. La libéralisation financière exerce le même effet. Quand un pays prend des mesures pour libéraliser son système financier, cela influe de façon importante sur la probabilité de tous les types d'accélération.

La variable la plus déterminante est celle des institutions politiques. Nos résultats appuient fortement l'idée que ces institutions jouent un rôle essentiel, et que donc les pays ayant un système de freins et de contrepoids — à savoir les régimes démocratiques — ont plus de chances de connaître un développement financier soutenu. En revanche, nous constatons que cette variable a un effet significatif et négatif sur la probabilité d'une courte période

d'accélération, ce qui amène à penser que les pays ayant un système à fort contenu démocratique risquent moins de connaître un développement financier éphémère.

Pour rechercher l'influence de la stabilité politique sur le développement financier, nous avons aussi considéré l'effet de la durabilité (durée en années) du régime politique. Les résultats montrent que la durabilité des régimes démocratiques, qui conjuguent stabilité et qualité des institutions politiques, augmente beaucoup la probabilité d'une période soutenue de développement financier.

Un terrain fertile

Nous constatons que les pays ayant des institutions politiques faibles risquent davantage de subir une poussée temporaire du développement financier. En revanche, les pays dont les institutions comportent des freins et contrepoids ont plus de chances de connaître un véritable approfondissement financier durable après la libéralisation. Les régimes démocratiques durables — ceux qui conjuguent stabilité, qualité des institutions et soumission des dirigeants à un système de freins et de contrepoids — fournissent le terrain le plus fertile pour l'approfondissement financier.

La libéralisation est un puissant moteur d'accélération financière, mais elle ne suffit pas pour un approfondissement soutenu du secteur. Cela nécessite des mesures de libéralisation financière appuyées par un environnement politique qui inspire la confiance, la conviction que les promesses financières seront tenues et que le gouvernement fera respecter les droits de propriété. Cette confiance se fonde sur la qualité des institutions politiques et leur durabilité. ■

Marc Quintyn est chef de division à l'Institut du FMI et Geneviève Verdier est économiste au Département Afrique du FMI.

Bibliographie :

Acemoglu, Daron, and Simon Johnson, 2005, "Unbundling Institutions," *Journal of Political Economy*, Vol. 113, No. 5, p. 949-95.

Haber, Stephen, Douglass North, and Barry Weingast, 2008, "Political Institutions and Financial Development," in *Political Institutions and Financial Development*, ed. by Stephen Haber, Douglass North, and Barry Weingast (Stanford, California: Stanford University Press), p. 1-9.

Keefer, Philip, 2008, "Beyond Legal Origin and Checks and Balances: Political Credibility, Citizen Information, and Financial Sector Development," in *Political Institutions and Financial Development*, ed. by Stephen Haber, Douglass North, and Barry Weingast (Stanford, California: Stanford University Press), p. 125-55.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1998, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, p. 1113-55.

McKinnon, Ronald I., 1973, *Money and Capital in Economic Development* (Washington: Brookings Institution).

Polity IV Project, available at www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm

Quintyn, Marc, and Geneviève Verdier, 2010, "Mother, Can I Trust the Government? Sustained Financial Deepening—A Political Institutions View," *IMF Working Paper 10/210* (Washington: International Monetary Fund).

Shaw, Edward S., 1973, *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press).

Quel accélérateur?

Les déterminants varient selon la longueur de la période d'accélération.

| | Accélération durant de 5 à 10 ans | Accélération durant plus de 10 ans |
|-------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|
| Macroéconomiques | | |
| Croissance économique réelle | + | + |
| Financiers | | |
| Libéralisation financière | + | + |
| Contrôle bancaire | - | + |
| Politiques | | |
| Organisation institutionnelle | - | + |
| Démocratie durable | - | + |
| Autocratie durable | + | - |
| Autres | | |
| Ratio crédit/PIB | - | - |
| PIB par habitant | + | + |

Source : calculs des auteurs.
Note : Un signe plus (moins) indique une corrélation positive (négative) entre la variable et l'accélération financière.

Bon pour la croissance?

La diffusion des banques islamiques peut stimuler le développement dans les pays à forte population musulmane

Patrick Imam et Kangni Kpodar

DANS les pays islamiques, en grande partie pauvres et peu développés, des pans entiers de la population musulmane n'ont pas accès à des services bancaires adaptés — bien souvent parce que les musulmans fervents hésitent à confier leur épargne à un système financier traditionnel qui va à l'encontre de leurs principes religieux (voir encadré). Les banques islamiques cherchent à fournir des services financiers d'une manière qui soit compatible avec les préceptes de l'Islam et, si elles parviennent à exploiter le potentiel de cette clientèle musulmane, cela pourrait accélérer le développement économique de ces pays.

Selon certaines indications, il existe une étroite corrélation entre le développement du secteur financier et la croissance. Les pays dont le secteur financier offre une grande variété de services, dont des services bancaires et d'assurance, connaissent en général une croissance plus rapide. Les banques, islamiques ou autres, jouent un rôle économique fondamental en servant d'intermédiaires financiers et de facilitateurs des paiements (King et Levine, 1993). Elles aident aussi à stimuler l'épargne et à affecter les ressources efficacement.

À l'échelle mondiale, les actifs des banques islamiques ont connu une croissance à deux chiffres au cours des dix dernières années et, dans les pays islamiques et les pays à forte population musulmane, la banque islamique offre une solution de plus en plus visible face aux banques conventionnelles. Nous examinons l'origine de l'expansion des banques islamiques ainsi que les moyens d'en assurer la croissance continue.

La montée de la banque islamique

Il y a quarante ans, la filière bancaire islamique fut créée, à une échelle modeste, pour combler un manque dans un système bancaire qui n'était pas à l'écoute des croyants fervents. Deux événements essentiels ont permis son développement. Tout d'abord, l'apparition dans des villages ruraux en Égypte au début des années 60 d'établissements de microcrédit qui suivaient les préceptes de l'Islam a démontré qu'un système bancaire islamique était possible. Ces expériences se sont développées et se sont étendues à l'Indonésie, la Malaisie et l'Afrique subsaharienne.

Ensuite, après la création en 1975 de la Banque Islamique de Développement à Djedda en Arabie



Un guichet de la banque islamique de Dubaï.

Saoudite, un soutien venant des plus hautes sphères a continué de stimuler la diffusion de la finance islamique en centralisant les compétences. À ses débuts, ce système a exigé un gros travail d'interprétation de la Charia par les spécialistes de l'Islam. Dans les premières années, les outils fondamentaux de mise en œuvre, tels que des législations permettant la création de ce type de banque ou la formation des employés, furent essentiels pour la diffusion de la banque islamique. Ces dernières années, les innovations furent rapides, surtout pour améliorer la réglementation de la gestion des liquidités et les règles comptables.

De même, le développement des *soukouk* (obligations islamiques) a révolutionné la filière depuis quelques années : l'Islam interdit les obligations traditionnelles rémunérées à taux fixe. En maîtrisant des techniques d'ingénierie financière sophistiquées, les *soukouk* constituent maintenant un secteur de plusieurs milliards de dollars.

Les hausses du pétrole depuis l'an 2000 ont aussi servi de catalyseur en entraînant un transfert massif de ressources vers les grands pays producteurs de pétrole, qui sont plus enclins à

Les caractéristiques de la banque islamique

Les banques islamiques servent des clients musulmans mais ce ne sont pas des institutions religieuses. Elles cherchent à maximiser leurs bénéfices en servant d'intermédiaires entre les épargnants et les investisseurs, tout en offrant des services de garde et autres services bancaires traditionnels. Les contraintes qui s'imposent à elles sont cependant différentes et sont fondées sur la Charia. Quatre caractéristiques sont uniques dans la finance islamique.

- **Interdiction des intérêts (*riba*)** : c'est la différence principale entre les banques islamiques et les banques traditionnelles. L'Islam interdit le *riba* au motif que l'intérêt est une forme d'exploitation, incompatible avec la notion d'équité.

- **Interdiction des jeux de hasard (*maysir*) et des activités fondées sur le hasard (*gharar*)** : la pratique bancaire islamique prohibe la spéculation — le fait de s'enrichir grâce au hasard plutôt qu'à des efforts productifs. Le *maysir* fait référence à une incertitude évitable; par exemple, le fait de jouer au casino. Un exemple de *gharar* est le fait de se lancer dans une entreprise sans disposer d'informations suffisantes.

- **Interdiction des activités prohibées (*haram*)** : les banques islamiques ne peuvent financer que les activités autorisées (*halal*). Elles ne sont pas censées prêter aux entreprises ou aux individus se livrant à des activités qui sont jugées néfastes pour la société (par exemple, le jeu) ou interdites par la loi islamique (par exemple, le financement de la construction d'une usine de boissons alcoolisées).

- **Versement d'une part des bénéfices de la banque au profit de la société (*zakat*)** : les musulmans croient dans la justice et l'égalité des chances (et non des résultats), ce qui suppose, entre autres, de garantir un niveau de vie minimum aux pauvres en redistribuant les revenus. La *zakat* est l'un des cinq piliers de l'Islam.



adopter le système de la banque islamique. Ces dix dernières années, la croissance moyenne des actifs de la filière bancaire islamique a été de 15 % par an et plus de 300 établissements islamiques revendiquent des actifs totaux de plusieurs centaines de milliards de dollars. Les deux tiers des banques islamiques se situent au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, le reste se trouvant surtout en Asie du Sud-Est et en Afrique subsaharienne. Mais, même dans les pays où il existe de nombreuses banques islamiques, celles-ci sont éclipsées par les banques classiques.

La banque islamique et le développement

L'essor des banques islamiques a contribué au développement économique de deux façons principales. L'un des avantages essentiels est une *intermédiation financière accrue*. Dans les pays et les régions islamiques, des pans entiers de la population n'ont pas recours aux banques. Cette «sous-bancarisation» signifie que l'épargne n'est pas utilisée aussi efficacement qu'elle pourrait l'être.

En outre, puisque le système de la banque islamique nécessite que le risque de défaillance soit partagé entre les emprunteurs et les prêteurs, il comporte un *mécanisme d'absorption des chocs* qui est essentiel dans les pays en développement. Ces pays sont souvent de grands producteurs peu diversifiés de produits de base (surtout de pétrole), soumis à des cycles d'expansion et de contraction et aux vicissitudes des fluctuations des prix des exportations et des importations. La plupart d'entre eux ont un taux de change fixe ou fortement administré, ce qui empêche ce dernier d'absorber les chocs. Un mécanisme permettant de partager les risques économiques en échange d'une participation aux avantages satisfait à l'un des principes essentiels de l'Islam, à savoir la justice sociale.

Comment se diffuse le système de la banque islamique

La finance islamique va probablement continuer à se développer, car une grande partie des musulmans du monde (1,6 milliard) sont sous-bancarisés; en comprenant comment le système de la finance islamique se propage, on pourra mieux orienter les recommandations de politique économique. Dans ce but, nous avons estimé les facteurs à l'origine de la diffusion de ce système dans le monde, au moyen d'un échantillon de 117 pays sur la période 1992–2006. Nous cherchons aussi à voir s'il remplace ou vient compléter les banques traditionnelles.

Sans surprise, nous concluons que la probabilité que la banque islamique soit plus importante dans un pays donné s'accroît en fonction de la proportion de musulmans dans la population, du revenu par habitant, du cours du pétrole et de la stabilité macroéconomique.

Les taux d'intérêt ont un effet négatif sur la diffusion des banques islamiques, car ils représentent une référence implicite pour ces banques. Des taux d'intérêt élevés empêchent la finance islamique de se développer en augmentant le coût d'opportunité qu'il y a, pour les personnes les moins pieuses, à placer leur épargne dans les banques islamiques.

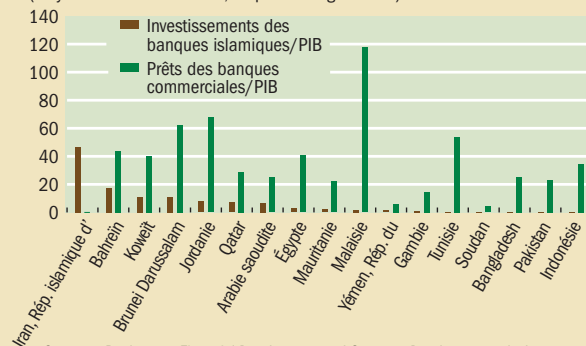
Nous n'avions, cependant, pas anticipé certains résultats. Premièrement, les banques islamiques se diffusent plus rapidement dans les pays dont le système bancaire est déjà bien établi.

Deuxièmement, la qualité des institutions dans un pays, comme la primauté du droit ou la qualité de la bureaucratie, n'est statistiquement pas significative quand il s'agit d'expliquer

Banques islamiques et banques traditionnelles

Dans la région du Golfe, les banques islamiques sont relativement importantes par rapport aux autres banques.

(moyenne de 1992 à 2006, en pourcentage du PIB)



Sources : Bankscope, Financial Development and Structure Database; et calculs des auteurs.

la diffusion de la banque islamique. Puisque c'est la Charia qui guide la finance islamique, elle semble majoritairement protégée contre les déficiences institutionnelles, car les litiges peuvent se résoudre grâce au droit islamique.

Troisièmement, les attentats du 11 septembre 2001 contre les États-Unis n'ont pas été un facteur important dans la diffusion de la banque islamique. Ces événements ont simplement coïncidé avec la hausse des cours du pétrole, qui semble être le véritable moteur du système de la banque islamique.

Conséquences pour la politique économique

Ces dix dernières années, la banque islamique est passée du statut de marché de niche à celui de secteur ordinaire et elle a probablement aidé à promouvoir la croissance dans le monde islamique en intégrant des personnes sous-bancarisées dans le système financier et en permettant de partager les risques dans des régions sujettes à des chocs importants.

Bien que nos résultats ne fassent pas ressortir le besoin de réformer les institutions, des changements de politique économique peuvent toutefois stimuler la propagation de la banque islamique. En développant l'intégration régionale par le biais d'accords de libre-échange, en maintenant une conjoncture macroéconomique stable pour permettre de conserver des taux d'intérêt bas et en augmentant le revenu par habitant grâce à des réformes structurelles, cette expansion pourra se poursuivre. La progression de la banque islamique n'est cependant pas une panacée, ce n'est qu'un élément parmi les nombreux autres qui sont nécessaires pour entretenir la croissance et le développement. ■

Patrick Imam est économiste au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI et Kangni Kpodar est économiste au Département Afrique du FMI.

Cet article est basé sur l'étude 10/195 du FMI intitulée «Islamic Banking: How Has It Diffused?» et réalisée par les auteurs.

Bibliographie :

King, Robert G., and Ross Levine, 1993, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, p. 717–38.

Mise à l'épreuve

Les banques islamiques ont mieux résisté à la crise que les banques classiques

Maher Hasan et Jemma Dridi



File d'attente à un distributeur de billets à Rabat.

LA CRISE financière a suscité un regain d'intérêt pour le rapport entre le système bancaire islamique et la stabilité financière, et plus précisément la résilience de cette filière en temps de crise. Certains considèrent que les banques islamiques sont restées à l'abri de la crise parce qu'elles n'étaient pas exposées aux types de prêts et de titres qui ont causé les pertes des banques classiques (la finance islamique reposant sur le nantissement d'actif et le partage du risque). D'autres assurent que les banques islamiques ont eu recours à l'endettement et ont pris des risques importants, au même titre que les autres banques, ce qui les a rendues vulnérables aux «effets secondaires» de la crise financière.

Nous avons étudié les résultats effectifs des banques islamiques et ceux des banques classiques dans des pays où ces deux types d'établissement se côtoient avec des parts de marché significatives, en tentant de répondre à trois grandes questions : les banques islamiques ont-elles traversé la crise différemment des banques classiques? Dans l'affirmative, pourquoi? Et quelles difficultés la crise a-t-elle mis en évidence pour les banques islamiques?

A l'aide de données bancaires des années 2007-10 provenant d'environ 120 banques islamiques et classiques dans huit pays (Arabie Saoudite, Bahreïn, Émirats Arabes Unis (E.A.U), Jordanie, Koweït, Malaisie, Qatar et Turquie), nous avons suivi l'évolution de quatre indicateurs clés : rentabilité, prêts bancaires, actifs bancaires et notation externe des banques.

Modèle bancaire islamique

La finance islamique s'appuie sur la notion de *justice*, laquelle est assurée principalement par le partage du risque. Les différents acteurs sont censés partager leurs bénéfices et leurs pertes. Ainsi, la facturation d'intérêts est interdite.

Contrairement à l'intermédiation classique, qui repose essentiellement sur l'endettement et permet un *transfert du risque*, l'intermédiation islamique repose sur le *nantissement d'actif* et sur le *partage du risque* (voir le tableau). Autrement dit, pour les banques islamiques, les placements se structurent autour de l'échange ou de l'appropriation d'un *actif*, de sorte que ces dernières sont plus proches de l'économie réelle que les banques classiques, qui peuvent créer des produits principalement notionnels ou virtuels.

Pendant la période d'essor de 2005 à 2007, la rentabilité des banques islamiques dépassait largement celle des banques classiques. Sur cette période, la croissance du PIB réel des pays de notre échantillon a été de 7,5 % par an en moyenne, avant de chuter à 1,5 % en 2008-09. Si cette meilleure rentabilité était le résultat d'une plus forte prise de risque, il serait logique que la rentabilité des banques islamiques se soit dégradée davantage pendant la crise (dont notre étude situe le commencement fin 2007).

Certaines caractéristiques du modèle économique des banques islamiques ont permis d'atténuer la baisse de rentabilité de ce groupe de banques en 2008. En particulier, l'importance moindre des portefeuilles d'investissements, un endettement inférieur et le respect des principes de la *Charia* (le droit islamique) — qui empêche les banques islamiques de financer ou d'investir dans le type d'instruments (obligations structurées adossées à des emprunts, les CDO, ou swaps de défauts, les CDS) dont ont souffert les banques classiques — ont contribué aux meilleurs résultats des banques islamiques en 2008.

En revanche, en 2009, des carences dans la gestion du risque de certaines banques islamiques ont entraîné une baisse de la rentabilité plus marquée que dans les banques classiques. La piètre performance de 2009 dans certains pays était liée à une concentration sectorielle et sur certains noms, c'est-à-dire à une exposition

Partage et transfert du risque

Partage du risque des banques islamiques

Sources des fonds : Les investisseurs (déposants) partagent le risque et les rendements avec les banques islamiques. Le rendement n'est pas garanti et dépend des résultats de la banque.

Utilisation des fonds : Les banques islamiques partagent le risque au moyen de contrats de *mudharabah* (participation aux bénéfices) et de *musharakah* (entreprise en participation) et financent les achats d'actifs ou de services dans la plupart des autres types de contrats.

Transfert du risque des banques classiques

Source des fonds : Les déposants transfèrent le risque à la banque classique qui garantit un rendement prédéfini (intérêt).

Utilisation des fonds : Les emprunteurs versent un intérêt quel que soit le rendement de leur projet. Les banques classiques transfèrent le risque par titrisation ou CDS. Le financement se fait par l'endettement.



excessive à l'égard d'un secteur ou d'un emprunteur. Dans certains cas, le problème a été exacerbé par les autorités qui ont laissé certaines banques s'affranchir des limites de concentration. (Cette concentration était cependant limitée à un petit nombre de pays.)

Si la rentabilité des banques islamiques a été, en moyenne, supérieure à celle des banques classiques au cours du cycle économique (2005–09), l'écart dû à l'impact cumulé de la crise (2008–09) entre les deux groupes est insignifiant.

Contribution à la stabilité

Sur la période étudiée, les banques islamiques ont maintenu un taux de croissance du crédit supérieur aux banques classiques (en moyenne deux fois plus élevé) dans la quasi-totalité des pays, ce qui tend à montrer que la part de marché des banques islamiques va probablement continuer d'augmenter, mais aussi qu'elles ont davantage contribué à la stabilité macroéconomique et financière

en accordant plus de prêts. Il est intéressant de noter que pour la plupart des banques de par le monde, la forte croissance du crédit a été suivie par une forte baisse dès l'arrivée de la crise, mais que tel n'a pas été le cas pour les banques islamiques. La forte croissance du crédit se faisant parfois au prix d'une détérioration des garanties de souscription, nous considérons qu'il incombe aux superviseurs de surveiller ce domaine d'activité.

La croissance des actifs des banques islamiques a également été soutenue. Nous avons constaté que, en moyenne, le taux de croissance des actifs a été plus de deux fois supérieur à celui des banques conventionnelles en 2007–09, même s'il a commencé à diminuer en 2009, signe que les banques islamiques ont été moins touchées que les banques classiques par le désendettement. La croissance moindre des actifs en 2009 est peut-être due à la moins bonne performance des banques islamiques cette année-là ou au fait que le soutien de liquidité (les dépôts des administrations publiques) s'oriente plus facilement vers les banques classiques.

Ces résultats sont corroborés par la réévaluation du risque des banques islamiques par les agences de notation externes, qui était en général plus favorable ou égale à celle des banques conventionnelles (sauf pour les E.A.U.).

Défis à relever

La crise a donné aux banques islamiques l'occasion de démontrer leur résilience, mais elle a également révélé de sérieuses difficultés auxquelles il faudra remédier pour pérenniser leur croissance.

Absence d'infrastructure solide de gestion du risque de liquidité. Les banques islamiques ayant davantage recours aux dépôts des particuliers que les banques classiques, elles disposent de sources de financement plus stables. En revanche, elles ont de graves difficultés en matière de gestion de liquidités, notamment :

- un marché monétaire peu profond à cause du faible nombre de participants;
- l'absence d'instruments pouvant servir de garantie pour les emprunts ou être réescomptés (vendus) au guichet de réescompte de la banque centrale.

Certaines banques islamiques ont réagi en présentant un bilan excessivement liquide (c'est-à-dire avec plus d'actifs liquides qui génèrent un rendement inférieur aux prêts et à bon nombre de

titres), ce qui revenait à sacrifier la rentabilité. Les établissements islamiques ont 40 % de liquidités de plus que leurs homologues classiques (Khan et Bhatti, 2008). Cette approche de la liquidité a certes limité les risques pendant la crise, mais ce n'est pas une solution idéale en temps normal. La création en octobre 2010 de la Société internationale de liquidité islamique a été un pas vers un renforcement de la capacité des banques islamiques à gérer les liquidités internationales. Cet effort doit se poursuivre.

Plus généralement, les autorités monétaires et de réglementation doivent veiller à la neutralité de l'infrastructure de liquidité quel que soit le type de banque (par exemple, en développant les *soukous* souverains, les obligations islamiques, en plus des obligations conventionnelles et des certificats de dépôt) et à sa capacité à résister aux difficultés mises en évidence pendant la crise.

Besoin d'un cadre institutionnel idoine pour les établissements en difficulté. En l'absence de précédent, ce besoin est particulièrement criant pour les banques islamiques. L'existence d'un mécanisme de coopération entre les autorités de contrôle des banques islamiques en difficulté à l'intérieur des pays, et entre eux, est essentielle pour prévenir toute contagion au-delà des frontières nationales.

Absence d'harmonisation des normes réglementaires et comptables. Cela a été l'un des principaux problèmes des autorités de contrôle et des acteurs du marché pendant la crise, problème exacerbé par l'absence d'uniformité des contrats ou des produits financiers. Les normes régissant l'exploitation des banques islamiques demeurent fragmentées, malgré les initiatives de l'Organisation de comptabilité et d'audit des institutions de finance islamique et l'Office des services financiers islamiques visant à créer des orientations internationales pour ce secteur.

Expertise insuffisante. Le niveau d'expertise au sein du secteur de la finance islamique n'a pas suivi le développement rapide de ce secteur. Les banquiers islamiques ainsi que les autorités de contrôle et de supervision doivent connaître la finance conventionnelle au même titre que les différents aspects de la Charia, étant donné le niveau de sophistication croissant des produits financiers islamiques. Le manque de spécialistes freine aussi l'invention de nouveaux produits et pourrait gêner la bonne gestion des risques propres au secteur.

Pendant la crise financière, les banques islamiques ont fait leurs preuves. Toutefois, la crise a mis en évidence les progrès restant à accomplir. Avec la réforme de la réglementation financière en cours à l'échelle mondiale, le moment est venu pour les autorités de contrôle bancaire islamique de relever les défis du secteur. ■

Maher Hasan est chef de division adjoint au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, et Jemma Dridi est économiste principal au Département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI.

Cet article s'inspire du document de travail des auteurs 10/201, «The Effects of the Global Crisis on Islamic and Conventional Banks: A Comparative Study».

Bibliographie :

Khan, M. Mansoor, and M. Ishaq Bhatti, 2008, *Developments in Islamic Banking: The Case of Pakistan*, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions (Houndmills, Basingstoke, Hampshire, United Kingdom: Palgrave Macmillan).



Qu'entend-on par externalités?

Ce qui se produit quand les prix n'intègrent pas complètement les coûts

Thomas Helbling

LES DÉCISIONS des particuliers, des ménages et des entreprises en matière de consommation, de production et d'investissement ont souvent des répercussions pour des personnes qui ne participent pas directement à la transaction. Parfois, ces effets indirects sont négligeables, mais ils peuvent aussi être sensibles au point de devenir problématiques : ils constituent alors ce que les économistes appellent des externalités. Les externalités font partie des principales raisons qui poussent les pouvoirs publics à intervenir dans la sphère économique.

La plupart des externalités sont dites « techniques ». C'est le terme employé lorsque les effets indirects influent sur les possibilités de consommation et de production d'autres personnes, mais que le prix du bien consommé ou produit n'en tient pas compte. De ce fait, il y a un écart entre les rendements ou les coûts privés et les rendements ou les coûts pour la société.

Externalités négatives et positives

Dans le cas de la pollution, exemple classique d'*externalité négative*, le pollueur ne s'intéresse qu'au coût direct de la production et au profit qu'il peut en tirer sans se soucier des coûts indirects pour les personnes qui subissent la pollution. Le coût social, c'est-à-dire le coût total de la production est donc plus élevé que le coût privé. Ces coûts indirects, qui ne sont pas supportés par le producteur ou l'utilisateur, peuvent prendre plusieurs formes : dégradation de la qualité de vie, par exemple pour une personne résidant près d'une cheminée d'usine, hausse des frais médicaux, et obligation de renoncer à une activité productive, par exemple lorsque la pollution décourage le tourisme. Bref, quand les externalités sont négatives, le coût privé est inférieur au coût social.

Il existe aussi des *externalités positives*, qui concernent l'écart entre le gain privé et le gain social. Par exemple, on considère généralement que les activités de recherche et développement (R&D) ont des effets positifs dont le producteur — en principe la société qui finance les recherches — n'est pas le seul à bénéficier. En effet, la recherche ajoute à la somme globale des connaissances et contribue ainsi à d'autres découvertes et avancées. Pourtant, le gain privé qu'obtient la société en vendant les produits issus de ses propres activités de R&D ne tient pas compte en général du gain qu'en tirent indirectement d'autres personnes. En cas d'*externalité positive*, le gain privé est donc inférieur au gain social.

Lorsque les coûts ou gains privés sont différents des coûts ou gains sociaux, le principal problème est que le marché risque de ne pas fonctionner de façon efficace. Pour promouvoir le bien-être de tous les membres de la société, les gains sociaux devraient

être maximisés et les coûts sociaux minimisés. Si les coûts et les gains ne sont pas tous internalisés par les ménages et les sociétés lorsqu'ils prennent leurs décisions d'acheter ou de produire, cela peut conduire à la sous-production ou à la surproduction du point de vue du bien-être global de la société (en se plaçant dans ce que les économistes appellent la « perspective du bien-être »).

Prenons encore l'exemple de la pollution. Son coût social s'accroît avec le niveau de pollution, lequel augmente avec la production, de sorte que les biens à externalités négatives finissent par être surproduits quand seul le coût privé et non le coût social est pris en compte. Pour minimiser le coût social, il faudrait réduire la production. Inversement, d'un point de vue sociétal, la maximisation du gain privé plutôt que du gain social conduit à la sous-production du bien ou du service à externalités positives.

Fiscalité et externalités

Les économistes néoclassiques reconnaissent que les inefficiences liées aux externalités techniques constituent une forme de « défaillance du marché » ; autrement dit, la prise de décisions sur le marché privé n'est pas efficace du point de vue du bien-être global de la société. Les économistes recommandent aux pouvoirs publics d'intervenir pour corriger les effets des externalités. Dans *L'économie du bien-être*, l'économiste britannique Arthur Pigou proposait en 1920 que les autorités fassent payer au pollueur une taxe équivalente au coût du dommage causé à autrui, de manière à obtenir le résultat auquel aurait conduit l'internalisation adéquate de tous les coûts par le pollueur. Selon cette même logique, l'État devrait subventionner ceux qui créent des externalités positives, dans la mesure de ce qu'elles apportent à autrui.

Après la publication des travaux fondateurs de Pigou, l'idée que les externalités techniques devaient être réglementées et taxées pour éviter un fonctionnement sous-optimal du marché, a fait l'objet d'un débat intense. Certains économistes estiment que les mécanismes du marché peuvent corriger eux-mêmes efficacement les externalités. Par exemple, un propriétaire et un pollueur peuvent passer un contrat aux termes duquel le propriétaire accepte de verser au pollueur une certaine somme pour qu'il réduise sa pollution d'une certaine quantité. Une fois que l'immeuble est moins exposé à la pollution, le propriétaire peut relever le loyer. Dans la mesure où la hausse des loyers est supérieure à ce qu'il verse au pollueur, le propriétaire y trouve son compte. De même, tant que la somme versée par le propriétaire est supérieure à la perte de bénéfices induite par la baisse de la pollution (et donc de la production), la société polluuse est aussi gagnante.

La possibilité de neutraliser les inefficiences découlant des externalités au moyen de transactions entre les parties concernées a été envisagée pour la première fois en 1960 par Ronald Coase dans *Le problème du coût social*, article qui, entre autres travaux, lui a valu le Prix Nobel d'économie en 1991. Pour que ces transactions puissent avoir lieu, il faut que les droits de propriété soient bien définis, que les coûts de transaction soient faibles et qu'il n'y ait aucune incertitude ou asymétrie de l'information, ce qui est le cas lorsqu'une des parties est mieux informée que l'autre.

Dans ces conditions, l'intervention optimale de l'État pourrait consister en la mise en place d'un cadre institutionnel qui permette la réalisation de ces transactions entre les parties concernées par les externalités. Les droits de propriété, surtout les droits de propriété intellectuelle tels que les brevets, permettent à une entreprise d'engranger la quasi-totalité des gains découlant de ses activités de R&D. Mais il est plus facile d'attribuer des droits de propriété pour les innovations et les inventions. Quand il s'agit de recherche générale ou fondamentale, les droits de propriété sont plus difficiles à définir et des subventions publiques sont généralement nécessaires pour garantir un niveau suffisant de recherche fondamentale.

Biens publics

La difficulté de définir les droits de propriété constitue souvent un obstacle fondamental à des solutions auto-correctrices fondées sur le marché parce que les effets indirects des activités de production ou de consommation peuvent influencer sur ce qu'on appelle les *biens publics*, qui forment une catégorie spéciale d'externalité. Ces biens sont à la fois *non exclusifs*, c'est-à-dire que la personne qui produit ou entretient un bien public, même à titre onéreux, ne peut empêcher d'autres personnes d'en jouir, et *sans rivaux*, c'est-à-dire que la consommation par une personne d'un bien public ne diminue en rien la possibilité pour d'autres personnes de le consommer (Cornes et Sandler, 1986). Si les gains privés tirés des biens publics sont faibles par rapport aux gains sociaux alors que leur coût privé est élevé, les biens publics pourraient ne pas être fournis du tout. L'importance du problème des biens publics est reconnue depuis longtemps par les spécialistes de finances publiques. Les biens publics, tels que le maintien de l'ordre, sont souvent financés par voie fiscale (Samuelson, 1955).

Le problème des biens publics occupe une place particulièrement importante en économie de l'environnement, qui concerne principalement l'analyse et la résolution des questions touchant aux externalités. L'air propre, l'eau propre, la biodiversité et des stocks durables de poissons pélagiques sont essentiellement des biens non exclusifs et sans rivaux. Il s'agit de biens gratuits, produits par la nature et accessibles à tous. Ils ne font l'objet d'aucun droit de propriété clairement défini. De ce fait, les ménages et les sociétés n'attachent pas assez de valeur à ces biens qui, en général, ne se prêtent pas à des transactions permettant d'arriver à des résultats efficaces fondées sur le marché. Autrement dit, les questions environnementales se heurtent souvent à un problème d'action collective.

Les coûts de transaction élevés et les problèmes d'incertitude sont d'autres obstacles qui empêchent les parties concernées par des externalités techniques d'internaliser les coûts et les gains par voie de transaction. Les problèmes d'incertitude vont très loin. D'ailleurs, *l'aléa moral*, bien connu, est une forme d'externalité : dans ce cas, les agents prennent des décisions visant à maximiser

leurs gains tout en faisant subir des dommages à autrui sans en subir les conséquences du fait que, par exemple, la responsabilité des dommages ou les restrictions contractuelles sont difficiles à déterminer en raison de l'incertitude ou du manque d'informations. Un exemple souvent cité est celui de l'assuré qui peut peser sur les engagements de sa compagnie d'assurance alors que celle-ci n'est pas en mesure de déterminer s'il est lui-même à l'origine du sinistre qui déclenche l'indemnisation. De même, si les promesses d'action préventive de la part d'un pollueur sont invérifiables par manque d'informations, on voit mal comment une transaction peut avoir lieu.

Aujourd'hui, le problème d'externalité le plus urgent et le plus complexe est celui des émissions de gaz à effet de serre (GES). L'accumulation dans l'atmosphère de ces gaz issus des activités humaines est considérée comme une des principales causes du réchauffement climatique. Selon les experts, si rien n'est fait pour limiter ces émissions, le problème va s'aggraver et entraîner un changement climatique qui aura un coût, notamment sous forme de dommages à l'activité économique en raison de la destruction de capital (par exemple, dans les zones côtières) et de la baisse de la productivité agricole. En l'occurrence, les externalités tiennent au fait que les coûts et les risques découlant du changement climatique sont supportés par l'ensemble de la planète, alors qu'il existe peu de mécanismes pour obliger ceux qui bénéficient des activités génératrices de GES à internaliser ces coûts et ces risques.

En réalité, l'atmosphère est un bien public mondial, dont chacun bénéficie, ce qui rend impossible les transactions privées. Compte tenu du coût que cela représenterait pour certains individus et certaines sociétés ainsi que de la difficulté de faire respecter les décisions au niveau mondial, il est très difficile de s'entendre à l'échelle planétaire sur les moyens d'internaliser les coûts sociaux des émissions de GES (Tirole, 2008).

Les externalités posent des problèmes fondamentaux de politique économique lorsque les individus, les ménages et les sociétés n'internalisent pas les coûts indirects de leurs transactions économiques ou les gains qu'ils en retirent. L'écart entre les coûts (ou gains) sociaux et privés entraîne un fonctionnement inefficace des marchés. Dans certaines circonstances, il peut même empêcher les marchés de se former. Même s'il est parfois possible d'apporter des corrections fondées sur le marché, l'intervention des pouvoirs publics est souvent nécessaire pour que les gains et les coûts soient entièrement internalisés. ■

Thomas Helbling est conseiller au Département des études du FMI.

Bibliographie :

Coase, Ronald, 1960, "The Problem of Social Cost," *Journal of Law and Economics*, Vol. 3, No. 1, p. 1-44.

Cornes, Richard, and Todd Sandler, 1986, *The Theory of Externalities, Public Goods, and Club Goods* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).

Pigou, Arthur C., 1920, *The Economics of Welfare* (London: Macmillan).

Samuelson, Paul A., 1955, "Diagrammatic Exposition of a Theory of Public Expenditure," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 37, No. 4, p. 350-56.

Tirole, Jean, 2008, "Some Economics of Global Warming," *Rivista di Politica Economica*, Vol. 98, No. 6, p. 9-22.



Les pays pauvres peuvent exporter davantage

Les pays avancés et émergents peuvent faciliter la tâche aux pays moins avancés pour qu'ils vendent plus de produits à l'étranger

Katrin Elborgh-Woytek et Robert Gregory

L'UNE des grandes raisons pour lesquelles la pauvreté est si répandue est le manque d'intégration des pays les plus pauvres dans l'économie mondiale. Bien que le commerce ne représente qu'une partie de la solution, si les pays les plus pauvres étaient en mesure de vendre plus de biens aux pays avancés et émergents, ils en bénéficieraient énormément.

Toutefois, les exportateurs des pays les plus pauvres sont confrontés à des obstacles, à la fois à l'étranger et chez eux. L'accès aux marchés étrangers est fréquemment limité par des obstacles aux importations, tandis qu'une infrastructure inadaptée et la faiblesse des politiques nationales gênent les producteurs qui cherchent à entrer sur le marché mondial. En conséquence, les exportations des pays les plus pauvres sont restées bien inférieures à leur potentiel. Les 49 pays les plus pauvres, ou «les moins avancés» (PMA, voir encadré), comptent pour presque 1 % du produit intérieur brut (PIB) mondial mais pour moins de 0,5 % des exportations mondiales hors pétrole — un niveau qui est resté quasiment inchangé au cours des 15 dernières années (voir graphique). Seul 1 % des importations des pays avancés provient des PMA.

Les pays les plus pauvres pourraient eux-mêmes prendre des mesures pour stimuler leurs exportations : réduire la fréquente orientation anti-commerce dans leurs régimes commercial, fiscal, douanier et de change; adopter des réglementations commerciales et douanières plus transparentes, et améliorer certains secteurs-clés des services comme les communications et les transports (voir Banque mondiale, 2010).

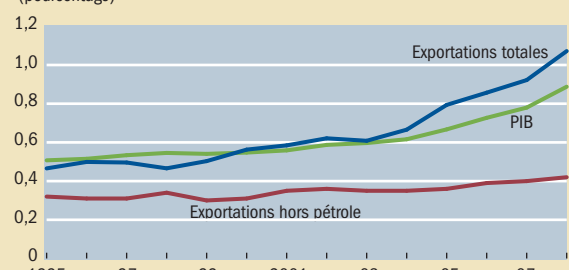
Cependant, les pays exportateurs les plus pauvres profiteraient considérablement d'une situation où les autres pays, émergents

et avancés, leur offriraient de meilleures occasions de faire du commerce, ce qui améliorerait leurs perspectives de croissance de productivité (voir Elborgh-Woytek, Gregory et McDonald, 2010). Les pays nantis pourraient prendre certaines mesures afin de renforcer le potentiel d'exportation des pays pauvres. Certaines sont bien connues des dirigeants, en particulier la conclusion des négociations commerciales en cours à l'Organisation mondiale du commerce (OMC), connues sous le nom de cycle de Doha. Une libéralisation de grande ampleur des échanges multilatéraux pourrait accélérer la croissance et promouvoir un commerce mondial sûr et ouvert. Les pays les plus pauvres profiteraient de

Un potentiel inexploité

Bien que les 49 pays les plus pauvres représentent environ 1 % du PIB mondial, ils fournissent moins de 0,5 % des exportations mondiales hors pétrole.

(pourcentage)



Source : FMI, Direction of Trade Statistics, 2010.

la réussite du cycle de Doha, car cela leur donnerait un meilleur accès aux marchés des pays avancés et émergents.

Bien qu'une vaste libéralisation des échanges multilatéraux soit l'objectif ultime, il existe des voies intermédiaires moins évidentes — comme l'extension et l'amélioration des préférences commerciales en franchise de droit et sans contingent (DFQF) de la part des pays avancés et émergents — qui pourraient faire entrer près de 10 milliards de dollars supplémentaires par an dans les caisses des pays les plus pauvres. Ces régimes préférentiels sont conçus pour compenser, en faveur des pays les plus pauvres, certains obstacles importants aux échanges dans des secteurs comme l'industrie manufacturière légère et l'agriculture, domaines dans lesquels il est probable que les PMA exportent des marchandises.

Principales voies d'intégration

Les pays avancés et émergents pourraient suivre trois grandes voies pour aider à intégrer les PMA dans l'économie mondiale :

- éliminer tous les droits et les contingents sur les produits provenant des PMA;
- assouplir et rendre plus cohérentes les règles qui déterminent si l'on considère qu'un produit provient d'un PMA, notamment assouplir les règles de cumul;
- orienter les avantages préférentiels plus particulièrement vers les pays pauvres.

L'élimination par les pays avancés et émergents de tous les droits et contingents sur les exportations des PMA aurait un effet considérable. Les avantages préférentiels accordés par les grands pays émergents aux PMA pourraient s'avérer extrêmement précieux et les aider à accroître leurs exportations. La croissance des exportations des PMA vers le Brésil, la Chine et l'Inde a été supérieure à 30 % par an en moyenne pendant la période de 1999 à 2009, et ces trois pays représentent un tiers de toutes les exportations des PMA. En 2008, la Chine a dépassé l'Union européenne pour devenir le plus grand importateur de produits issus des PMA, en prenant 23 % de leurs exportations. Grâce à des réformes importantes depuis les années 90, ces pays émergents ont réduit leurs taux de droit moyens pour presque tous leurs partenaires commerciaux à environ 11 %, ces taux restant cependant supérieurs de 6 points à ceux des principaux pays avancés.

Les pays les moins avancés

Selon les Nations Unies, 49 pays figurent parmi «les moins avancés» : ils sont extrêmement pauvres, ont une économie structurellement faible et manquent de capacités de croissance.

Afrique : Angola, Bénin, Burkina Faso, Burundi, République Centrafricaine, Comores, République Démocratique du Congo, Djibouti, Érythrée, Éthiopie, Gambie, Guinée, Guinée-Bissau, Guinée Équatoriale, Lesotho, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritanie, Mozambique, Niger, Ouganda, Rwanda, São Tomé-et-Principe, Sénégal, Sierra Leone, Somalie, Soudan, Tanzanie, Tchad, Togo et Zambie.

Asie : Afghanistan, Bangladesh, Bhoutan, Cambodge, Kiribati, République Démocratique Populaire Lao, Maldives, Myanmar, Népal, Îles Salomon, Samoa, Timor Leste, Tuvalu, Vanuatu et République du Yémen.

Hémisphère occidental : Haïti.

La part des exportations provenant des PMA admissibles au traitement préférentiel est passée de 35 % à la fin des années 90 à plus de 50 % de nos jours. Cependant, les produits et les pays couverts par les régimes préférentiels varient considérablement, avec parfois des lacunes non négligeables sur le plan de la couverture et des coûts administratifs élevés. Les lacunes dans les pays émergents sont généralement plus grandes que celles dans les pays industrialisés. Les droits de douane élevés restent concentrés dans l'agriculture et les secteurs manufacturiers à faibles salaires et grands consommateurs de main-d'œuvre, secteurs où les PMA ont un avantage comparatif et où se concentrent 90 % de leurs exportations hors pétrole.

Dans la Déclaration du Millénaire des Nations Unies de l'an 2000, les pays avancés se sont engagés à mener «une politique d'admission en franchise et hors quota pour la quasi-totalité des produits exportés par les PMA». Pour faire suite à cet engagement, les membres de l'OMC se sont mis d'accord, dans la déclaration ministérielle de Hong Kong de 2005, sur le fait que les pays en développement qui sont «en mesure de le faire» devraient prendre le même engagement. De nombreux pays avancés et émergents sont d'accord pour donner aux produits issus des PMA un accès DFQF à leur marché, pour au moins 97 % des lignes tarifaires. Bien que la différence entre 97 % et 100 % puisse sembler insignifiante, beaucoup de PMA exportent si peu de catégories de produits que même un petit nombre d'exclusions peut sérieusement limiter les bénéfices des régimes préférentiels.

Les exportations augmenteraient sensiblement

Si toutes les exportations venant des pays en développement étaient exemptées de droits de douane et de contingents, les exportations des PMA, vers les pays avancés ou émergents, augmenteraient sensiblement, de 10 milliards de dollars par an, soit environ 2 % de leur PIB combiné (Laborde, 2008; et Bouët *et al.*, 2010). Un élargissement de la couverture des préférences des principaux pays avancés pourrait entraîner une hausse des exportations des PMA d'environ 2,2 milliards de dollars par an, soit environ 6 % de l'aide publique au développement nette accordée par les pays avancés aux PMA. Le potentiel est encore plus grand si l'on considère les exportations vers les pays émergents — environ 7 milliards de dollars par an d'exportations supplémentaires (Bouët *et al.*, 2010). L'effet positif sur les PMA serait considérable, mais les conséquences négatives sur les pays avancés et émergents seraient minuscules, vu la faible part des exportations des PMA.

Si les pays nantis assouplissaient leurs règles d'origine, les PMA en bénéficieraient également. Les règles d'origine déterminent si un bien est «originaire» d'un pays qui bénéficie d'un régime préférentiel. Elles précisent le niveau minimal d'activité économique qui doit avoir lieu dans le pays bénéficiaire de la préférence et indiquent si les intrants venant d'autres pays sont pris en compte. Les règles d'origine varient grandement. Elles se basent souvent sur le montant de la valeur ajoutée créée dans le pays admissible à la préférence ou sur la transformation que subit un bien dans ce pays (mesurée par un changement de catégorie douanière). Ces règles ont une grande influence sur l'origine des intrants qu'achète un PMA et donc sur les effets économiques globaux d'un régime préférentiel.

Pour être admissible à un régime préférentiel, les exportateurs des PMA doivent souvent restreindre leur approvisionnement

en intrants à des fournisseurs dans leur propre pays ou dans le pays qui accorde la préférence, même s'il serait moins coûteux d'acheter les intrants ailleurs. Cela peut être difficile pour les PMA les moins diversifiés qui dépendent de biens intermédiaires, de processus ou de brevets provenant d'autres pays. Les règles d'origine peuvent aussi provoquer des distorsions, si les exportateurs se tournent vers des sources d'intrants moins rentables et plus coûteuses, simplement pour être admis dans les préférences. En outre, le respect de règles d'origine complexes peut représenter un fardeau administratif substantiel et coûter jusqu'à 3 % de la valeur des exportations (Hoekman et Özden, 2005). En conséquence, il est possible qu'entre un quart et un tiers des importations admissibles aux préférences n'en bénéficient pas réellement et il est probable que certains échanges qui auraient pu profiter de préférences mieux conçues n'aient jamais lieu.

Pour un approvisionnement plus souple

Des règles d'origine plus permissives offrent aux producteurs une certaine souplesse dans leur approvisionnement en intrants. Certaines règles reconnaissent implicitement la faible intensité en capital des PMA, ainsi que leur manque d'intégration horizontale ou verticale. Dans le régime chinois, l'origine peut être accordée à un produit sur la base d'un seuil minimal de valeur ajoutée locale ou d'un changement de catégorie douanière, ce qui revient à reconnaître que le produit est différent et que le PMA y a ajouté de la valeur. En Inde, le faible seuil de valeur ajoutée, fixé à 30 %, donne aux exportateurs potentiels dans les PMA une certaine souplesse dans leur approvisionnement en intrants.

Les pays nantis pourraient davantage faciliter les échanges entre PMA si leurs règles d'origine permettaient spécifiquement aux pays admissibles aux préférences d'acheter leurs intrants dans d'autres pays admissibles. Si ces dispositions de cumul permettaient aux intrants provenant de deux pays ou plus d'être comptabilisés ensemble, il serait plus facile pour le pays admissible de respecter les exigences minimales des règles d'origine. Au contraire, des dispositions de cumul étroites ou restrictives ne permettent pas d'utiliser des intrants provenant d'autres pays, ce qui fragmente souvent des relations de production transfrontalières bien établies. Ainsi, les dispositions de cumul déterminent s'il est facile pour les bénéficiaires des préférences de commercer entre eux, en se servant de biens intermédiaires ou de processus originaires d'autres pays.

Avec un cumul plus large, les PMA pourraient respecter les règles d'origine plus facilement et à moindre coût, ce qui développerait aussi les échanges sud-sud. En permettant aux pays les plus pauvres de s'approvisionner en intrants dans tous les PMA et dans les autres pays en développement, tout en restant admissibles aux préférences, on donnerait au système la flexibilité supplémentaire nécessaire pour utiliser efficacement les régimes préférentiels.

En faveur des pays en développement

Enfin, les pays avancés et les pays émergents pourraient orienter leurs avantages préférentiels plus particulièrement vers les pays en développement les plus pauvres. Les régimes préférentiels de certains pays avancés favorisent toute une série de pays en développement, mais pas nécessairement les plus pauvres. Bien souvent, les pays avancés disposent aussi d'accords commerciaux

régionaux qui octroient des préférences aux pays membres. Cette combinaison de programmes régionaux et de régimes préférentiels moins ciblés diminue la marge de préférence effective disponible pour les PMA. Dans ces cas-là, il pourrait être envisagé d'éliminer progressivement les avantages offerts aux pays plus développés, en tenant compte des effets à la fois sur les exportateurs et les importateurs. Les dispositions de gradation, qui déterminent à quel moment un pays n'est plus admissible à un traitement préférentiel, devraient toujours être transparentes et prévisibles, et donner un préavis assez long avant le retrait du statut. Pour une meilleure prévisibilité, les préférences des PMA devraient être renouvelées assez longtemps à l'avance pour donner aux investisseurs le temps de prendre leurs décisions en conséquence.

En modifiant les régimes préférentiels en faveur des pays les plus pauvres, les pays émergents pourraient jouer un rôle plus important que les pays avancés, qui ont, pour la plupart, de tels régimes depuis de nombreuses années. Beaucoup de grands pays émergents ont mis en place et élargi des préférences en faveur des PMA, mais leur couverture reste sélective. Puisque ces régimes en sont à un stade moins avancé que ceux des pays avancés, ils jouissent d'une certaine marge de croissance, même si le rythme de cette croissance doit être compatible avec les autres besoins de développement des pays émergents, qui sont maintenant les nouveaux distributeurs de préférences. Les pays émergents auront peut-être besoin de plus de temps pour introduire progressivement les changements proposés, mais leurs régimes s'étendent et s'améliorent globalement dans la même direction que ceux des pays avancés. Puisque les pressions dues aux ajustements se limiteront probablement à une gamme étroite de catégories de produits, où il pourrait exister une concurrence directe avec les exportations des PMA, certains pays émergents auront peut-être besoin de plusieurs années pour mettre en place ces avantages en faveur des PMA. ■

Katrin Elborgh-Woytek et Robert Gregory sont respectivement économiste principale et économiste au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.

Bibliographie :

- Bouët, Antoine, David Laborde Debutquet, Elisa Dienesch, and Kimberly Elliott, 2010, "The Costs and Benefits of Duty-Free, Quota-Free Market Access for Poor Countries: Who and What Matters," CGD Working Paper 206 (Washington: Center for Global Development).
- Elborgh-Woytek, Katrin, Rob Gregory, and Brad McDonald, 2010, "Reaching the MDGs: An Action Plan for Trade," IMF Staff Position Note 10/14 (Washington: International Monetary Fund).
- Hoekman, Bernard, and Çağlar Özden, 2005, "Trade Preferences and Differential Treatment of Developing Countries: A Selective Survey," World Bank Policy Research Working Paper WPS 3566 (Washington).
- Laborde, David, 2008, "Looking for a Meaningful Duty-Free Quota-Free Market Access Initiative in the Doha Development Agenda," Issue Paper 4 (Geneva: International Centre for Trade and Sustainable Development).
- World Bank, 2010, Doing Business project trading across borders data. Available at www.doingbusiness.org/Data/ExploreTopics/trading-across-borders
- World Trade Organization, 2007, Market Access for Products and Services of Export Interest to Least-Developed Countries (Geneva: World Trade Organization).

Le commerce mis à mal

La Grande Récession a gravement perturbé le commerce international, mais certains échanges ont été touchés plus durement que d'autres

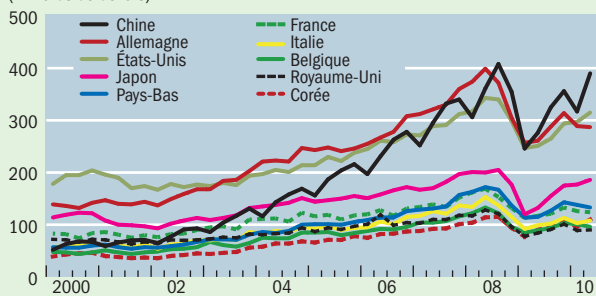


LES EXPORTATIONS mondiales ont augmenté sensiblement entre 2000 et 2008, en particulier parmi trois principaux exportateurs du monde, à savoir la Chine, l'Allemagne et les États-Unis. Par exemple, les exportations chinoises ont progressé de près de 700 % pendant cette période, suivant ainsi la croissance rapide de l'économie. Cette croissance a pris fin à cause de la crise financière de 2008-09. Entre octobre 2008 et mars 2009, les exportations des 10 principaux exportateurs, qui représentent environ 50 % des exportations mondiales, ont baissé de 34 %. Depuis, toutefois, les exportations ont rebondi rapidement. Au deuxième trimestre de 2010, les 10 principaux exportateurs avaient récupéré 55 % de leur baisse pendant la crise.

La croissance des importations mondiales avant la Grande Récession fut tout aussi impressionnante. Entre 2000 et 2008, les 10 principaux importateurs, qui représentent environ 50 % des importations mondiales, ont accru leurs importations de 51 %, les États-Unis arrivant clairement en tête. Comme pour les exportations, la crise financière a entraîné une baisse sensible des importations — de 35 % entre octobre 2008 et mars 2009. Mais les importations ont rebondi aussi vigoureusement que les exportations. Au deuxième trimestre de 2010, les 10 principaux importateurs avaient récupéré 58 % de la baisse résultant de la crise.

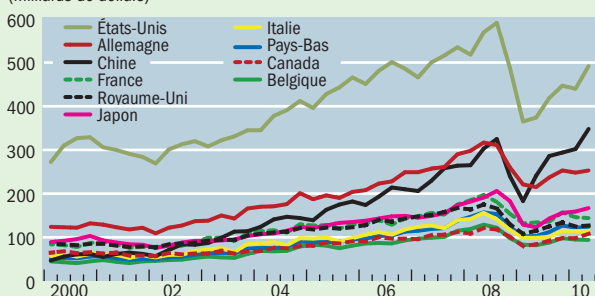
Forte hausse des exportations

(milliards de dollars)



Nette baisse des importations

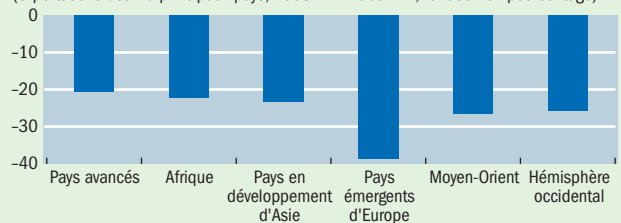
(milliards de dollars)



Les échanges parmi les 10 principaux exportateurs et importateurs et autres groupes de pays font apparaître de fortes variations. Ventilées selon la région de destination, les ventes des 10 principaux exportateurs vers les pays émergents d'Europe ont accusé la baisse la plus nette au plus fort de la crise. Les exportations vers les pays avancés, l'Afrique et les pays en développement d'Asie ont été les moins touchées, bien qu'elles aient baissé considérablement quand même.

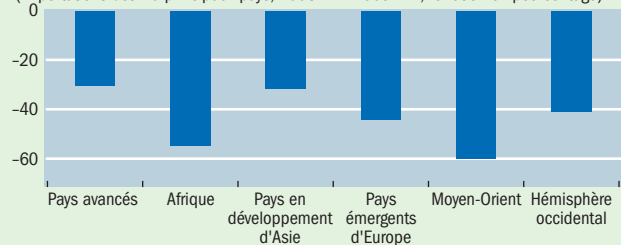
Fléchissement des exportations vers les pays émergents d'Europe

(exportations des 10 principaux pays, 2008 : T4-2009 : T1, variation en pourcentage)



Forte baisse des achats en provenance du Moyen-Orient

(importations des 10 principaux pays, 2008 : T4-2009 : T1, variation en pourcentage)



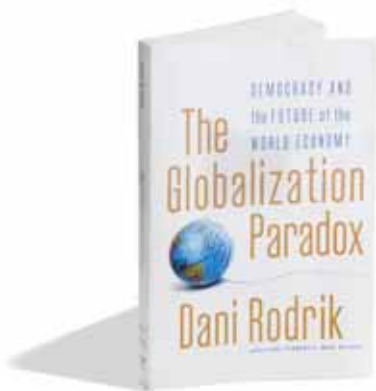
Les importations des 10 principaux importateurs en provenance du Moyen-Orient ont connu la plus forte baisse fin 2008 et début 2009, suivies de près par celles en provenance d'Afrique, tandis que les importations en provenance des pays avancés et des pays en développement d'Asie ont le moins diminué.

Base de données

Les données sont tirées de la base de données des Direction of Trade Statistics, qui contient 100.000 séries chronologiques portant sur les échanges de marchandises bilatéraux et multilatéraux de plus de 180 pays. Les exportations et les importations sont présentées sur une base fob/caf en dollars EU. Les données sont communiquées par les autorités nationales, les Nations Unies ou Eurostat. Lorsque les données ne sont pas communiquées, des estimations sont établies sur la base des données historiques ou des données des partenaires. La base de données est disponible à l'adresse www.imf.org/external/data.htm.

Préparé par Kim Zieschang avec le concours de Alex Massara, tous deux au Département des statistiques du FMI.

Une mondialisation light



Dani Rodrik

The Globalization Paradox

Democracy and the Future of the World Economy

W.W. Norton & Company, New York and London, 2011, 288 pages, 26,95 \$ (toilé).

Dani Rodrik est un critique de longue date de l'ordre international en place. Son excellent dernier ouvrage fait suite à un livre décrivant l'impact souvent dévastateur du commerce international sur les marchés du travail et les politiques sociales nationales. Il développe ce thème et l'amplifie en y incluant la mondialisation financière. Il traite aussi de la légitimité démocratique de l'ordre international actuel. Pour conclure, M. Rodrik examine comment il serait possible de réformer l'économie mondiale.

La cible n'est pas la mondialisation en soi. L'auteur défend fermement le capitalisme et la mondialisation, capables si l'on s'y prend bien de produire un développement économique rapide. Ce qu'il vise, c'est l'«hypermondialisation», qui passe par l'élimination totale des obstacles au commerce et à la finance, ainsi que par une stricte limitation de la liberté des gouvernements nationaux d'intervenir dans leur économie intérieure. C'est le programme soutenu depuis plusieurs décennies par les «fondamentalistes du marché» dans les rangs des économistes et au sein de certaines institutions internationales.

M. Rodrik s'oppose à la thèse fondamentaliste sur deux plans. Primo, ce programme repose sur une version

rudimentaire de la théorie économique qui s'applique rarement en pratique et va à l'encontre de l'histoire. Durant leur phase de décollage, la majorité des pays développés d'aujourd'hui ont activement encouragé l'industrialisation par des mesures telles que le contrôle des changes, les subventions et la restriction des importations et des investissements directs étrangers. Cela vaut aussi pour la Chine et l'Inde dans le passé récent et même dans une certaine mesure de nos jours. Cette politique ne garantit pas la réussite, mais peu de pays pauvres ont réussi à décoller sans en passer par là.

Il faut aussi tenir compte de la souveraineté nationale. Même si le programme vanté par les fondamentalistes est le bon, rien ne justifie de l'imposer à des gouvernements censément souverains. Chaque pays a le droit de se tromper, tant qu'il ne fait pas grand tort aux autres. Le système international a besoin de règles, mais elles doivent être souples et donner aux gouvernements nationaux une large faculté d'expérimentation. C'était le cas dans l'ancien système de Bretton Woods, qui au moment de sa splendeur réussissait merveilleusement à promouvoir la croissance économique et à concilier l'autonomie nationale et l'ordre international.

Le fondamentalisme de marché va souvent de pair avec l'idée que les États-nations sont passés de mode, qu'ils sont minés par les communications et les forces du marché planétaires internationales et de plus en plus supplantés par des institutions supranationales. L'aboutissement logique de ce processus est le gouvernement mondial. M. Rodrik doute qu'un gouvernement mondial soit chose faisable. Il est encore moins sûr qu'il soit souhaitable :

«Le monde est trop divers pour que l'on soumette les nations à des règles communes, même si ces règles sont le produit de processus démocratiques. La normalisation et la réglementation mondiales ne sont pas seulement impraticables, elles sont indésirables. La contrainte de légitimité démocratique signifie que la gouvernance

mondiale se ramènera au plus petit dénominateur commun, soit un ensemble de règles frêles et inefficaces. Nous risquons alors d'avoir trop peu de gouvernance partout, parce que les gouvernements nationaux abdiquent leurs responsabilités sans que personne prenne la relève.»

Pour M. Rodrik, au lieu de rêver de gouvernement mondial, il faut renforcer l'État-nation. Il propose à cette fin sept principes de réforme globale qui restaureraient pour une large part l'autonomie que les pays ont perdue depuis que le système de Bretton Woods n'est plus.

Ces principes sont séduisants, encore qu'ils posent quelques grandes difficultés d'application. Le principe n° 7 pose par exemple que «les pays non démocratiques ne peuvent pas jouir dans l'ordre économique international des mêmes droits et privilèges que les démocraties». La Chine n'est pas rangée habituellement parmi les démocraties, puisque c'est un État à parti unique sans élections libres. Et pourtant, elle a accompli des miracles en termes de croissance et de réduction de la pauvreté. Si l'on pénalise la Chine parce qu'elle n'est pas une démocratie, on risque de mettre en péril ses accomplissements. On chercherait aussi des ennuis. La Chine aura très bientôt la plus grande économie du monde et ne prendra pas bien ce genre d'interférence.

Cela soulève une question plus générale. À quel groupement politique s'adressent les propositions de réforme de M. Rodrik? Le système de Bretton Woods et le système de libre marché qui lui a succédé ont tous deux été façonnés par les États-Unis et leurs alliés les plus riches en fonction de leurs priorités à l'époque. Maintenant que le Brésil, la Chine, l'Inde et d'autres géants économiques se profilent à l'horizon, l'équilibre des forces mondiales change. Sans l'appui de ces futures superpuissances, aucune proposition de réforme ne peut aboutir. Il sera intéressant de voir comment les idées de M. Rodrik seront reçues dans ces pays.

Robert Rowthorn

Professeur émérite,
Université de Cambridge

Des réserves de force



Barry Eichengreen

Exorbitant Privilege

The Decline of the Dollar and the Future of the International Monetary System

Oxford University Press, New York, 2011, 224 pages, 27,95 \$ (toilé).

Ce livre ne pouvait pas tomber plus à point : le 15 septembre 2010, deuxième anniversaire de la faillite de Lehman Brothers, l'intervention de la Banque du Japon pour faire baisser le yen a déclenché des réactions en chaîne en Corée et au Brésil et intensifié le bras de fer entre la Chine et les États-Unis à propos de la valeur du renminbi. Comme dans les années 30, les pays rivalisent pour faire baisser leurs monnaies et beaucoup craignent que cela n'entraîne une montée du protectionnisme, du nationalisme économique et des tensions internationales.

M. Eichengreen pose d'abord un problème plus ancien : il ne s'agit pas tant de la manipulation des monnaies faibles pour accroître les débouchés commerciaux que des avantages que procure une monnaie de réserve. Comment les États-Unis profitent-ils du fait que le dollar est la principale monnaie de réserve? Qu'est-ce que ce «privilege exorbitant» tant décrié par les politiciens français depuis les années 60? Peut-il n'y avoir qu'une monnaie de réserve dominante?

L'auteur montre de manière convaincante que le statut de monnaie de réserve ne donne pas celui de

grande puissance; c'est au contraire du statut de première puissance mondiale que découle celui de valeur refuge du dollar. Les investisseurs sont prêts à accepter des rendements moindres pour investir aux États-Unis, simplement parce que c'est un pays sûr, où l'état de droit est respecté. À mesure que cette prééminence s'estompe et que les effets de rattrapage de la diffusion des technologies minent cette supériorité économique, il est vraisemblable que l'hégémonie du dollar fera place à un système plus multipolaire.

L'auteur explique comment une initiative particulière a permis au dollar de se hisser rapidement au premier rang des monnaies mondiales. Un des buts des réformes monétaires qui ont suivi la crise financière de 1907 était de permettre aux négociants américains d'utiliser des traites en dollars au lieu de lettres de crédit en livres sterling via Londres pour financer leur commerce avec l'étranger. Le Système de réserve fédéral fut établi pour étayer la nouvelle place financière. Dès les années 20, le dollar était une des principales monnaies de réserve et l'après-Première Guerre mondiale a montré qu'un système à plusieurs monnaies pouvait fonctionner. M. Eichengreen décrit aussi les péripéties de l'arrivée d'un nouveau challenger : l'euro.

De nouvelles monnaies peuvent s'imposer sur la scène mondiale, comme le deutsche mark à la fin des années 60 et pendant les années 70. Pour l'auteur, le renminbi pourrait devenir une des grandes monnaies de réserve, mais les dirigeants chinois ne sont pas prêts à franchir le pas de la libéralisation financière. La Chine est plus proche du Japon de la fin des années 60 (réticent à s'engager dans la voie qui mènerait à l'internationalisation du yen) que de l'Allemagne.

Est-ce qu'autre chose que les monnaies existantes pourrait servir de moyen d'échange international? L'auteur étudie puis rejette l'éventualité d'un retour à l'or ou le recours à quelque autre étalon. Autre idée plus curieuse et actuellement en vogue : développer

l'emploi de l'actif de réserve international émis par le FMI, le DTS. Créé en 1969 pour renflouer les réserves de change officielles des pays membres, sa valeur est basée sur un panier composé des quatre principales monnaies internationales, et le DTS peut s'échanger contre des monnaies librement utilisables. Mais l'auteur est sceptique quant à la possibilité d'en faire un moyen d'échange international commun. L'idée d'une monnaie mondiale «est fascinante dans l'abstrait», mais impossible en pratique. «Tant qu'il n'existera pas un gouvernement mondial tenu de rendre compte de ses actions, il n'y aura pas de banque centrale mondiale.»

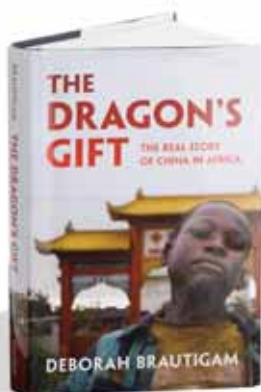
La partie traitant de la monnaie mondiale semble en contradiction avec la chronique de l'ascension de l'euro, qui est après tout émis par une banque centrale, laquelle n'est ni contrôlée par, ni redevable de comptes à un quelconque gouvernement, et est né d'un effort soutenu de coopération monétaire face aux inquiétudes suscitées par la situation mondiale. La création de l'euro a été hâtée par des accès de faiblesse du dollar : les tensions, puis l'effondrement du système de parités fixes au début des années 70 et la mauvaise gestion du dollar à la fin des années 70 et au début des années 90. La coopération européenne s'est heurtée aux mêmes problèmes que ceux que pose selon l'auteur une monnaie mondiale. Pendant les années 80, l'Europe a tenté de promouvoir l'utilisation par le privé de l'écu, sorte de précurseur de l'euro. Des obligations et des crédits en écus ont été émis, mais le marché ne s'est jamais suffisamment développé pour survivre aux crises de change spectaculaires du début des années 90.

La dernière partie traite de la possibilité d'un effondrement brutal du dollar, dont la cause la plus plausible serait un déficit budgétaire incontrôlé. L'auteur souligne que la crise de l'euro en 2010 a incité les pays de la zone à assainir leurs finances publiques, alors qu'aux États-Unis, il n'y a guère d'appui politique en faveur de réformes similaires.

Harold James

Professeur d'histoire et d'affaires internationales, université de Princeton

Le Dragon incompris



Deborah Brautigam

The Dragon's Gift

The Real Story of China in Africa

Oxford University Press, Oxford, New York, 2009, 397 pages, 23,96 \$ (toilé).

La Chine a un succès fou en Afrique et est présente dans toutes les conversations à propos des pays africains, non pas tant parce que son aide, son commerce et ses investissements sont colossaux, mais parce que tous trois ont grossi à une vitesse prodigieuse. L'engagement économique de la Chine en Afrique, avec ses avantages et inconvénients, suscite chez les dirigeants africains, les organisations de la société civile, les bailleurs de fonds et les organisations internationales, un mélange d'enthousiasme, de soupçon et d'inquiétude.

Le dernier livre de Deborah Brautigam n'est pas le premier à aborder ce sujet, mais se distingue par un effort pour présenter l'expérience de la Chine en Afrique du point de vue chinois, à l'aide de sources officielles ou non, confidentielles ou non. Le professeur Brautigam a les meilleurs atouts pour écrire un tel ouvrage : elle a étudié le chinois et a travaillé en Chine et en Afrique pendant plus de vingt ans, en se spécialisant dans les relations économiques entre la Chine et l'Afrique.

Ce qui fait la force de son ouvrage, c'est qu'il est basé sur un ensemble vaste et varié d'entretiens avec des représentants officiels chinois en Afrique, des directeurs d'usines

en Chine, divers autres Chinois et Africains, des intervenants de pays tiers et des observateurs. Elle montre ainsi comment les Chinois pensent pouvoir faire bénéficier l'Afrique de leur propre expérience, mais aussi comment Africains et Chinois voient les projets d'aide et d'investissement en Afrique, avec leur lot de réussites, de déceptions et d'échecs. Elle décrit la fracture culturelle entre les cadres chinois et les travailleurs africains à propos des horaires de travail et des salaires, les frustrations des Africains devant le grand nombre de cadres et de travailleurs chinois qui viennent travailler sur les projets en Afrique, par rapport aux bailleurs de fonds et investisseurs occidentaux (le coût des expatriés chinois étant néanmoins bien inférieur à celui des occidentaux) et les récriminations des uns et des autres, qui se rejettent la faute de l'échec des transferts de technologie et de méthodes de gestion.

Mme Brautigam insiste de manière convaincante sur le fait que l'engagement économique de la Chine en Afrique est souvent mal compris. Elle relève notamment la confusion fréquente entre les investissements chinois via des entités parapubliques et l'aide extérieure à l'Afrique, souligne que la Chine a pour but avoué de promouvoir la coopération Sud-Sud, *au bénéfice des uns et des autres*. Elle signale aussi que les articles de presse et les déclarations sont souvent mal compris (par exemple parce que les chiffres sont traduits de travers ou qu'il y a confusion entre les sommes en dollars et en renminbi).

Selon elle, les flux d'aide, d'échanges et d'investissements de la Chine en Afrique sont souvent surestimés, parfois de façon alarmiste. Le volume des échanges a certes rapidement augmenté, mais était très faible au départ. Elle aborde aussi les sujets qui fâchent s'agissant de l'engagement économique de la Chine en Afrique, notamment la corruption (soulignant avec originalité que les transferts directs de l'aide de l'État chinois aux entités chargées des projets d'investis-

sement en Afrique — souvent, l'argent ne sort jamais de Chine — font qu'il est difficile aux dirigeants africains de détourner les fonds).

Cependant, ce qui fait la force du livre est aussi son point faible. Parce que Mme Brautigam s'intéresse principalement à l'aide de la Chine et aux activités des entreprises publiques, son ouvrage est par la force des choses très anecdotique, à la différence de l'étude truffée de chiffres (mais davantage axée sur les échanges commerciaux et les investissements) de Harry G. Broadman de la Banque mondiale, intitulée *Africa's Silk Road* (2007).

Elle doit par exemple suivre une méthode anecdotique lorsqu'elle essaie d'estimer les flux d'aide de la Chine à l'Afrique en 2007. Ses estimations reposent sur : 1) le chiffre de 2001 des prêts concessionnels de l'Eximbank chinoise dans le monde, 2) le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts d'aide extérieure tiré d'un rapport annuel de 2005 qui sert à extrapoler le chiffre de 2007 à partir de celui de 2001 et 3) un compte-rendu de discussions entre un représentant chinois et des ambassadeurs africains datant de la fin de 2003 qui évoque la part de l'aide à l'Afrique au cours des quatre années précédentes. Pour obtenir ce genre de chiffres pour n'importe quel autre grand bailleur de fonds, il suffirait de rechercher le montant publié, mais l'auteur note que le gouvernement chinois considère que les chiffres de l'aide extérieure, les modalités des contrats et les autres données pertinentes sont des secrets d'État.

Au vu de ces multiples difficultés, les critiques de l'auteur à l'égard du manque de transparence de la Chine sont curieusement rares et pour l'essentiel implicites. Elle cite le vieux poncif connu de tous les étudiants : le pluriel d'anecdote n'est pas «données», mais poursuit en disant qu'il faudra se contenter d'anecdotes tant qu'on n'aura pas de meilleures informations. Néanmoins, le lecteur reste déçu d'être renvoyé systématiquement à des articles de presse ou à des entretiens.

Thomas Dorsey

Conseiller, Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI

A

L'ABC de l'économie : Qu'est-ce que l'inflation? mars; L'offre et la demande, juin; Le chômage, c'est quoi? septembre; Qu'entend-on par externalités? décembre

Shekhar Aiyar et Rodney Ramcharan, *Un bon départ*, mars

Rabah Arezki et Markus Brückner, *Dettes et démocratie*, juin

Rabah Arezki, Bertrand Candelon, et Amadou N.R. Sy, *Les mauvaises nouvelles circulent vite*, décembre

Vivek Arora et Athanasios Vamvakidis, *Quelle est l'influence de la Chine?* décembre

Irena Asmundson, *L'offre et la demande*, juin

B

Bas B. Bakker et Anne-Marie Gulde, *À la recherche de la stabilité*, juin

Emanuele Baldacci, Sanjeev Gupta, et Carlos Mulas-Granados, *Maîtriser la dette*, décembre

Steve Barnett et Nigel Chalk, *Un dispositif de protection sociale*, septembre

Andrew Berg et Luis-Felipe Zanna, *Laide : bonne ou mauvaise?* septembre

Helge Berger et Martin Schindler, *Retour en forme*, septembre

Pelin Berkmen, Gaston Gelos, Robert Rennhach, et James P. Walsh, *Différences d'impact*, mars

Jagdish Bhagwati, *Repenser les OMD*, septembre

Ashok Vir Bhatia, *Après la supernova*, septembre

Alan S. Blinder et Mark Zandi, *Une relance efficace*, décembre

Alex Bowen, Mattia Romani, et Nicholas Stern, *Le défi du siècle*, mars

Trung Bui et Tamim Bayoumi, *Quand la coupe déborde*, mars

Adelheid Burgi-Schmelz, *Compléter les statistiques financières internationales*, septembre

C

Michel Camdessus et Renaud Guidée, *Une règle budgétaire*, septembre

Jorge Ivan Canales-Kriljenko, Brahim Coulibaly, et Herman Kamil, *Deux régions aux profils contrastés*, mars

Florenca Carbone, Julian Ryall, Jacqueline Deslauriers, Niccole Braynen-Kimani et Hyun-Sung Khang, *Les visages de la crise un an après*, décembre

José M. Cartas, *Recul de la dollarisation en Amérique latine*, mars

José M. Cartas et Martin McConagha, *Le crédit au secteur privé reste faible*, juin

Kevin Cheng, Erik De Vrijer, et Irina Yakadina, *Le long terme est proche*, septembre

Benedict Clements, David Coady, et John Piotrowski, *Énergie : les subventions coûtent cher*, juin

Jeremy Clift, *La médaille et son revers*, mars; *Paroles d'économistes : Avinash Dixit*, décembre

Pedro Conceição et Selim Jahan, *Accomplir des progrès décisifs*, septembre

D

Mai Chi Dao et Prakash Loungani, *La tragédie du chômage*, décembre

David Dawe et Denis Drechsler, *Le fléau de la faim*, mars

Randall Dodd, *Transactions opaques*, mars; *Bombes municipales*, juin

E

Mohamed A. El-Erian, *Les fonds souverains et la nouvelle normalité*, juin

Katrin Elborg-Weitek et Robert Gregory, *Les pays pauvres peuvent exporter davantage*, décembre

Sara Elder, *Jeune cherche emploi*, décembre

F

Harald Finger et Azim Sadikov, *Réduire la dette publique*, juin

G

Melinda Gates, *Sauvons la vie des mères*, septembre

Delfin S. Go, *Réduire la mortalité infantile*, septembre

Delfin S. Go, Richard Harmsen, et Hans Timmer, *Retrouver l'élan*, septembre

Gros plan : Recul de la dollarisation en Amérique latine, mars; Le crédit au secteur privé reste faible, juin; Face aux afflux croissants de capitaux, septembre; Le commerce mis à mal, décembre

Dominique Guillaume et Roman Zytke, *Réduire le prix exorbitant de l'énergie bon marché*, juin

H

Maher Hasan et Jemma Dridi, *Mise à l'épreuve*, décembre

Thomas Helbling, *Qu'entend-on par externalités?* décembre

Christian Henn et Brad McDonald, *Éviter le protectionnisme*, mars

Mark Horton, *Un avenir budgétaire difficile*, septembre

I

Patrick Imam et Kangni Kpodar, *Bon pour la croissance?* décembre

J

Simon Johnson, *Les bonus et le «cycle apocalyptique»*, mars

K

Sanjay Kalra, *Marchés profonds, capital moins cher*, juin

Steven N. Kaplan, *Les banquiers doivent-ils toucher leurs bonus?* mars

May Khamis et Abdelhak Senhadji, *Les leçons du passé*, mars

Hyun-Sung Khang, *Paroles d'économistes : Jang Hasung*, juin

Annamaria Kokenyne, *Face aux afflux croissants de capitaux*, septembre

M. Ayhan Kose et Eswar S. Prasad, *Les pays émergents à l'âge adulte*, décembre

Laurence J. Kotlikoff, *Une crise budgétaire cachée*, septembre

Michael Kumhof et Romain Rancière, *Endettement et inégalités*, décembre

L

Prakash Loungani, *Immobilier : les prix vont-ils encore baisser?* mars

M

Hunter Monroe, Ana Carvajal, et Catherine Pattillo, *Les dangers des systèmes de Ponzi*, mars

O

Ceyda Oner, *Qu'est-ce que l'inflation?* mars; *Le chômage, c'est quoi?* septembre

İnci Ötkeç-Robe et Ceyla Pazarbasioglu, *Un métier à risques*, décembre

P

Arvind Panagariya, *Sortir de la pauvreté*, septembre

Paroles d'économistes : Daron Acemoglu, mars; Jang Hasung, juin; Maria Ramos, septembre; Avinash Dixit, décembre

Pleins feux : Le fléau de la faim, mars; Énergie : les subventions coûtent cher, juin; Réduire la mortalité infantile, septembre; Jeune cherche emploi, décembre

William Poole, *Les principes de la réforme*, juin

Eswar Prasad, *Après la chute*, juin

Q

Marc Quintyn et Geneviève Verdier, *Question de confiance*, décembre

R

Rodney Ramcharan, *Inégalités intenable*, septembre

Scott Roger, *Ciblage de l'inflation : 20 ans déjà*, mars

Andrew K. Rose et Mark M. Spiegel, *L'effet olympique sur le commerce*, mars

S

Anoop Singh, *L'Asie montre la voie*, juin

Duvvuri Subbarao, *Nouvelles règles du jeu pour les banques centrales*, juin

U

Olaf Unterberdoerster, *Au service de la croissance*, juin

W

Simon Willson, *Paroles d'économistes : Daron Acemoglu*, mars; *Maria Ramos*, septembre

Y

Linda Yueh, *Une Chine plus forte*, juin

Z

S. Raihan Zamil, *Le jour du jugement*, septembre

Min Zhu, *Conseiller spécial du Directeur général*, juin

Kim Zieschang, *Le commerce mis à mal*, décembre

Andrew Zimbalist, *Cela vaut-il le coût?* mars

NOTES DE LECTURE

Deborah Brautigam, *The Dragon's Gift: The Real Story of China in Africa*, décembre

Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege: The Decline of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, décembre

Martin Gilman, *No Precedent, No Plan: Inside Russia's 1998 Default*, septembre

David Harvey, *The Enigma of Capital*, septembre

R. Glenn Hubbard et William Duggan, *The Aid Trap: Hard Truths about Ending Poverty*, mars

Harold James, *The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle*, mars

Simon Johnson et James Kwak, *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, juin

Simon Kuper et Stefan Szymanski, *Soccernomics*, mars

Henry M. Paulson, Jr., *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, juin

Raghuram G. Rajan, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, juin

Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, mars

Dani Rodrik, *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, décembre

Nouriel Roubini et Stephen Mihm, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, septembre

Andrew Sheng, *From Asian to Global Financial Crisis: An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, juin

Muhammad Yunus, *Building Social Business: The New Kind of Capitalism That Serves Humanity's Most Pressing Needs*, juin

La nouvelle bibliothèque électronique du FMI

Une analyse approfondie et indispensable



La bibliothèque électronique du FMI vous donne accès à de nombreux outils d'analyse financière : publications, livres, documents de travail, études, données et statistiques. Obtenez l'information dont vous avez besoin, d'une source fiable.

Voir démo à l'adresse www.beta-elibrary.imf.org

F O N D S M O N É T A I R E I N T E R N A T I O N A L

Finances & Développement, décembre 2010 8 \$



MFIFA2010004