



**FINANCES et DÉVELOPPEMENT**

Juin 2012 8 \$

- La reprise mondiale en perspective
- Excédents et déficits selon El-Erian
- Le blanchiment en action

**LA CRISE ET  
APRÈS**

## 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

### RÉDACTEUR EN CHEF

Jeremy Clift

### ÉDITRICE EN CHEF

Marina Primorac

### RÉDACTEURS PRINCIPAUX

Camilla Andersen James L. Rowe, Jr.  
Hyun-Sung Khang Simon Willson  
Natalie Ramirez-Djumena

### RÉDACTEUR EN LIGNE

Glenn Gottselig

### RÉDACTEURS

Khaled Abdel-Kader Jacqueline Deslauriers  
Maureen Burke Lika Gueye

### DIRECTRICE ARTISTIQUE

Luisa Menjivar

### SPÉCIALISTE DE PRODUCTION MULTIMÉDIAS

Lijun Li

### GRAPHISTE

Seemeen Hashem

### RESPONSABLE DES MÉDIAS SOCIAUX

Sara Haddad

### ASSISTANTE PRINCIPALE DE RÉDACTION

Niccole Braynen-Kimani

### ASSISTANT DE RÉDACTION

Harris Qureshi

### CONSEILLERS DE LA RÉDACTION

Bas Bakker James Gordon  
Nicoletta Batini Thomas Helbling  
Helge Berger Laura Kodres  
Tim Callen Paolo Mauro  
Paul Cashin Gian Maria Milesi-Ferretti  
Adrienne Cheasty Paul Mills  
Alfredo Cuevas Martin Muhleisen  
Marcello Esteveño Uma Ramakrishnan  
Domenico Fanizza Abdelhak Senhadji

### ÉDITION FRANÇAISE

Publiée sous la direction de Eugenio Maseda, avec le concours de Monica Nepote-Cit, section française des services linguistiques. Mise sous presse par United Litho Inc., Ashburn, Virginia (U.S.A.)

© 2012 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](http://www.imf.org/external/terms.htm) ou envoyer votre demande à [copyright@imf.org](mailto:copyright@imf.org). L'autorisation de reproduction à des fins commerciales s'obtient en ligne auprès du **Copyright Clearance Center** ([www.copyright.com](http://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  
Finances & Développement  
PO Box 92780  
Washington, DC, 20090, USA  
Téléphone : (202) 623-7430  
Télécopie : (202) 623-7201  
Courriel : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)

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



FINANCES & DÉVELOPPEMENT PUBLICATION  
TRIMESTRIELLE DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL  
Juin 2012 • Volume 49 • Numéro 2

## DOSSIER

### CINQ ANS APRÈS

#### 8 La crise et au-delà

Cinq ans après que les premiers remous sur le marché hypothécaire américain ont laissé présager la plus grande crise financière mondiale depuis les années 30, l'économie mondiale reste en difficulté  
*James L. Rowe, Jr.*

#### 10 La reprise mondiale en perspective

La plupart des pays émergents s'en sortent bien, mais ce n'est pas le cas pour la plupart des pays avancés. Il semble peu probable que cela change  
*M. Ayhan Kose, Prakash Loungani et Marco E. Terrones*

#### 14 Réparer le système

Après une vague d'initiatives pour réformer une réglementation financière jugée par beaucoup comme cause de la crise mondiale, l'élan réformateur est retombé  
*Laura Kodres et Aditya Narain*

#### 17 Politique commerciale : bilan positif?

Pas de recours généralisé au protectionnisme pendant la crise mondiale, mais des évolutions récentes en ce sens  
*Bernard Hoekman*

#### 20 Réduire la dette

Dans beaucoup de pays avancés, la reprise se fera attendre tant que les ménages et les établissements financiers n'auront pas assaini leurs bilans  
*Stijn Claessens*

#### 24 Témoins innocents de la débâcle

Les pays émergents et à faible revenu ont surmonté la récession mondiale. Peuvent-ils survivre à d'autres chocs?  
*Sarwat Jahan et Brad McDonald*

#### 27 Un déséquilibre stable

La persistance d'excédents et de déficits de paiements considérables menace à terme le bien-être économique et la stabilité financière  
*Mohamed A. El-Erian*

#### 30 Le boom des produits de base

La crise économique mondiale a beaucoup moins touché les cours des produits de base que les récessions antérieures. Les perspectives à long terme sont toutefois incertaines  
*Thomas Helbling*

### AUSSI DANS CE NUMÉRO

#### 34 L'investissement se met au vert

L'investissement dans les technologies respectueuses de l'environnement progresse dans le monde entier  
*Luc Eyraud et Benedict Clements*

#### 38 L'argent sale pollue l'économie

Outre ses victimes innocentes, le blanchiment d'argent peut avoir de lourdes conséquences pour les économies nationales  
*Paul Ashin*



## Cela fait cinq ans

**T**OUT a commencé aux États-Unis avec des créances hypothécaires titrisées risquées. Les premiers remous datent du milieu de 2007 : ensuite, il a fallu un an pour que la crise financière mondiale éclate et pour que les dirigeants réalisent vraiment ce à quoi ils étaient confrontés. Mais lorsque les autorités américaines ont laissé la banque d'investissement Lehman Brothers tomber en faillite le 15 septembre 2008, ce fut un tsunami dont les répercussions se font encore sentir aujourd'hui.

Cinq ans après le début de ce qui s'est avéré être la pire crise économique depuis la Grande Dépression des années 30, l'économie mondiale reste en difficulté. Des millions de personnes sont au chômage (en particulier des jeunes, voir le numéro de *F&D* de mars 2012), ce qui entraîne de graves tensions sociales dans certains pays.

Dans le numéro présent, nous examinons le monde cinq ans après le début de la crise. Selon les données disponibles, l'avenir de l'économie mondiale s'annonce complexe et contrasté.

Parmi les causes innombrables de la Grande Récession figuraient une réglementation financière inadéquate et des problèmes de bilan dus à l'accumulation de dettes excessives par les établissements financiers, les ménages et les États. La plupart des excès étaient limités aux pays avancés, et seules des mesures créatives et massives, surtout aux États-Unis, ont

empêché un effondrement total du système financier mondial. Aujourd'hui, les États-Unis se portent mieux, mais la crise de la dette souveraine en Europe continue de saper la confiance.

Nos articles examinent la crise sous différents angles, notamment les mesures prises pour réparer la réglementation et les retombées sur les «innocents», c'est-à-dire les pays émergents et les pays à faible revenu qui ont relativement bien surmonté la récession mondiale, mais qui sont maintenant vulnérables à d'autres chocs. Mohamed El-Erian analyse les déséquilibres mondiaux élevés qui subsistent dans une situation de déséquilibre dangereuse mais stable (pour l'instant).

Dans la rubrique «Entre nous», Carlo Cottarelli recommande une approche prudente et nuancée en matière de réduction de la dette, qui n'étouffe pas la croissance nécessaire pour créer des emplois.

D'autres articles portent sur la création d'emplois en Asie du Sud, l'accès à l'eau potable, la croissance de l'investissement vert et les problèmes du blanchiment d'argent et des économies parallèles. Nous brossons aussi le portrait de Laura Tyson, première femme à diriger le Council of Economic Advisers américain (sous le Président Clinton), qui souligne que, malgré ses inconvénients, la plus grande interdépendance mondiale présente des bienfaits considérables.

**Jeremy Clift**  
Rédacteur en chef

### 42 Sortir de l'ombre

Les États ont raison de réduire la taille de l'économie souterraine en améliorant les institutions propices à une croissance solidaire  
*Anoop Singh, Sonali Jain-Chandra et Adil Mohammad*

### 48 Créer des emplois de qualité

L'augmentation rapide de la population active en Asie du Sud exige des réformes multisectorielles pour pérenniser la croissance des emplois de qualité  
*Kalpana Kochhar, Pradeep Mitra et Reema Nayar*

## RUBRIQUES

### 2 Courrier des lecteurs

### 4 Paroles d'économistes

#### L'ennemie des inégalités

*Jeremy Clift brosse le portrait de Laura Tyson, première femme à diriger le Council of Economic Advisers*

### 32 Pleins feux

#### De l'eau pour tous

L'objectif fixé pour l'eau potable a été atteint, mais plus de 780 millions de personnes n'ont toujours pas accès à de l'eau potable  
*Natalie Ramirez-Djumena*

### 46 L'ABC de l'économie

#### La fonction des marchés monétaires

Mettre en rapport les prêteurs et les emprunteurs pour répondre à leurs besoins  
*Randall Dodd*

### 52 Entre nous

#### L'ère de l'austérité

Les pays avancés font face à une situation difficile alors qu'ils cherchent à équilibrer leur budget et à réduire leur dette  
*Carlo Cottarelli*

### 54 Notes de lecture

*The Occupy Handbook*, Janet Byrne (directrice de publication)  
*End This Depression Now!* Paul Krugman  
*An Economist Gets Lunch*, Tyler Cowen

### 57 Gros plan

#### Emprunts du G-7 à l'étranger

En pourcentage du PIB, le Royaume-Uni arrive en tête  
*Tamara Razin, Marcelo Dinenzon et Martin McCanagha*

**Illustrations :** Couverture, pages 14, 20, 23 et 28, Seemeen Hashem/FMI; pages 8-9, Lina Liberace.

**Photographies :** p. 4, Richard Kalvar/Magnum Photos; p. 6, Joshua Roberts/AFP/Getty Images; p. 10, Dennis Frates/Aflo Relax/Corbis; p. 17, The Irish Image Collection/Design Pics/Corbis; p. 24, Sam Panthaky/AFP/Getty Images/Newscom; p. 27, Pimco; p. 30, DPA/ZUMApresse.com; p. 32, iStock; p. 33, Karen Kasmauski/Science Faction/Corbis; p. 34, Paul Souders/Corbis; p. 38, Thomas Peter/Reuters/Newscom; p. 43, Bishop Asare/EPA/Newscom; p. 48, Munir Uz Zaman/AFP/Getty Images; pages 52, 54-56, Stephen Jaffe/FMI.

Disponible en ligne à [www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)

 Rendez-vous sur la page Facebook de F&D : [www.facebook.com/FinanceandDevelopment](http://www.facebook.com/FinanceandDevelopment)

## Dépenses sociales dans les pays pauvres

Nous avons lu avec beaucoup d'intérêt l'article «Des critiques fondées?» (décembre 2011). La réponse, semble-t-il, est clairement «non» : les programmes du FMI ne nuisent pas aux dépenses sociales dans les pays pauvres, mais les renforcent en accroissant l'espace budgétaire. Ces conclusions reprennent celles du rapport de 2003 du Bureau indépendant d'évaluation (BIE) du FMI sur le même sujet.

Si elles sont exactes, il s'agit de bonnes nouvelles : le FMI aurait tiré les leçons des erreurs qu'il a commises. C'est ce que nous affirmons dans un article publié en 2006 dans *International Organization* où nous réexaminons le rapport du BIE et notons que les directives de 1997 sur les dépenses sociales sont peut-être un tournant pour ce qui est des effets des programmes du FMI (cela cadre avec l'accélération des ratios dépenses/PIB depuis 2000 observée par le FMI). Toutefois, vous n'abordez pas notre observation principale, à savoir que les effets des programmes du FMI diffèrent selon le régime politique du pays bénéficiaire et que les effets négatifs de ces programmes sur les dépenses sociales sont particulièrement prononcés dans les démocraties en développement. L'aspect politique est important, et le FMI ignore cet élément inexorable de la vie sociale à son détriment.



**Irfan Nooruddin**

Chercheur, Woodrow Wilson International Center for Scholars, Washington

**Joel W. Simmons**

Professeur associé, Département des sciences politiques, Université d'État de l'Ohio, Columbus, Ohio  
Chargé de cours, Département des sciences politiques, Université du Maryland, College Park, Maryland

### Réponse des auteurs

Nous sommes d'accord avec les professeurs Nooruddin et Simmons : le régime politique peut influencer sur les dépenses sociales. Nos résultats confirment que les hausses des dépenses sociales ont été plus fortes dans les pays à faible revenu dont l'indice de démocratie est plus élevé (voir graphique). Par ailleurs, ils indiquent aussi que les hausses des dépenses d'éducation et de santé ont été *plus élevées* en pourcentage du PIB, en pourcentage des dépenses publiques, ainsi qu'en termes réels par habitant, dans les pays appliquant un programme appuyé par le FMI.

Nous avons évalué aussi les effets des indices de démocratie dans notre modèle économétrique, à l'aide d'une méthode similaire à celle du document de 2006 des professeurs Nooruddin et Simmons qui met en relation la présence d'un programme du FMI et un indice de démocratie. L'effet était statistiquement insignifiant pour les dépenses d'éducation et de santé en pourcentage du PIB et des dépenses publiques, sauf l'effet sur les dépenses de santé en pourcentage du PIB, qui était positif. Notre analyse n'indique donc pas que les programmes appuyés par le FMI aboutissent à des hausses plus faibles des dépenses dans des démocraties.

**Masahiro Nozaki**

**Benedict Clements**

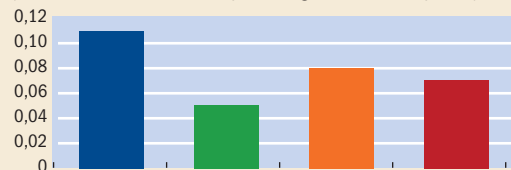
**Sanjeev Gupta**

## La démocratie compte

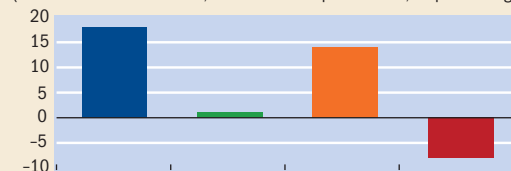
Les pays qui appliquent un programme appuyé par le FMI et dont l'indice de démocratie est élevé dépensent généralement plus pour la santé et l'éducation.

### DÉPENSES DE SANTÉ

(variation annuelle médiane, en pourcentage du total des dépenses)



(variation annuelle médiane, en termes réels par habitant, en pourcentage)

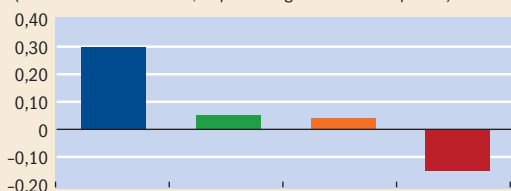


(variation annuelle médiane, en pourcentage du PIB)

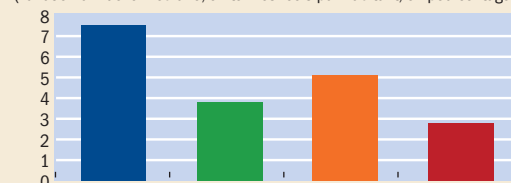


### DÉPENSES D'ÉDUCATION

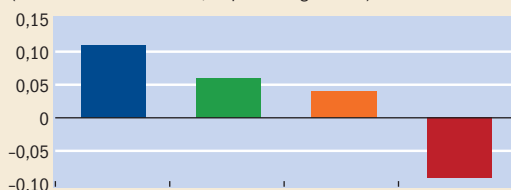
(variation annuelle médiane, en pourcentage du total des dépenses)



(variation annuelle médiane, en termes réels par habitant, en pourcentage)



(variation annuelle médiane, en pourcentage du PIB)



■ Régime très démocratique avec programme  
■ Régime très démocratique sans programme  
■ Régime peu démocratique avec programme  
■ Régime peu démocratique sans programme

Source : estimations des services du FMI.

Note : Les graphiques donnent la variation annuelle médiane des dépenses d'éducation et de santé pendant la période 1985-2009 et reposent sur les indices de démocratie du projet Polity IV, qui vont de -10 à 10 (-10 à -1 : régimes peu démocratiques; 0 à 10 : régimes très démocratiques).

## Un avertissement sur les notes de crédit

Dans son article de mars 2012 «Le b. a.-ba des notes», Panayotis Gavras examine bien des aspects intéressants, sauf, malheureusement, la véritable erreur fondamentale des autorités de réglementation de Bâle lorsqu'elles ont utilisé les notes de crédit pour déterminer les ratios de fonds propres des banques.

Les banques tiennent déjà compte des risques perçus, comme ceux inclus dans les notes de crédit, par le biais des taux d'intérêt, des montants engagés et des autres conditions générales. Lorsque les autorités définissent les normes de fonds propres sur la base des mêmes impressions, ces dernières sont prises en compte deux fois : en conséquence, ce qui est officiellement jugé non risqué devient encore plus attrayant et ce qui est officiellement jugé risqué le devient encore moins.



Si elle est prise en compte de manière excessive, toute information, par exemple sur le risque de défaillance, devient mauvaise, même si elle est parfaite.

Si ce n'est pas compris, c'est peut-être parce que presque tout le monde pense que cette crise résulte d'une prise de risque excessive, bien que le fait que tous les problèmes tiennent à une exposition excessive à ce qui était jugé absolument non risqué, et qu'il y ait une exposition insuffisante à ce qui est jugé officiellement risqué, comme les petites entreprises, indique que nous sommes plutôt en présence d'une aversion excessive pour le risque qui est perverse et provoquée par la réglementation.

Lorsque les autorités de réglementation ont décidé de gérer les risques pour le monde entier, elles ont oublié ou ignoré le fait que toutes les crises bancaires ont été le résultat d'une exposition excessive à ce qui était jugé sûr et jamais à ce qui était jugé risqué *ex ante*.

**Per Kurowski**

*Ancien administrateur de la Banque mondiale (2002-04)*

**Nous acceptons volontiers vos lettres.** Écrivez (300 mots maximum) à [fandletters@imf.org](mailto:fandletters@imf.org) ou à Editor-in-Chief, *Finance & Development*, International Monetary Fund, Washington DC 20431, (U.S.A). Les lettres peuvent être modifiées pour des raisons d'espace.

# Science funeste?

## FMI



Écoutez nos entretiens avec des experts  
en économie et décidez : [www.imf.org/podcasts](http://www.imf.org/podcasts)



## L'ennemie des inégalités

Jeremy Clift brosse le portrait de **Laura Tyson**, première femme à diriger le Council of Economic Advisers

Tyson pendant un colloque sur le genre à Davos.

**L**AURA TYSON passe beaucoup de temps à réfléchir aux écarts et aux déficits : l'écart d'emploi, l'écart de revenu, l'écart d'éducation, l'inégalité entre les sexes et, ce qui est peut-être le plus inquiétant, l'énorme déficit budgétaire américain.

Elle constate avec inquiétude que les États-Unis perdent leur prééminence, que le rêve américain d'une prospérité toujours croissante devient plus difficile à atteindre.

«Même avant la Grande Récession, la situation des travailleurs et des ménages américains n'était pas bonne», dit Laura D'Andrea Tyson, professeur d'économie et de gestion à l'université de Californie, Berkeley. Elle a un certain nombre de premières à son actif. Première femme à présider le Council of Economic Advisers (sous la présidence de Bill Clinton), elle est aussi la première femme à avoir dirigé la London Business School, où elle a fondé le Center for Women in Business.

«Entre 2000 et 2007, le taux de croissance de l'emploi est tombé à la moitié seulement de son niveau des trois décennies précédentes. La croissance de la productivité était forte, elle a augmenté beaucoup plus vite que les salaires, et la rémunération horaire réelle des travailleurs a diminué en moyenne, affectant même les titulaires d'un diplôme universitaire», nous dit-elle pendant une pause entre deux cours de MBA.

Pour elle, les protestations contre l'augmentation de l'inégalité de revenus aux États-Unis, où 1 % de la population est infiniment plus riche que les 99 % restants, constitue la nouvelle grande cause de notre époque. «C'est une question générationnelle aujourd'hui

pour ceux qui ont entre 25 et 35 ans. C'est leur monde, comme le mien était celui du mouvement contre la guerre du Vietnam.»

Le mouvement qui a commencé par des manifestations contre les sauvetages de banques et la corruption à Wall Street a abouti aux «occupations» dans le monde entier, mais surtout dans les pays avancés.

### Briser le plafond de verre

Tyson a été l'architecte du programme économique national et international de Clinton pendant son premier mandat quand, succédant à Robert Rubin, elle a présidé le National Economic Council entre février 1995 et décembre 1996, devenant ainsi la femme la plus gradée de la Maison-Blanche.

Clinton était attiré par son idée d'un «unilatéralisme agressif» en matière commerciale, qu'il considérait comme réaliste et pragmatique. Le livre de Tyson *Who's Bashing Whom? Trade Conflict in High-Technology Industries*, publié en 1992, a donné le ton des négociations que Clinton allait avoir avec les Japonais sur les échanges et le protectionnisme.

Le problème à l'époque venait du défi impressionnant que le Japon et l'Europe lançaient aux États-Unis, surtout dans le domaine de la fabrication et de l'exportation de biens à haute technologie.

Rejetant le libre-échange incontrôlé, Tyson proposait d'élargir l'accès au marché par des négociations serrées sur les tarifs et autres obstacles au commerce, appuyées par une menace crédible de représailles contre ceux qui fermeraient leur marché aux importations américaines.

## Économie appliquée

Le Président Clinton, dans son autobiographie *My Life*, dit qu'il a choisi Tyson pour présider le Council of Economic Advisers parce qu'elle l'impressionnait par sa connaissance de la technologie, de l'industrie et du commerce, «questions microéconomiques qui, à mon avis, avaient été trop longtemps négligées dans l'élaboration de la politique économique nationale».

Bien qu'elle ait acquis le respect des économistes par la suite, sa nomination déclencha un tollé chez les tenants de la théorie dominante qui contestaient ouvertement ses titres et ses compétences analytiques. «Si les économistes sont souvent la cible de plaisanteries, il est rare que l'un d'entre eux subisse une agression publique de la part de ses collègues», remarquait le magazine *Businessweek* en février 1993.

Pourtant, à certains égards, sa méthode combinant analyse économique et stratégie politique ciblée et calculée était en avance. Tyson, qui enseigne aujourd'hui à la Haas School of Business de Berkeley, apprécie toujours la vigueur du débat économique et de la contestation politique, rédigeant régulièrement des blogs et des articles pour des magazines et des journaux, notamment le blog Economix du *New York Times* et la A-List du *Financial Times*.

«Je fais un cours sur la pratique des affaires dans les pays émergents», dit Tyson, qui est mariée au scénariste Erik Tarloff, auteur du roman *Face-Time* et d'épisodes de la série télévisée à succès *M\*A\*S\*H*. Il tient actuellement un blog pour le magazine *Atlantic*. Elle ajoute : «Je dis aux étudiants qu'il s'agit à moitié de stratégie — je ne suis pas stratégeste, mais j'ai roulé ma bosse, je siège dans des conseils d'administration et j'ai dirigé des écoles de gestion, donc je comprends la stratégie — et à moitié d'économie.»

## Sceptique vis-à-vis du marché

Manifestement, la profession a changé, mais, d'après *Businessweek*, ce qui choquait ses collègues universitaires, c'est «qu'elle est beaucoup plus ouverte que la plupart des économistes à l'idée d'une action de l'État».

«Il ne faut pas se laisser aveugler par l'idée commode qu'en l'absence d'intervention de l'État, le destin des industries de haute technologie américaine sera déterminé par les forces du marché», écrivait Tyson dans *Who's Bashing Whom?* Le magazine précisait : «Ce scepticisme quant à la sagesse de la main invisible la rend *persona non grata* dans une profession où la croyance dans le marché est absorbée avec le lait maternel.»

L'économiste James Galbraith a pris sa défense. Dans un article du mensuel de gauche *American Prospect* en mars 1993, il la décrit comme méticuleuse et précise, «ni polémique ni branchée». D'après lui, elle menaçait «les économistes professionnels à qui la sacralisation du marché a fourni un programme tout fait. Que vont-ils faire si leur formule passe-partout ne suffit plus? Peut-être que tous ces vieux pontes sont vraiment menacés par sa nomination» (voir encadré 1).

## Le souci de la compétitivité

Dans son étude sur les échanges et l'emploi rédigée avec le professeur de Berkeley John Zysman, Tyson étudiait les causes de la baisse de l'emploi manufacturier aux États-Unis dans les années 80 et de la dégradation générale de la position concurren-

tielle du pays, en examinant les effets du commerce sur l'emploi dans quatre secteurs (habillement, automobile, semi-conducteurs et matériel de télécommunication). Les facteurs souvent cités comme la hausse du dollar, le protectionnisme et la faible croissance dans les marchés étrangers jouaient certes un rôle important. Toutefois, elle constatait que d'autres facteurs, comme l'attachement du gouvernement à une politique de libre-échange alors que les autres pays n'appliquaient pas les mêmes règles, comptaient relativement davantage.

«Elle a persuadé Clinton et ses conseillers économiques d'adopter une variante du commerce organisé — conclure des systèmes d'accords définissant les résultats voulus au lieu de laisser fonctionner librement le flux de biens — lorsqu'il s'agit de faciliter le développement des industries de haute technologie. Cette politique a joué un rôle essentiel», écrivent James et Julianne Cicarelli (*Distinguished Women Economists*), «dans la véritable explosion du commerce international à la fin des années 90, lançant l'économie américaine dans un essor sans précédent que l'on peut seulement décrire comme une expansion parfaite».

## Nouveaux acteurs

Aujourd'hui, les acteurs ont peut-être changé, mais la plupart des inquiétudes subsistent. Tyson se préoccupe toujours du déclin des résultats de l'économie américaine. Toutefois, elle s'inquiète maintenant davantage de la Chine et des autres pays émergents dynamiques, bien qu'elle se hâte de souligner que Clinton n'a jamais eu à faire face à un ralentissement économique comparable à celui qu'affronte le Président Obama.

Encadré 1

### Économie : un nouveau paradigme

La crise économique mondiale a détruit la croyance des économistes dans l'infaillibilité du marché.

«L'erreur fondamentale était de croire que les individus rationnels se réglementent eux-mêmes», dit Tyson, en réfléchissant à la crise mondiale au cours d'une visite à New York. «D'abord, j'ai dit rationnels, or tout indique que les acteurs individuels ne sont pas toujours rationnels, et les modèles économiques n'en tiennent pas compte.

«À la base, les modèles disent que, si l'on regroupe toutes les décisions individuelles, on obtient un résultat valable. Pourtant, quand on constate que les individus se comportent de façon irrationnelle et, quand on y ajoute l'effet de l'instinct grégaire, on voit que le système peut vraiment dérailler. Et il a déraillé.

«Les économistes comprennent aujourd'hui que le marché n'est pas toujours efficient. Nous allons étudier sérieusement les erreurs de comportement prévisibles. Nous allons intensifier la réglementation, parce que nous ne croyons plus que les individus se réglementent eux-mêmes. Ils réagissent aux règles, donc nous ferions mieux de réfléchir à ce que sont ces règles.

«Je pense donc que l'on assiste à un changement considérable de la réflexion sur les défaillances du marché. Pourquoy supposons-nous que les marchés sont parfaitement informés? Pour la plupart, ils ne le sont pas ou, s'ils ont une information parfaite, les acteurs n'y font pas attention. Quelle que soit la raison, il faut bien supposer qu'ils risquent d'arriver à un résultat qui n'est pas optimal. C'est donc un très grand changement.»

«Le problème a une tout autre ampleur et le climat politique d'aujourd'hui [aux USA] est aussi plus mauvais.»

Le monde est devenu beaucoup plus connecté et interdépendant, donc les problèmes dans une partie du globe risquent beaucoup plus de toucher les autres parties. «Selon la plupart des mesures de l'interdépendance et probablement toutes les mesures que l'on pourrait inventer, le monde est plus interdépendant», dit-elle.

«À mon avis, cela signifie qu'il faut une meilleure coordination, une meilleure compréhension de la politique en matière de marchés financiers et des flux de capitaux. Le système financier mondial est beaucoup plus complexe, et nous n'avons pas trouvé la bonne façon de le réglementer», dit Tyson, actuellement conseillère principale au McKinsey Global Institute, à l'institut de recherche du Crédit Suisse et à la société d'investissement Rock Creek Group.

## Des bons maîtres

Le père de Tyson était un italo-américain de la deuxième génération qui a combattu pendant la Seconde Guerre mondiale. Il avait des ambitions et il a poussé ses enfants. Née à Bayonne, New Jersey, en 1947, Tyson est sortie avec la mention très bien de Smith, collège privé pour filles, et a obtenu un doctorat d'économie en 1974 au Massachusetts Institute of Technology, où elle a été la disciple d'Evsey Domar, économiste d'origine russe qui a élaboré un modèle de croissance important et suscité chez Tyson un intérêt pour les économies dirigées à la manière soviétique. Consultante à la Banque mondiale pendant un temps, elle a travaillé sur les économies socialistes d'Europe orientale, collaboré brièvement avec l'économiste hongrois bien connu Béla Balassa, ainsi qu'avec la spécialiste du développement Irma Adelman, qui était à l'époque l'une des femmes les plus gradées à la Banque. Elle a enseigné l'économie trois ans à Princeton, puis est passée en 1978 à Berkeley, où elle travaille toujours de façon intermittente.

Ses parents lui conseillaient des études de gestion. Toutefois, «je me suis convertie instantanément à l'économie après avoir suivi un seul cours. J'ai toujours pensé que c'était un outil formi-



Le Président Clinton nomme Tyson à la tête du National Economic Council.

dable pour la politique publique, donc je m'y suis accrochée. Je crois que j'ai pris la bonne décision. J'aime toujours l'économie.»

Tyson, qui a participé à la rédaction du rapport sur l'inégalité entre les sexes à l'échelle mondiale (*Global Gender Gap*) du Forum économique mondial, constate que la situation des femmes progresse dans le monde, mais lentement, et qu'elle est toujours en retard, surtout au niveau de la représentation politique (voir encadré 2).

Ses liens avec les Clinton et sa défense des femmes ont fait d'elle un soutien naturel de Hillary Clinton quand, en 2008, celle-ci a cherché à obtenir la nomination du parti démocrate. Elle s'est par la suite convertie à la cause d'Obama quand Clinton s'est retirée de la course en juin.

Soutien actif du Président Obama, elle est aussi membre du Council on Jobs and Competitiveness, institution non partisane qui est présidée par Jeffrey Immelt, PDG de General Electric. La tâche colossale de ce conseil consiste à trouver de nouveaux moyens pour promouvoir la croissance en investissant dans les entreprises américaines pour les encourager à embaucher et

Encadré 2

### Des progrès trop lents pour les femmes

Le rapport sur les inégalités entre les sexes cherche à mesurer la situation des femmes dans le monde.

«Nous étudions 135 pays sous l'angle des inégalités en matière de représentation politique, d'opportunités économiques, d'accès à l'éducation ou de résultats éducatifs et d'accès à la santé», dit Tyson, qui a défendu l'idée d'une «recherche positive» pour promouvoir les femmes qualifiées. «Depuis 2006, lorsque nous avons commencé nos mesures, la plupart des pays ont fait des progrès, surtout dans l'éducation et la santé. C'est au niveau des opportunités économiques et de la représentation politique que les femmes ont le plus de retard. Dans le monde, les femmes détiennent moins de 20 % des postes de décision au niveau national.»

«Notre but est de nous centrer sur la question de savoir si l'inégalité entre les hommes et les femmes ... a diminué, et non de savoir si les femmes gagnent la bataille des sexes», dit le rapport coécrit avec Ricardo Hausmann, directeur du Center for International Development de Harvard.

Soulignant qu'il s'agit d'un travail comparatif et non prescriptif, Tyson dit que le rapport s'efforce d'analyser les meilleures pratiques, par exemple comment les gouvernements ont tenté d'améliorer la représentation politique, ou comment les entreprises ont fait pour recruter et conserver des femmes. Elle a beaucoup d'expérience et d'idées en la matière. Elle siège aux conseils de plusieurs sociétés et, en 2003, le gouvernement britannique lui a demandé de réfléchir aux moyens d'accroître la diversité dans les conseils d'administration.

Elle attire l'attention sur le *Rapport sur le développement dans le monde* de la Banque mondiale pour 2012, axé sur l'égalité entre les sexes, qui constitue un outil particulièrement utile pour regrouper les recherches sur l'influence du genre sur le développement.

«Une des choses que j'ai apprises de ce rapport bien conçu est l'importance de l'accès au crédit pour les femmes. Nous savons que les petites entreprises ont en général un problème d'accès au crédit dans des pays qui sont à des niveaux très différents de développement. Pour plusieurs raisons, c'est encore plus difficile pour une petite entreprise dirigée par une femme.»



former les travailleurs pour la compétition mondiale et à attirer des activités et des emplois aux États-Unis.

### Polarisation des emplois

L'interdépendance mondiale, la concurrence et le progrès technologique, dit Tyson, qui a fait partie de l'Economic Recovery Advisory Board d'Obama créé après la crise économique mondiale afin de susciter des idées et des analyses pour ranimer l'économie américaine, ont abouti à la polarisation des possibilités d'emploi dans beaucoup de pays avancés, avec une croissance de l'emploi dans les professions intellectuelles, techniques et gestionnaires à salaires élevés et, parallèlement, dans les métiers à bas salaires des services alimentaires, services à la personne et protection de la population.

En revanche, l'emploi a diminué dans les métiers de bureau et d'usine à compétences moyennes, surtout dans l'industrie. Les ménages américains appauvris ont beaucoup réduit leur épargne, emprunté sur la valeur acquise de leur logement et accru leur endettement pour continuer à consommer. Ce phénomène a contribué aux bulles de l'immobilier et du crédit qui ont éclaté en 2008, contraignant le pays à un désendettement douloureux.

Tyson estime que les États-Unis sous-investissent dans trois grands domaines qui aident les pays à créer et à conserver des emplois bien payés : compétences et formation des travailleurs, infrastructure, recherche et développement.

Elle se réfère à des études récentes de Michael Spence et Sandile Hlatshwayo et de David Autor sur le fait que le changement technologique et la mondialisation détruisent les possibilités d'emploi et abaissent la croissance des salaires au niveau intermédiaire de la distribution des compétences et des métiers, mais elle affirme que c'est un processus dynamique, puisque les salaires augmentent dans des pays considérés naguère comme attractifs. «La Chine pourrait commencer à perdre des emplois au profit d'autres pays.»

La concurrence mondiale a provoqué une aggravation de l'inégalité de revenus aux États-Unis, dit Tyson, qui siège aux conseils d'administration de Morgan Stanley, AT&T, Silver Spring Networks et CBRE Group. Selon elle, trois forces sont à la base des changements structurels négatifs sur le marché du travail américain :

- le changement technologique basé sur les compétences, qui a automatisé les tâches de routine tout en gonflant la demande de travailleurs instruits ayant au moins un diplôme de premier cycle universitaire;
- la concurrence mondiale et l'intégration des marchés du travail sous l'effet du commerce et des externalisations, qui ont éliminé des emplois et abaissé les salaires;
- la chute de la compétitivité des États-Unis, qui ne sont plus un pays attractif pour y installer une production et des emplois.

La polarisation des possibilités d'emploi touche aussi d'autres pays. Toutefois, certains, comme l'Allemagne, essaient d'y remédier, alors que les États-Unis restent moins accueillants pour l'implantation de productions et d'emplois, selon une étude récente de McKinsey. Ce déclin relatif des États-Unis s'explique en partie par la faiblesse de son système éducatif, affirme Tyson, qui siège aussi aux conseils d'administration du MIT et du Peterson Institute of International Economics. Selon elle, les États-Unis ont des niveaux d'éducation très inégaux

qui tiennent au revenu de la famille : les enfants de familles pauvres ont du mal à entrer à l'université. En outre, alors que le système éducatif produit des travailleurs dont les compétences ne correspondent pas à celles qu'exigent les emplois de haute qualité, les restrictions à l'immigration empêchent les entreprises d'attirer et de conserver des étrangers de talent.

### Que faire?

Les États-Unis ont fait plusieurs tentatives pour trouver une réponse.

Dans leur rapport important de 2005, les National Academies prévenaient que la compétitivité américaine en matière d'innovation se dégradait et nécessitait une forte hausse des investissements publics dans la recherche et le développement, l'éducation et l'infrastructure pour renverser la tendance. D'autres pays ont tenu compte de ce rapport, allant jusqu'à lui emprunter des idées, mais, dans un document de suivi moins optimiste, les National Academies concluaient que la compétitivité des États-Unis continuait de décliner.

Le creusement du déficit budgétaire américain, conjugué au départ en retraite de la génération du baby-boom qui met une pression supplémentaire sur les pensions et les dépenses de santé, rend plus complexe la tâche de s'attaquer à tous ces écarts en même temps et exige des choix délicats.

«Le défi est colossal et incontournable», dit Tyson. «Il faut élaborer un plan de réduction du déficit à long terme, à la fois pour s'attaquer à la faiblesse de la croissance et pour inverser la baisse de compétitivité du pays. Nous devons investir davantage dans les fondements de l'innovation alors même que nous dépensons moins pour la plupart des autres programmes publics.»

Pourtant elle affirme que, malgré les difficultés, l'accroissement de l'interdépendance apporte surtout des bienfaits.

«Le monde a remporté des succès spectaculaires dans l'éradication de la pauvreté. Certes, il y a encore beaucoup à faire, mais il a aussi remporté des succès spectaculaires dans l'innovation technologique et l'édification d'une classe moyenne pour servir l'économie mondiale.»

«Tous ces progrès sont magnifiques et résultent en partie de l'interdépendance, mais cette dernière signifie aussi que l'instabilité dans un pays peut rapidement se transmettre à un autre. Cet effet de contagion est bien réel et il peut engloutir le monde en se propageant très rapidement. Il faut donc accroître la coordination multilatérale.» ■

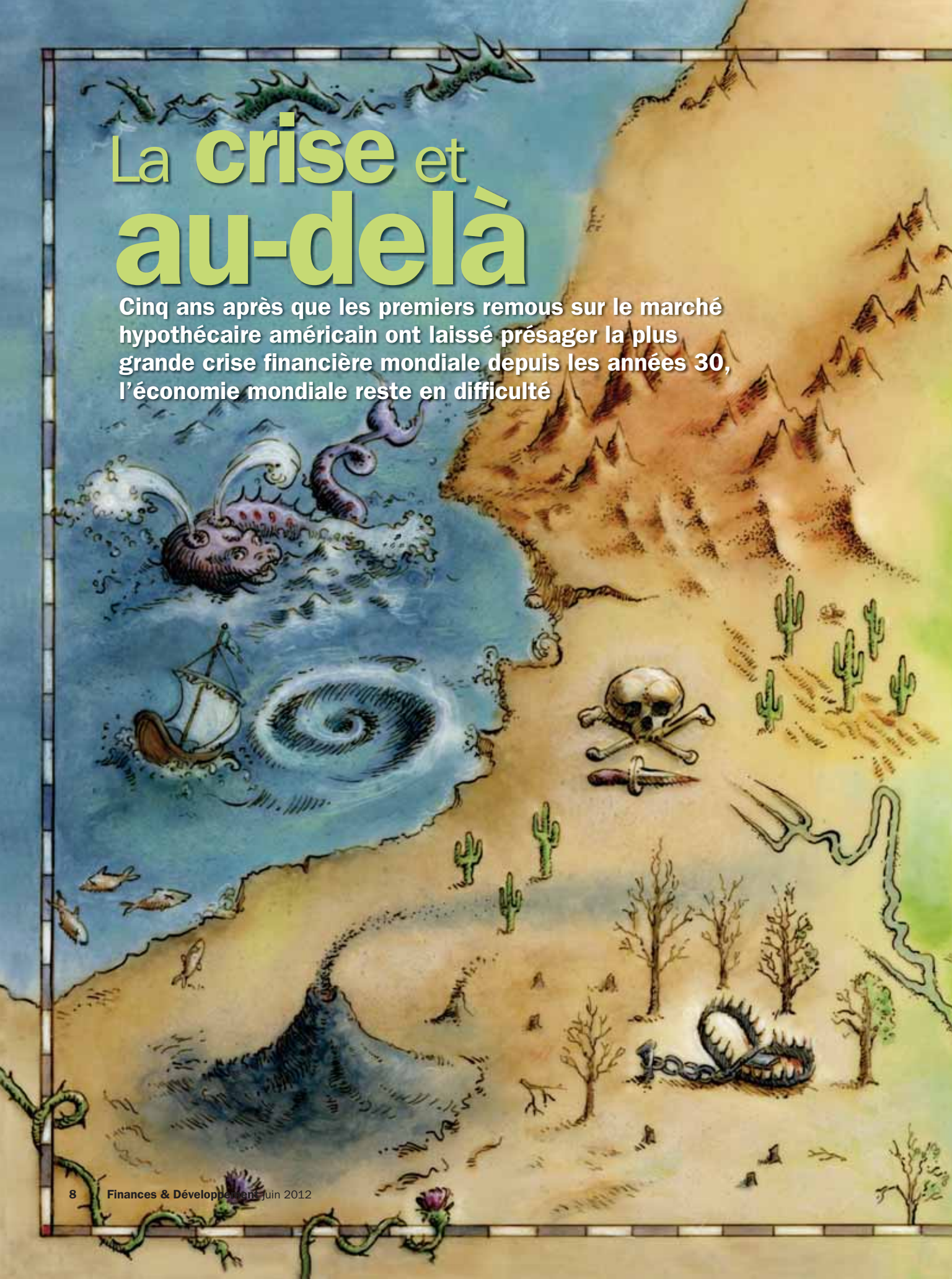
*Jeremy Clift est rédacteur en chef de Finances & Développement.*


#### Bibliographie :

- Cicarelli, James, and Julianne Cicarelli, 2003, *Distinguished Women Economists* (Westport, Connecticut: Praeger Publishers).
- Clinton, Bill, 2004, *My Life* (New York: Alfred Knopf Publishers).
- MySpace Journal, 2010, *Interview with Laura Tyson*. [www.myspace.com/video/vid/102580084#pm\\_cmp=vid\\_OEV\\_P\\_P](http://www.myspace.com/video/vid/102580084#pm_cmp=vid_OEV_P_P)
- Tyson, Laura, 1992, *Who's Bashing Whom? Trade Conflict in High-Technology Industries* (Washington: Institute for International Economics).
- , W. Dickens, and John Zysman, eds., 1988, *The Dynamics of Trade and Employment* (Ballinger).
- World Economic Forum, *Global Gender Gap*. [www.weforum.org/issues/global-gender-gap](http://www.weforum.org/issues/global-gender-gap)

# La crise et au-delà

Cinq ans après que les premiers remous sur le marché hypothécaire américain ont laissé présager la plus grande crise financière mondiale depuis les années 30, l'économie mondiale reste en difficulté





**P**ARMI les causes innombrables de la Grande Récession figuraient une réglementation financière inadéquate et des problèmes de bilan dus à l'accumulation de dettes excessives par les établissements financiers, les ménages et les États. La plupart des excès étaient limités aux pays avancés, et seules des mesures créatives et massives, surtout aux États-Unis, ont empêché un effondrement total du système financier mondial.

Mais les récessions qui résultent d'une crise financière sont plus profondes que les autres, et la reprise qui suit est plus lente et plus timide. Cinq ans plus tard, la reprise reste faible aux États-Unis et un nouveau ralentissement menace en Europe, où plusieurs pays ont des problèmes de dette souveraine.

La Grande Dépression des années 30 avait été aggravée par un protectionnisme généralisé : les pays avaient cherché à protéger leur marché national des importations, mais n'avaient réussi qu'à faire empirer les choses pour tous. Cette fois-ci, le Groupe des 20 pays avancés et émergents a mis en garde contre ce danger et les formes manifestes de protectionnisme ont été évitées dans une large mesure. Mais un protectionnisme plus subtil est apparu en 2009 lorsque le commerce mondial s'est effondré, a diminué en 2010 tandis que la reprise s'engageait, mais semble augmenter de nouveau.

Contrairement aux récessions antérieures, les pays émergents et les pays à faible revenu ont été moins tou-

chés et se sont redressés plus vite que les pays avancés d'Amérique du Nord et d'Europe. Cela s'explique en partie par la vigueur de leur politique économique avant la récession qui a préparé bon nombre de ces pays à combattre le ralentissement. La chance a joué un rôle aussi : les cours des produits de base dont beaucoup de ces pays sont tributaires sont restés relativement plus élevés que lors des récessions antérieures, ces pays sont moins liés aux pays avancés que par le passé et leur système financier moins sophistiqué était moins exposé aux dettes à haut risque qui ont grippé les marchés des pays avancés. Toutefois, il se peut que les pays émergents et les pays à faible revenu soient moins bien préparés à faire face à une nouvelle crise.

Et les risques abondent. Du fait de la hausse des cours du pétrole et d'autres produits de base, une reprise risque d'être plus difficile à maintenir. La réforme de la réglementation financière est en proie à de la résistance et à de l'inertie. Et les déséquilibres économiques mondiaux persistent, certains pays continuant de dégager des excédents élevés de la balance des paiements et d'autres des déficits considérables.

Ce numéro de *F&D* examine le monde cinq ans après les premières manifestations de la crise. Selon les données disponibles, l'avenir de l'économie mondiale s'annonce complexe et contrasté. ■

*James L. Rowe, Jr.*  
Finances & Développement

# La reprise mondiale en perspective

M. Ayhan Kose, Prakash Loungani et Marco E. Terrones

**La plupart des pays émergents s'en sortent bien, mais ce n'est pas le cas pour la plupart des pays avancés. Il semble peu probable que cela change**

**L**E MONDE a connu quatre récessions mondiales depuis la Seconde Guerre mondiale : en 1975, 1982, 1991 et 2009. Ces années-là, le revenu moyen du citoyen mondial a chuté — dans le jargon des économistes, on dit que le produit intérieur brut (PIB) mondial par habitant a baissé — et diverses autres mesures de l'activité économique mondiale ont aussi été en recul généralisé. Chaque récession a fait craindre une apocalypse économique, mais, à chaque fois, l'économie mondiale s'est redressée en un an ou deux.

La récession mondiale de 2009, qui a suivi une crise des marchés financiers provoquée par la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers survenue un an plus tôt, a été la plus profonde de ces quatre récessions et aussi la plus synchronisée entre tous les pays. Certains ont redouté que le monde connaîtrait à nouveau la Grande Dépression des années 30.

Heureusement, grâce à des mesures souvent énergiques et non conventionnelles, cela ne s'est pas produit. Depuis 2010, l'économie mondiale a retrouvé le chemin d'une reprise, certes fragile.

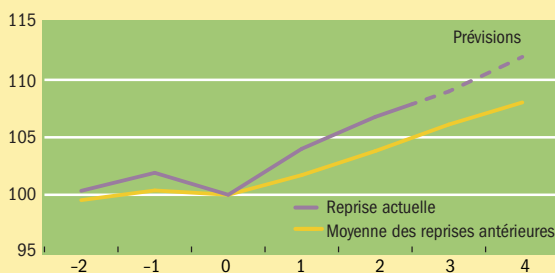
En quoi la reprise mondiale actuelle diffère-t-elle des précédentes? En quoi les perspectives

Graphique 1

## Sur la bonne voie

Exprimée en PIB mondial par habitant, la reprise actuelle est plus rapide que celles qui ont suivi les trois récessions précédentes.

(PIB réel par habitant indexé à 100 au creux, pondéré en parité de pouvoir d'achat)



Source : estimations des services du FMI.

Note : mesuré annuellement, zéro représentant le creux de la récession.

économiques des pays avancés et des pays émergents sont-elles différentes? Enfin, quels sont les risques pour la reprise mondiale?

## Une trajectoire lente

Définir une récession mondiale n'est pas chose aisée (voir encadré); il est plus facile de définir une reprise mondiale. Il s'agit simplement de la période d'essor de l'activité économique qui suit une récession mondiale.

Le lent chemin de la reprise économique depuis 2010 est très semblable, en moyenne, à celui qui a suivi les trois autres récessions mondiales (graphique 1). En fait, si les prévisions de revenu mondial moyen — le PIB mondial réel par habitant — sont réalisées, la reprise au sortir de la Grande Récession, comme on l'appelle souvent, aura été plus rapide que dans le cas des trois autres récessions.

Toutefois, la trajectoire du revenu mondial masque une différence cruciale entre les pays avancés et les pays émergents. La reprise dans les pays avancés a été très molle par rapport aux reprises précédentes (graphique 2, panneau de gauche). Le revenu moyen dans certains de ces pays n'est pas encore revenu au niveau d'avant la récession, et il n'est pas prévu que cela se produise même d'ici 2014.

La faiblesse de la croissance du revenu se manifeste, du côté des dépenses, à la fois par celle de la consommation et de l'investissement. La consommation a été freinée, car les ménages reviennent à des niveaux plus sûrs d'endettement rapporté au revenu (désendettement) et l'investissement dans les structures s'est avéré faible à cause des répercussions de la bulle immobilière dans de nombreux pays avancés.

## Un rythme plus soutenu

À la nette différence de ce qui se produit dans les pays avancés, le revenu moyen dans les pays émergents a généralement renoué avec le dynamisme qu'il affichait avant la Grande Récession (graphique 2, panneau de droite). La croissance du revenu dans ces pays est déjà supérieure à ce qu'elle était au cours des reprises mondiales précédentes et, selon les prévisions, cela

## Récessions et reprises mondiales

«We live in a global world» (nous vivons dans un monde intégré) est l'un des clichés de notre époque. Une recherche dans Google à partir de cette phrase produit plus de 700.000 résultats. Il est toutefois surprenant de voir qu'il n'existe aucune définition généralement acceptée de ce qu'est une récession mondiale. La définition que nous utilisons ici est la suivante : une période de baisse du PIB mondial réel par habitant, accompagnée d'un repli général d'autres indicateurs de l'activité mondiale (tels que la production industrielle, le commerce, les flux de capitaux, la consommation de pétrole et le chômage). L'application de ces critères signale quatre récessions mondiales depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale : 1975, 1982, 1991 et 2009 (Kose, Loun-gani et Terrones, 2009). Une fois ces dates établies, il est facile de définir une reprise mondiale : il s'agit simplement de la période d'essor de l'activité économique qui suit une récession mondiale.

devrait perdurer ces prochaines années. Cette croissance robuste est répartie assez largement entre les pays émergents. La seule exception notable est celle des pays émergents européens, dont la trajectoire de reprise est semblable à celle des pays avancés.

Le commerce mondial s'est effondré en 2009, ce qui explique en partie pourquoi la récession a fait craindre une autre Grande Dépression et pourquoi les États ont eut recours à des mesures protectionnistes pour tenter de protéger leurs industries nationales de la concurrence étrangère. Il a toutefois rebondi et, là encore, le rythme est plus soutenu dans les pays émergents que dans les pays avancés (graphique 3). Il est possible que la spécialisation verticale, où plusieurs pays sont impliqués dans le processus de production de certains biens, ait limité le recours aux mesures protectionnistes traditionnelles (voir «Politique commerciale : bilan positif?» dans ce numéro).

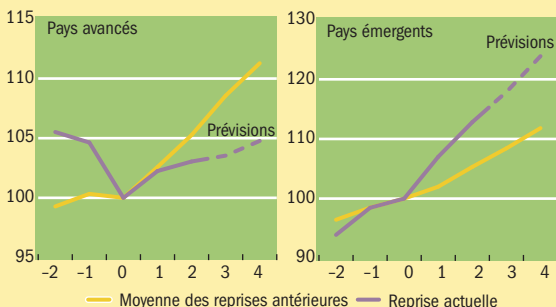
La performance des marchés d'actions a été, en moyenne, meilleure pendant la reprise actuelle que pendant les précédentes. Cela peut s'expliquer par le fait que les entreprises opèrent de plus en plus à l'échelle mondiale. En outre, l'activité mondiale

Graphique 2

### Un rebond à deux vitesses

La reprise dans les pays avancés a été bien plus molle (panneau de gauche) que dans les pays émergents (panneau de droite).

(PIB réel par habitant indexé à 100 au creux, pondéré en parité de pouvoir d'achat)



Source : estimations des services du FMI.

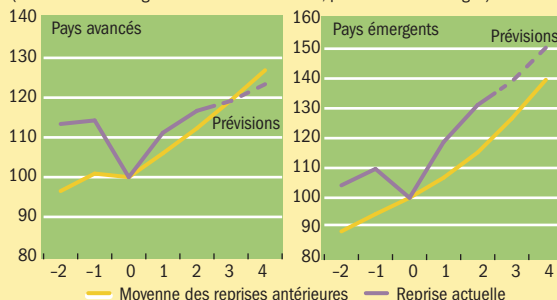
Note : mesuré annuellement, zéro représentant le creux de la récession.

Graphique 3

### Le commerce est de retour

Le volume des échanges internationaux, qui s'est effondré au plus fort de la récession, a rebondi — de façon plus importante dans les pays émergents (panneau de droite) que dans les pays avancés (panneau de gauche).

(volume des échanges indexé à 100 au creux, pondéré des échanges)



Source : estimations des services du FMI.

Note : mesuré annuellement, zéro représentant le creux de la récession.

globale — grâce aux marchés émergents — s'est mieux redressée qu'après les récessions antérieures.

### L'emploi se fait attendre

Les variations du chômage sont généralement en décalage par rapport à celles du revenu. Au début d'une récession, quand la demande baisse, les entreprises réduisent les heures supplémentaires et effectuent d'autres ajustements avant de se séparer de leurs salariés. Une fois la reprise entamée, elles attendent généralement de voir si cette dernière est durable avant d'embaucher à nouveau.

Malgré ce décalage, en l'espace d'un an, les variations du revenu et du chômage ont tendance à évoluer ensemble dans une relation très étroite. Cette relation — connue sous le nom de loi d'Okun après que l'économiste Arthur Okun l'a décrite dans un article il y a 50 ans — s'est bien vérifiée pendant la récession mondiale de 2009.

Pendant cette récession, le taux de chômage a grimpé de près de 2 points dans les pays avancés entre 2006 et 2009. À l'instar de la faible croissance du revenu dans ces pays, le chômage a reculé très lentement pendant la reprise. Même à l'horizon 2014, le taux de chômage des pays avancés devrait, selon les prévisions, baisser de moins de 0,5 point, c'est-à-dire, de moins d'un quart de l'augmentation enregistrée durant la récession (graphique 4). Dans les pays émergents, au contraire, le taux de chômage moyen a à peine bougé pendant la récession, et il est prévu qu'il baisse d'ici à 2014.

Parmi les pays avancés, l'augmentation du chômage pendant la récession a été très variable d'un pays à l'autre. Trois facteurs expliquent ces variations : l'ampleur de la croissance des revenus (ou son absence), les goulets d'étranglement structurels et l'effet des politiques macroéconomiques et des politiques d'emploi.

## Bien que l'économie mondiale se soit redressée et que l'on ait évité une autre Grande Dépression, la reprise reste sujette à certains risques.

Des facteurs structurels ont pu jouer un rôle favorable dans certains pays, surtout ceux où la baisse de la production était majoritairement imputable à l'effondrement du secteur du logement. De plus, les politiques engagées, notamment en matière d'emploi, comme le partage du travail, pourraient être importantes dans certains cas particuliers, ce qui expliquerait pourquoi le chômage a baissé en Allemagne. Dans ce pays, les employeurs reçoivent des subventions pour conserver les salariés, mais en réduisant le temps de travail et les salaires.

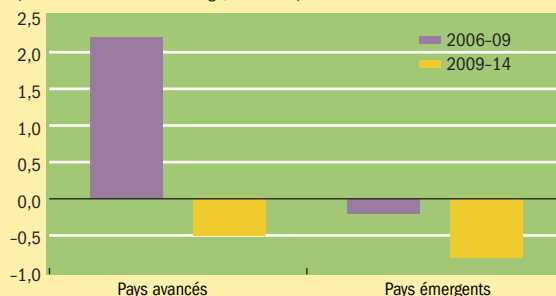
Cependant, le facteur croissance a été, de loin, le plus important. Le graphique 5 montre qu'entre 2007 et 2011, le taux de chômage a le plus augmenté en Espagne, en Irlande, au Portugal et aux États-Unis. En Australie, en Suisse, en Autriche, en Belgique et en Allemagne, cependant, le chômage a à peine monté — il a même parfois reculé — pendant ces années. Ces différences entre les pays en matière de chômage peuvent s'expliquer presque parfaitement par les variations de la croissance du revenu. En d'autres termes, la loi d'Okun se vérifie plutôt bien (Ball, Leigh et Loungani, à

Graphique 4

### À la recherche d'emplois

Le taux de chômage a gravement augmenté dans les pays avancés et il est probable que la reprise reste lente. Le chômage a baissé dans les pays émergents.

(variation du taux de chômage, 2006-14)



Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2012; estimations des services du FMI.  
Note : Les données concernant 2012-14 sont des prévisions.

paraître). Ce rôle prédominant de la croissance du revenu en tant que moteur du marché du travail explique pourquoi on s'attend à ce que la baisse du chômage soit plutôt lente dans les pays avancés.

### Repartis comme en 92?

Bien que l'économie mondiale se soit redressée et que l'on ait évité une autre Grande Dépression, la reprise reste sujette à certains risques. Parmi ces risques, on pense évidemment aux turbulences financières en Europe.

À cet égard, le cycle actuel de récession et de reprise dans les pays avancés a certaines caractéristiques en commun avec celui

de 1991-92. Ces deux récessions sont liées à un effondrement des marchés du crédit et de l'immobilier dans les grands pays avancés. En 1991, les marchés du crédit et des actifs se sont effondrés aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Japon et dans les pays scandinaves. La récession récente a été liée à de graves problèmes sur les marchés du crédit et de l'immobilier aux États-Unis et dans plusieurs autres pays avancés, dont l'Irlande, l'Espagne et le Royaume-Uni.

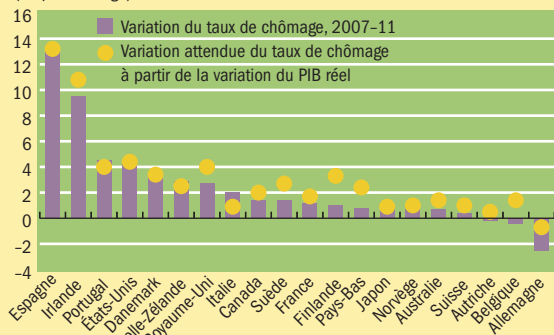
La trajectoire de croissance du revenu dans les pays avancés depuis 2010 est remarquablement semblable à celle observée durant la reprise de 1992. Elles ont toutes deux été partiellement ralenties par des problèmes en Europe. La première a subi la baisse de régime de nombreux pays pendant la crise du Mécanisme de taux de change européen de 1992-93, un précurseur de l'euro. Il a fallu relever les taux d'intérêt pendant cette période pour défendre le dispositif de taux de change, et plusieurs pays avancés européens ont été obligés de réduire leur gros déficit budgétaire. Cela a fait baisser l'activité économique et a aggravé la contraction des marchés du crédit et du logement dans la région.

Graphique 5

### Parallélisme

La variation du PIB réel (corrigé de l'inflation) explique la quasi-totalité de la variation du taux de chômage dans les pays avancés entre 2007 et 2011.

(en pourcentage)



Source : Ball, Leigh et Loungani (à paraître).

Actuellement, les primes de risque élevées payées sur la dette souveraine infligent des dégâts semblables, voire plus graves, aux soldes budgétaires et à la croissance. Dans les deux cas, l'absence d'une stratégie crédible et coordonnée au moment opportun a aggravé les turbulences financières. Les séquelles de la crise financière ont pesé sur la croissance de la consommation et de l'investissement intérieurs; les ménages et les entreprises fortement endettés ont réduit leurs activités pour retrouver des niveaux d'endettement plus sains (voir l'article «Réduire la dette» dans ce numéro).

### Les chocs pétroliers vont-ils faire dérailler la reprise?

Il existe un autre risque pour la reprise mondiale : les chocs pétroliers induits par des perturbations de l'approvisionnement et, partant, une flambée des cours. Ces phénomènes ont contribué à la récession mondiale de 1975.

Depuis lors, les pays importateurs de pétrole ont pris de nombreuses mesures pour réduire leur vulnérabilité aux chocs pétroliers. Ils ont diversifié leurs sources d'approvisionnement, ce qui les rend moins vulnérables à des perturbations provenant d'une source particulière; ils utilisent aussi d'autres sources d'énergie comme le gaz naturel et les énergies renouvelables, dont le solaire et l'éolien. Tant dans les pays avancés que dans les pays émergents, le rendement énergétique s'est amélioré; la quantité d'énergie nécessaire pour produire un niveau de revenu donné a décliné régulièrement. Les banques centrales ont aussi amélioré leur capacité à ancrer les anticipations inflationnistes en expliquant que les hausses des cours du pétrole ne modifiaient pas les perspectives de l'inflation à long terme. C'est pourquoi l'opinion publique dans de nombreux pays redoute beaucoup moins que par le passé les conséquences inflationnistes d'une montée des cours. Celle-ci n'alimente plus de spirales prix-salaires, comme ce fut le cas dans les années 70.

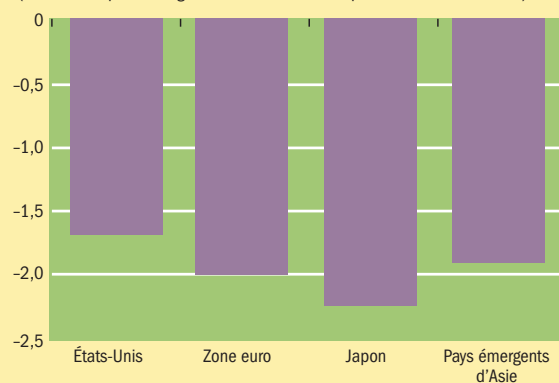
Toutefois, bien que les pays aient considérablement développé leur capacité à résister aux chocs pétroliers, ils restent vulnérables à de graves perturbations de l'approvisionnement ou aux

Graphique 6

### Le pétrole menace la reprise

Une hausse de 60 % des cours portera un coup dur à la production mondiale.

(variation en pourcentage du PIB réel deux ans après la hausse des cours)



Source : estimations des services du FMI.

incertitudes créées par la volatilité extrême des cours. Selon les estimations, une augmentation de 60 % des cours pourrait faire baisser les revenus américains de près de 2 % sur deux ans, et les effets seraient légèrement plus importants en Europe, au Japon et dans les pays émergents d'Asie (graphique 6).

### La peur de l'enlèvement

La reprise mondiale en cours est semblable, à bien des égards, aux épisodes antérieurs, mais elle présente aussi des différences sensibles. Les trajectoires divergentes des pays avancés et émergents sont l'une des conséquences les plus surprenantes de la reprise mondiale actuelle. Les marchés émergents ont connu un rebond sans précédent et sont devenus la locomotive de la croissance mondiale. À l'opposé, selon les prévisions, la reprise devrait être la plus faible de l'après-guerre dans les pays avancés. Cette reprise présente des parallèles avec celle de 1992 : toutes deux ont été freinées par les problèmes des marchés financiers dans les pays avancés d'Europe. Si ces problèmes ne sont pas résolus, la reprise pourrait s'enliser, ce qui compromettrait davantage les perspectives déjà timides de l'emploi. La menace des chocs pétroliers pèse aussi comme facteur de risque sur les perspectives économiques mondiales. ■

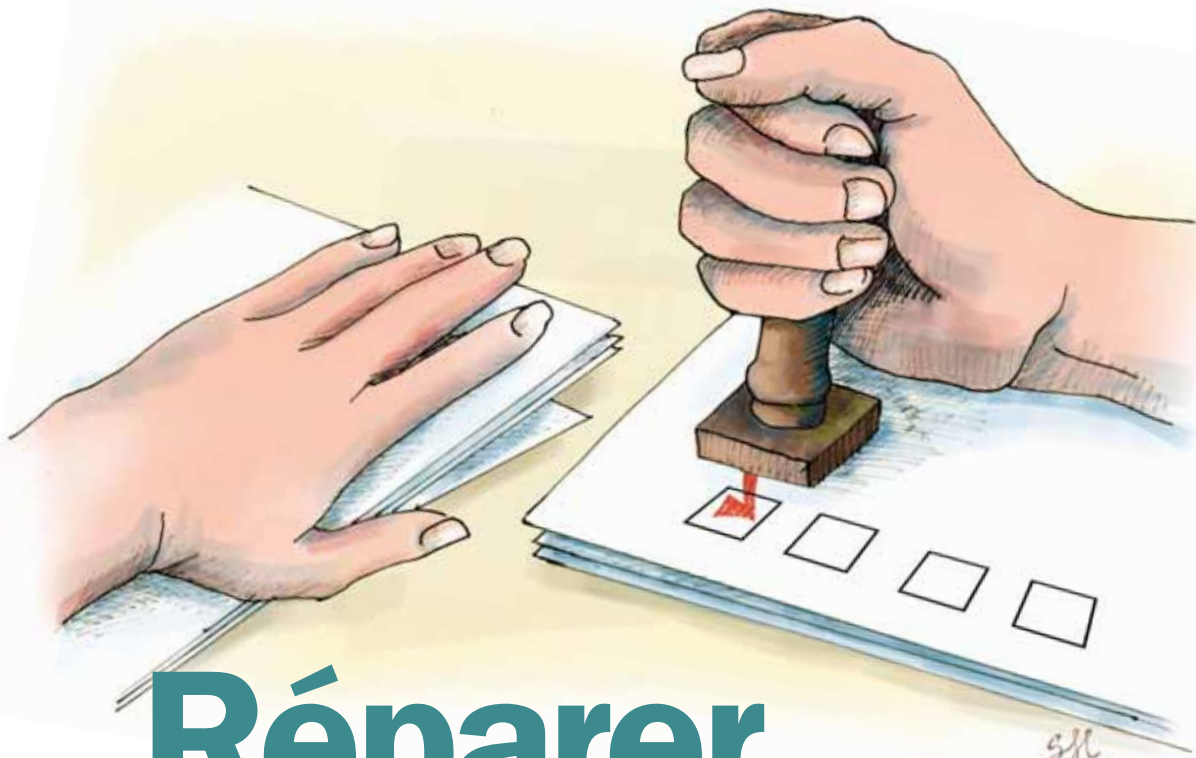
*M. Ayhan Kose est assistant du Directeur, Prakash Loungani est conseiller et Marco E. Terrones est assistant du Directeur, au sein du Département des études du FMI.*

#### Bibliographie :

Ball, Laurence, Daniel Leigh, and Prakash Loungani, à paraître, "Okun's Law: Fit at 50?" *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).

Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani et Marco Terrones, 2009, «Une récession extraordinaire», *Finances & Développement*, volume 46, no 2, p. 25-28.

Okun, Arthur M., 1962, "Potential GNP: Its Measurement and Significance," *Proceedings of the Business and Economic Statistics Section of the American Statistical Association*, p. 89-104.



# Réparer le système

**Après une vague d'initiatives pour réformer une réglementation financière jugée par beaucoup comme cause de la crise mondiale, l'élan réformateur est retombé**

*Laura Kodres  
et Aditya Narain*

**L**ES CARENANCES de la réglementation financière dans les pays avancés — défauts de conception, pesanteur et manque de cohérence entre institutions, segments de marché voire pays — ont largement contribué à la pire crise économique que le monde ait connue depuis la Grande Dépression.

La réglementation a aussi été jugée trop laxiste, les pouvoirs publics ayant laissé trop de latitude au secteur privé pour réduire le coût de la stricte application des règles. Il n'est donc pas surprenant qu'au début de 2009, les dirigeants du Groupe des 20 pays avancés et émergents (G-20) aient décidé de centrer leurs efforts sur la réglementation financière pour remédier aux types de risques systémiques et vecteurs de contagions (menaçant les établissements, les pays et l'économie réelle) que la crise a fait apparaître.

De profonds changements ont eu lieu depuis 2009 du fait de la pression exercée sur le Conseil de stabilité financière pour coordonner plus efficacement la réglementation financière mondiale, et d'importants réaménagements aux États-Unis et en Europe.

Mais cinq ans après l'apparition des premiers signes de crise sur le marché hypothécaire

américain, il semblerait que l'élan initial se soit essoufflé, en partie du fait de la lassitude des réformateurs et de l'indifférence croissante d'une société davantage préoccupée par les retombées économiques de l'atonie de la croissance et la montée du chômage que par la réglementation financière. Le secteur financier mondial a en outre résisté, calquant sa position sur les études mettant l'accent sur le coût de la surréglementation et les conséquences perverses des réformes réglementaires. Les autorités nationales subissent l'offensive des établissements financiers locaux qui craignent les retombées intérieures des mesures prises dans d'autres pays. Les décideurs redoutent que les gains de la mondialisation financière s'évanouissent à cause de divergences entre certains pays dans la mise en œuvre des réformes. Sur cette toile de fond, nous entendons dans cet article dresser le bilan de ce qui a été accompli et de ce qui reste à faire.

## Les progrès

Ce qui a été réalisé jusqu'ici est loin d'être négligeable. Les dirigeants du G-20 se sont impliqués directement dans la réforme financière au cours de cette crise, d'où un élan de réglementation sans précédent. L'architecture internationale a



été renforcée grâce à la mission confiée au Conseil de stabilité financière pour qu'il coordonne les réformes au niveau mondial. Les règles du jeu ont été réécrites au point que l'on peut parler aujourd'hui de «reréglementation».

Une des avancées majeures est l'accord dit de Bâle III, qui vise à améliorer les fonds propres, qualitativement et quantitativement. Il crée en outre un ratio de liquidité (encaisses et titres pouvant être rapidement et facilement convertis) agréé au plan international. Lorsqu'il prendra pleinement effet à la fin de 2017, les banques auront de plus gros volants de liquidités pour faire face aux tensions semblables à celles de 2008, qui ont quasiment stoppé toute activité de prêt entre les banques et fait exploser les coûts de financement. Les nouvelles exigences de fonds propres complémentaires appliquées aux institutions financières dites d'importance systémique sont un début de réponse internatio-

Le système parallèle a fortement contribué à l'offre et à la demande de produits titrisés exotiques et risqués, qui ont provoqué la débâcle financière aux États-Unis. Les titrisateurs constituent des fonds de créances (hypothèques, soldes débiteurs de cartes de crédit, prêts automobiles, par exemple) auxquels sont adossés les titres qu'ils vendent aux investisseurs. Le principal et les intérêts des prêts servent à rémunérer les détenteurs des titres — en général par un système de tranches qui donne aux différentes classes d'investisseurs un ordre de priorité différent au regard des paiements. Les faibles taux d'intérêt incitaient les investisseurs à se prévaloir du modeste rendement supplémentaire qu'offraient ces titres.

La réglementation visant à sécuriser la titrisation s'attaque à beaucoup des faiblesses décelées. Par exemple, les émetteurs doivent désormais détenir une plus grosse proportion de produits

## Les autorités nationales subissent l'offensive des établissements financiers locaux qui craignent les retombées intérieures des mesures prises dans d'autres pays.

nale aux risques d'interconnexion — c'est-à-dire les effets qu'un établissement peut avoir sur les autres du fait de l'écheveau de leurs relations et positions financières respectives.

L'idée avancée dans la loi américaine Dodd-Frank que les banques «trop importantes pour faire faillite» devraient planifier leur propre décès est le signe que l'on prend au sérieux leur complexité interne et les effets secondaires de leur interconnexion. Ces plans — l'équivalent d'un testament de l'établissement financier — visent à faire en sorte que l'établissement en faillite puisse dénouer ses opérations sans perturber le système financier. Il y a aussi eu des progrès sur ce qui était jadis considéré comme la dernière frontière : des normes internationales de règlement des faillites, qui permettent de fermer plus facilement des institutions financières opérant dans plus d'un pays.

### Le cœur de la crise

La reréglementation vise aussi directement certaines activités qui étaient au cœur de la crise.

Ce qu'il est convenu d'appeler le système bancaire parallèle — les établissements financiers assurant des activités généralement rattachées aux banques, mais qui échappent au cadre de la réglementation bancaire — occupe une place de choix dans le réexamen général des activités et institutions qui devraient sans doute entrer dans le «périmètre réglementaire». Une bonne partie des activités au cœur de la crise mondiale se déroulait entre le système parallèle et le système bancaire plus officiel. Aux États-Unis, l'interaction des intermédiaires, des structures et agents de placement spéciaux générés par les banques, des fonds communs de placement monétaires, des fonds spéculatifs et d'une série d'autres institutions financières a créé une asymétrie systémique grandissante entre les actifs à long terme et les passifs à court terme qui les finançaient. Certains établissements dépendaient de manière excessive des emprunts à court terme négociés sur le marché monétaire et assimilables à des dépôts, au lieu des dépôts classiques (voir «La fonction des marchés monétaires» dans ce numéro de *F&D*).

et donc assumer une part de risque, ce qui les force à vérifier plus attentivement le degré de risque des créances sous-jacentes. Grâce aux nouvelles normes comptables internationales, il est plus difficile pour les institutions financières de détenir des actifs titrisés par le biais d'entités hors-bilan ne disposant pas de suffisamment de fonds propres pour les provisionner. La loi Dodd-Frank exige des émetteurs une plus grande transparence quant aux actifs que ces produits contiennent. Les réglementations maintenant en vigueur aux États-Unis et dans l'Union européenne obligent les agences de notation à prêter plus d'attention à la façon dont les produits sont notés.

Le Conseil de stabilité financière et d'autres instances passent aussi au crible d'autres aspects des banques parallèles pour déterminer s'ils présentent les mêmes risques d'effet de levier, entre autres, qui pourraient nuire au système financier.

### Les autres activités

Même les activités bancaires sans rapport direct avec la crise — par exemple les transactions sur titres pour compte propre (et non pour les clients) ou les fonds spéculatifs encadrés par les banques — sont considérées comme trop risquées pour les établissements qui reçoivent le soutien de l'État (en fait, des contribuables). La règle dite de Volcker aux États-Unis et le rapport Vickers au Royaume-Uni prônent la séparation des activités bancaires traditionnelles — collecte de dépôts et prêts à la clientèle — de celles qui sont plus risquées et pourraient exiger l'appui des contribuables. La plupart des banques ont combattu ces initiatives, qui risquent, si elles aboutissent, de faire baisser les dividendes des actionnaires. Les réglementations visent pour la plupart à assurer la bonne santé des institutions, mais d'autres ont pour but de remédier aux dysfonctionnements du marché financier dans son ensemble. C'est ainsi que l'on s'efforce de confier à des contreparties centrales le règlement des contrats sur dérivés négociés bilatéralement de gré à gré. Lorsque suffisamment de contrats de ce type sont réglés via une contrepartie centrale, les risques diminuent, car elle peut

compenser les multiples flux financiers entre acheteurs et vendeurs. Bien entendu, si les contreparties centrales prolifèrent (ce qui est le cas), les avantages de la compensation multilatérale diminuent et il faut plus de ressources pour préserver le bon fonctionnement de cet élément essentiel de l'infrastructure financière.

Également en ligne de mire, le marché des prises en pension, qui permet aux institutions de vendre des titres en leur possession en échange de liquidités à court terme, titres qu'elles s'engagent à racheter rapidement. Si ce mécanisme de financement se bloquait soudainement ou si son coût devenait prohibitif, la pénurie de liquidités pourrait mettre à mal certains établissements qui en sont tributaires. La collecte et la publication d'informations sur le coût des pensions (la marge appliquée à la valeur nominale de l'instrument donné en nantissement) et les types de garanties acceptables devraient contribuer à asseoir ce marché. Malgré toute l'attention qu'on leur porte, les récents groupes de travail (dont celui qui est coordonné par la Banque des règlements internationaux et la Banque de réserve fédérale de New York) n'ont pas réussi à faire progresser les réformes.

Il y a eu des avancées sur le front des risques systémiques, grâce à une approche macroprudentielle basée sur l'idée qu'il ne suffit pas de veiller à la santé de chacun des établissements pour préserver la solidité du système dans son ensemble (voir «Une protection globale» dans l'édition de mars 2012 de *F&D*). Les démarches macroprudentielles plus globales visent les phénomènes sous-jacents qui font que le crédit et l'effet de levier amplifient les hauts et les bas conjoncturels. Elles prennent en compte l'interconnexion des établissements et des marchés pour expliquer pourquoi un problème chez l'un peut rapidement s'étendre aux autres. Les premiers efforts pour remédier aux problèmes plus systémiques concernent par exemple les volants de fonds propres anticycliques dans le cadre de Bâle III — les banques doivent accroître leurs fonds propres en période faste pour être mieux armées face aux conjonctures défavorables — et les fonds propres complémentaires récemment imposés aux institutions financières d'importance systémique.

## Loin du compte

Même si la réflexion sur ce qu'il faut faire va bon train, on est encore loin du compte. Dans certains domaines, par exemple la fusion des normes comptables transatlantiques en une norme mondiale, les choses évoluent lentement. Et alors qu'il y a déjà trois ans que les dirigeants mondiaux se sont engagés sur un programme de réforme, leurs pays n'ont pas encore commencé à en mettre en place certains pans essentiels — par exemple des mesures pour remédier au risque de liquidité systémique.

Jusqu'à un certain point cela est délibéré, car la mise en œuvre devait être progressive pour amortir l'impact sur le secteur financier et l'économie dans son ensemble. Cependant, ces retards signifient que le monde reste exposé à la résurgence des mêmes risques qui avaient paralysé les marchés financiers il y a seulement trois ans.

De plus, les réformes se heurtent à deux obstacles : la résistance aux mesures déjà décidées et leur mauvaise application.

La résistance est venue à l'origine des cercles financiers, en raison du reflux de la première phase de la crise, mais certaines

autorités nationales font maintenant barrage aux réformes, car elles se débattent avec une reprise molle dans la deuxième phase. Les ratios plus élevés de fonds propres et de liquidités acceptés par un comité de régulateurs du monde entier — Bâle III — ne sont pas encore entrés en vigueur, encore qu'il y ait eu quelques progrès sous la forme de Bâle 2.5. Cependant, on tient les règles de Bâle III pour responsables de l'inversion en cours du levier financier des banques (délestage d'actifs) et du ralentissement de l'expansion du crédit. Les pays ont aussi commencé à se blâmer les uns les autres, criant à la manipulation concurrentielle, par exemple en ne respectant pas les calendriers.

La mauvaise application des mesures se ressent dans plusieurs domaines. On ne s'est guère soucié de mettre en place les ressources requises pour renforcer la supervision de l'application de la réglementation appropriée. L'arbitrage réglementaire fait son apparition (les investisseurs tirent parti des écarts de prix entre marchés du fait de différences de réglementation). On commence tout juste à définir les moyens de renforcer la capacité de supervision en général, et d'en développer en particulier l'autonomie, les responsabilités, les ressources, les pouvoirs et les techniques pour qu'elle s'étende uniformément à l'ensemble des institutions, marchés et pays. Il y a peu de chances cependant que les instances de supervision acquièrent de sitôt une autonomie comparable à l'indépendance de la banque centrale, et elles continuent à subir la pression des lobbies financiers et des États, alors qu'elles s'efforcent d'agir sur les incitations qui animent les institutions dites trop grosses pour faire faillite — qui ne semblent guère enclines à réduire leur taille ou leur champ d'opération.

## Un chemin semé d'obstacles

Les efforts de réformes de la réglementation ont certes ralenti, mais il y a eu des avancées. Les tâches relativement aisées ont été accomplies, et il reste maintenant à résoudre les problèmes plus épineux. Les dossiers à boucler sont les suivants :

- définir et fabriquer des outils — encore à un stade de développement peu avancé — pour circonscrire les risques systémiques;
- donner aux autorités les moyens de mieux gérer les conséquences si les outils censés éviter les crises systémiques ne fonctionnent pas;
- établir un cadre d'intermédiation financière (transformation de l'épargne en investissement) pour promouvoir une croissance économique vigoureuse et stable, sans réglementation exagérément prescriptive.

Les difficultés financières qui continuent à sévir dans certaines parties du monde, notamment en Europe, entravent les progrès, en raison surtout des problèmes supplémentaires qui grèvent le régime réglementaire lorsqu'un État souverain risque de ne plus être capable de soutenir le secteur financier.

L'élan ne saurait cependant se dissiper, car il en va de la stabilité financière mondiale future. Il faut définir clairement l'objectif final pour construire la confiance dans l'avenir — une confiance qui fait singulièrement défaut à l'heure actuelle. ■

*Laura Kodres est Sous-directrice du Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI et Aditya Narain est Chef de division au sein de ce département.*

# Politique commerciale : bilan positif?

Bernard Hoekman

**L'**EFFONDREMENT du commerce international du deuxième trimestre de 2008 au troisième trimestre de 2009 a été sans précédent, dépassant même celui intervenu lors de la Grande Dépression des années 30. Mais, à la différence de cette dernière, la plupart des pays n'ont pas recouru au protectionnisme pour protéger leur activité au détriment des pays voisins.

Au lieu de cela, les relances monétaires et budgétaires — dont l'aide à des secteurs spécifiques comme la construction automobile — ont contribué au redressement de la demande et à un rapide rebond du commerce mondial (graphique 1). L'un des principaux facteurs de la chute des échanges et de la rapidité de leur reprise est l'existence de chaînes d'approvisionnement internationales qui lient les pays dans le processus de production et qui se sont développées avec la libéralisation soutenue du commerce international durant ces dernières décennies. L'apparition d'une économie mondiale multipolaire, avec une demande émanant des grands pays émergents, notamment la Chine, a relancé les échanges.

Même si le degré général de protection n'a pas augmenté sensiblement de 2008 à 2011, de nombreuses mesures discriminatoires ont

été prises à l'égard des fournisseurs étrangers, et plusieurs indices mettent en évidence une montée des pressions protectionnistes. Celles-ci réagissent en partie à l'appréciation des taux de change réels des pays exportateurs de produits de base et à des inquiétudes quant aux effets de l'expansion monétaire des pays avancés.

## Un usage actif de la politique commerciale

Les économies en développement, en particulier les grands pays émergents, comptent parmi celles qui se sont le plus servies du levier de la politique commerciale. Selon les rapports de surveillance de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), 1.243 mesures commerciales ont été prises entre la fin de 2008, date du début de la crise, et la fin du quatrième trimestre de 2011. À peu près les trois quarts ont restreint les échanges, alors qu'un quart a réduit la protection à l'égard des importations. Le Global Trade Alert (GTA), un réseau de cercles de réflexion et d'instituts qui recueillent des informations dans ce domaine, suit un ensemble plus large de mesures pouvant influencer sur les échanges. Il fait état de 1.593 initiatives prises de novembre 2008 à novembre 2011, dont 1.187 étaient discriminatoires à l'égard des

**Pas de recours généralisé au protectionnisme pendant la crise mondiale, mais des évolutions récentes en ce sens**



fournisseurs étrangers et 406 ont eu un effet de libéralisation. Comme les politiques en la matière n'étaient pas suivies systématiquement auparavant, il est impossible de dire dans quelle mesure cette évolution traduit une intensification générale de l'action des gouvernements sur le front commercial.

Le nombre de nouvelles mesures protectionnistes a culminé au premier trimestre de 2009 et a été le plus faible au troisième trimestre de 2010. Mais, au vu de données récentes du GTA, il recommencerait à augmenter : au seul troisième trimestre de 2011, il y en a eu autant que dans les pires périodes de 2009 (Evenett, 2011).

Le Groupe des 20 pays avancés et émergents (G-20) est à l'origine de la plupart des mesures commerciales imposées depuis 2008, qui en général ne portent pas sur les droits de douane. Globalement, il n'y a pas eu d'augmentation sensible du recours à ces derniers ou à des barrières temporaires, telles que les mesures antidumping pour aider les entreprises locales lésées par la concurrence des importations (Bown, 2011). Ces initiatives n'ont touché que près de 2 % du commerce mondial (Kee, Neagu et Nicita, 2010; OMC, 2011). La tendance à une libéralisation progressive des tarifs douaniers observée depuis le milieu des années 90 n'a pas été perturbée (graphique 2).

L'effet total des mesures tarifaires a été limité, mais de nombreux pays ont utilisé des mesures non tarifaires, comme les restrictions à l'octroi de licences d'importation et les obligations de contenu local, qui peuvent avoir un effet plus profond. Henn et McDonald (2011) concluent que les flux commerciaux touchés par ces restrictions ont diminué de 5 % à 8 % par rapport à ceux portant sur le même produit entre partenaires commerciaux non concernés par les initiatives protectionnistes. Parallèlement, beaucoup de pays ont libéralisé les échanges et pris des mesures générales de relance budgétaire et monétaire qui ont contribué à alimenter la demande d'importations.

## Évolution des réactions

On peut distinguer les pays actifs en matière de politique commerciale de ceux qui se sont abstenus d'employer ce moyen.

Les premiers — qui comprennent de grands pays comme le Brésil, la Chine et l'Inde — tendent à combiner restriction et libéralisation, ce qui explique pourquoi, globalement, la protection nette aux frontières ne s'est pas intensifiée de manière sensible et l'incidence globale sur le commerce mondial a été modeste. Plutôt que d'utiliser les instruments traditionnels de la politique commerciale, les principales économies avancées, par exemple l'Union européenne et les États-Unis, ont préféré aider financièrement certains secteurs nationaux. L'aide étant ciblée sur des entreprises locales, elle peut avoir un effet protectionniste, mais il reste à savoir en quoi la concurrence internationale est faussée. Ces mesures sont aujourd'hui beaucoup moins importantes qu'elles ne l'étaient après le début de la crise économique mondiale.

La production industrielle est de plus en plus structurée en chaînes mondiales, les biens étant transformés (valeur ajoutée) par de multiples pays. Dans chacun d'entre eux, les usines se spécialisent dans un processus spécifique qui aboutit au produit final. Avec cette méthode, souvent désignée par le terme spécialisation verticale, une grande part du prix d'une exportation correspond à la valeur des intrants importés. Pour l'ensemble du monde, le contenu en importations des exportations est estimé à quelque 30 % (Daudin, Riffart et Schweisguth, 2011).

Gawande, Hoekman et Cui (2011) montrent que l'intensité de la spécialisation verticale concourt à expliquer la stabilité ou la baisse des droits de douane en 2009 :

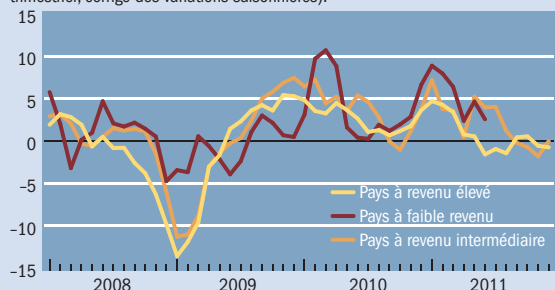
- Un relèvement de ces droits étant une taxe sur la partie aval de la chaîne, il est dans l'intérêt des pays importateurs de les maintenir à un bas niveau.
- Les partenaires commerciaux souhaitent que les pays producteurs des intrants qu'ils utilisent maintiennent le coût des échanges à un faible niveau, notamment au moyen de droits de douane faibles ou nuls. Cela profite aux exportateurs en aval

Graphique 1

### Rebond des échanges

Le commerce mondial s'est effondré à la fin de 2008, mais s'est rapidement redressé et continue à progresser depuis la fin de 2009.

(marchandises, volume des exportations, variation en pourcentage en glissement trimestriel, corrigé des variations saisonnières).



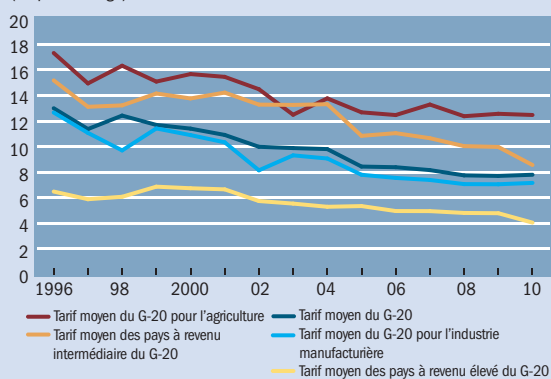
Source : Datt, Hoekman et Malouche (2011).

Graphique 2

### Des droits de douane plus faibles

Il n'y a pas eu de hausse globale des tarifs douaniers (droits d'importation) pendant la crise économique mondiale.

(en pourcentage)



Sources : Banque mondiale, base de données World Integrated Trade Solution; Organisation de coopération et de développement économiques.

Note : Des données sur les tarifs douaniers manquent pour la Russie de 1998 à 2000, l'Arabie saoudite de 1996 à 1998 et en 2010, l'Inde en 2010, l'Union européenne en 2010 et l'Afrique du Sud en 1998.

et aux producteurs d'intrants, sous forme d'une augmentation globale des exportations (ventes du produit final).

• Les pays qui sont membres d'accords de libre-échange approfondis, comme le Mexique (Accord de libre-échange nord-américain) et la Turquie (union douanière avec l'UE), ou qui, comme la Chine, ont consolidé les taux de leurs droits dans le cadre de l'OMC, ont eu beaucoup moins de marge que les autres pays pour utiliser ces droits.

Il ne faut pas en conclure que les gouvernements ne subissent pas de pressions pour aider les entreprises et secteurs locaux, mais plutôt que les incitations à se servir des mesures commerciales traditionnelles, telles que les droits de douane, diffèrent selon les pays et les régions. L'intégration de certaines parties du monde (Europe, Amérique du Nord et la majeure partie de l'Asie de l'Est) est tellement poussée que la politique commerciale a cessé d'être un outil utile pour aider les industries nationales, même face à un choc massif sur la demande extérieure. Cela explique aussi le recours généralisé à l'aide financière dans l'Union européenne et aux États-Unis. Mais, dans d'autres régions beaucoup moins intégrées aux chaînes de valeur internationales (certaines parties de l'Amérique latine et de l'Afrique subsaharienne), les gouvernements peuvent recourir à la politique commerciale pour protéger des activités locales de la concurrence étrangère.

### Un horizon assombri

Deux nuages pèsent sur l'horizon de la politique commerciale. Le premier est l'usage croissant de mesures de protection des industries de transformation dans des pays, comme le Brésil, moins intégrés dans les chaînes de valeur internationales et dont le taux de change réel s'est apprécié. Le second est la prolifération de restrictions aux exportations de produits agricoles et de ressources naturelles, qui nuisent aux partenaires commerciaux. Dans les deux cas, les gouvernements tendent à prendre des mesures non tarifaires (subventions, interdiction d'importer ou d'exporter, politiques de marchés publics discriminatoires, ou conditions plus rigoureuses d'octroi de licences ou d'inspection des produits) qui sont en général moins transparentes que les droits de douane et entraînent souvent de plus grandes distorsions.

Selon les données de l'OMC et du GTA, près de la moitié des mesures non tarifaires imposées depuis 2008 sont d'ordre quantitatif, et à peu près un tiers portent sur les exportations (OMC, 2011). Elles ont généralement pour but de faire baisser les prix intérieurs au bénéfice des ménages (cas de l'alimentation) et des entreprises locales de transformation. Ainsi, la Chine a limité les exportations de certains minerais et matières premières.

Le nombre de mesures favorisant l'achat de produits nationaux (dont les incitations en faveur du contenu local et de la préférence nationale) a sensiblement augmenté en 2011, surtout dans les pays émergents membres du G-20. Par exemple, la Russie a imposé des contingents d'importation et des obligations de contenu local aux produits alimentaires et aux automobiles. Le Brésil a relevé les taxes sur les véhicules à moteur ayant moins de 65 % de contenu local et non originaires du MERCOSUR (marché commun réunissant le Brésil, l'Argentine, le Paraguay et l'Uruguay). Il a aussi récemment renégocié un accord

commercial avec le Mexique pour contingenter la valeur des exportations autorisées d'automobiles vers le Brésil pendant trois ans et indiqué qu'il pourrait majorer les droits de douane sur certains produits. L'Argentine recourt davantage à la procédure d'octroi non automatique de licences d'importation, qui a un caractère discrétionnaire (les règles de l'OMC exigent une décision dans un délai de 60 jours). Elle a également adopté des prix de référence pour de nombreux produits importés et conditionne désormais l'autorisation d'importer certains produits à l'existence d'exportations compensatrices. L'Indonésie a aussi instauré une règle de délivrance au coup par coup des licences d'importation d'équipements ménagers, de textiles, de chaussures et de certains produits alimentaires, avec parfois l'obligation de les débarquer uniquement dans certains ports.

La tendance récente est inquiétante. Les mesures protectionnistes détournent l'attention des facteurs de coûts locaux qui nuisent à la compétitivité et gênent la spécialisation verticale, facteur avéré de la croissance en Asie de l'Est, en Europe orientale et au Mexique. Certes, dans nombre d'économies émergentes, les mesures protectionnistes découlent en partie des politiques macroéconomiques suivies par d'autres pays. Néanmoins, augmenter la protection commerciale nuit à la fois aux pays qui le font et à leurs partenaires commerciaux, en réduisant les perspectives globales d'expansion à un moment où l'économie mondiale a besoin de générer et de maintenir une croissance plus forte. ■

*Bernard Hoekman est Directeur du Département du commerce international de la Banque mondiale.*

---

*Cet article s'inspire d'une étude intitulée «Taking Stock of Trade Protectionism Since 2008», de Mohini Datt, Bernard Hoekman et Mariem Malouche, publiée par la Banque mondiale dans le numéro de décembre 2011 de Economic Premise.*

#### Bibliographie :

Bown, Chad, ed., 2011, The Great Recession and Import Protection: The Role of Temporary Trade Barriers (Washington: Center for Economic Policy Research and World Bank). Voir aussi [www.voxeu.org/index.php?q=node/6914](http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6914)

Daudin, Guillaume, Christine Riffart, and Danielle Schweisguth, 2011, "Who Produces for Whom in the World Economy?" Canadian Journal of Economics, Vol. 44, No. 4, p. 1403-37.

Evenett, Simon, 2011, Resolve Falter as Global Prospects Weaken: The 9th GTA Report (London: Center for Economic Policy Research).

Gawande, Kishore, Bernard Hoekman, and Yue Cui, 2011, "Determinants of Trade Policy Responses to the 2008 Financial Crisis," Policy Research Working Paper 5862 (Washington: World Bank).

Henn, Christian, and Brad McDonald, 2011, "Protectionist Responses to the Crisis: Damage Observed in Product-Level Trade," IMF Working Paper 11/139 (Washington: International Monetary Fund).

Kee, Hiau Looi, Cristina Neagu, and Alessandro Nicita, 2010, "Is Protectionism on the Rise? Assessing National Trade Policies during the Crisis of 2008," Policy Research Working Paper 5274 (Washington: World Bank).

Organisation mondiale du commerce (OMC), 2011, Rapport du G-20 sur les mesures relatives au commerce international (Genève).

# Réduire la dette

Stijn Claessens

**Dans beaucoup de pays avancés, la reprise se fera attendre tant que les ménages et les établissements financiers n'auront pas assaini leurs bilans**

**I**L EST généralement plus facile de descendre une montagne que de la gravir. Mais le monde de la finance ne semble pas concerné par la loi de l'attraction universelle. Il se révèle en effet bien plus simple d'accumuler de la dette que de se désendetter, c'est-à-dire de réduire l'effet de levier. C'est pourquoi les récessions de bilans, comme celles que bon nombre de pays avancés ont subi récemment, sont bien pires que les récessions frappant des pays où les bilans ne sont pas plombés par des niveaux de dette intenable (voir «La reprise mondiale en perspective» dans ce numéro de *F&D*).

Tant que, dans les pays avancés, les institutions financières, les ménages et les États ne parviendront pas à rééquilibrer durablement leurs actifs et leurs dettes, la reprise attendue

après la pire crise économique que le monde ait connue depuis la Grande Dépression tardera à venir.

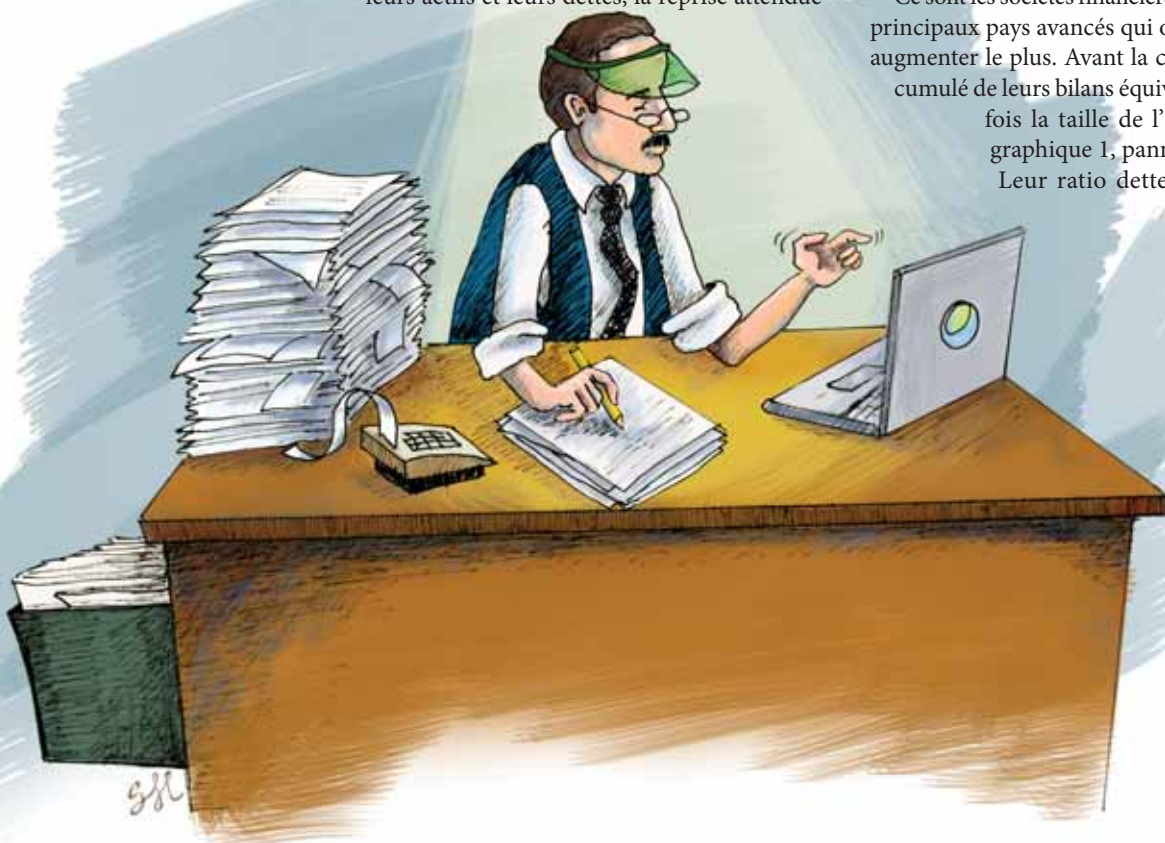
Plusieurs questions se posent : pourquoi est-il si difficile d'inverser l'effet de levier? Que peuvent faire les pouvoirs publics? Où en est-on du désendettement? Quelles sont les meilleures mesures à prendre pour l'avenir?

## Les origines de la crise

Derrière la plupart des crises financières il y a un endettement excessif, mais les auteurs de ces excès ne sont pas toujours les mêmes. Par le passé, il s'agissait souvent des États ou des entreprises. Avant la dernière crise, les excès provenaient des institutions financières et des ménages des pays avancés, et parfois des États.

Ce sont les sociétés financières de certains des principaux pays avancés qui ont vu leur dette augmenter le plus. Avant la crise, le montant cumulé de leurs bilans équivalait à plusieurs fois la taille de l'économie (voir graphique 1, panneau supérieur).

Leur ratio dette/fonds propres

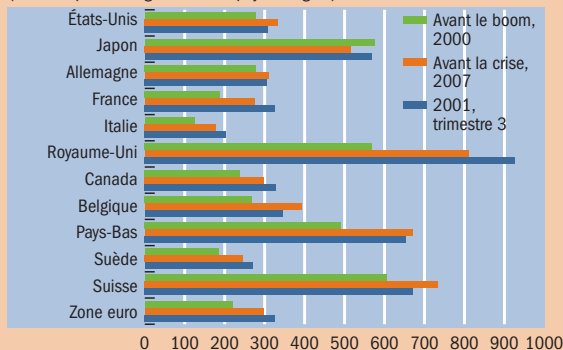


Graphique 1

### Une dette toujours plus lourde

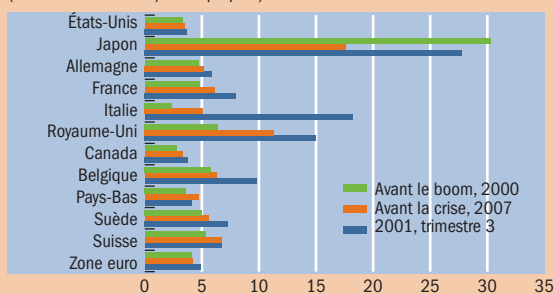
En pourcentage du PIB, la dette inscrite au bilan des établissements financiers de nombreuses économies avancées a considérablement augmenté.

(dette en pourcentage du PIB du pays d'origine)



Le levier financier (actifs financiers/fonds propres) a aussi fortement augmenté.

(ratio actifs financiers/fonds propres)



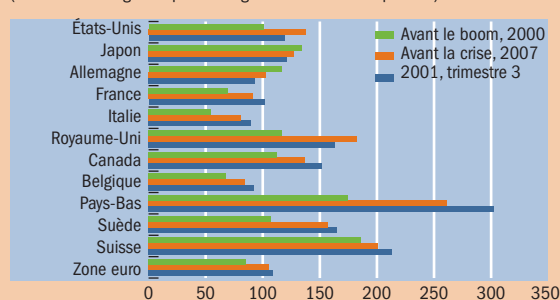
Source : calculs des services du FMI.

Graphique 2

### Une consommation effrénée

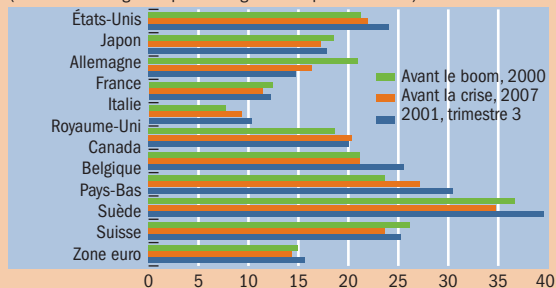
La dette des ménages rapportée à leur revenu disponible a fortement augmenté sous l'effet des prêts au logement et à la consommation.

(dette des ménages en pourcentage de leur revenu disponible)



Avec l'envolée des prix des logements et des cours boursiers, les ménages ont toutefois conservé un patrimoine net important jusqu'à la crise, où les prix et la valeur des patrimoines se sont effondrés tandis que la dette augmentait.

(dette des ménages en pourcentage de leur patrimoine net)



Source : calculs des services du FMI.

Note : Les données concernant le ratio dette/patrimoine net ne sont pas disponibles pour la Belgique.

(levier) a aussi augmenté (voir graphique 1, panneau inférieur). On constate bien, par exemple, que certaines des grandes banques d'affaires américaines et des banques universelles européennes ont vu leurs actifs représenter jusqu'à 30 fois leurs fonds propres, avec un effet de levier qui a donc été multiplié par rapport aux périodes antérieures.

Les ménages se sont eux aussi fortement endettés, souvent en contractant des prêts au logement ou à la consommation. Le graphique 2 (panneau supérieur) montre que la quasi-totalité des pays avancés ont enregistré une hausse notable du ratio dette/revenu disponible des ménages durant les années qui ont précédé la crise. Mais comme les prix du logement et les cours des actions ont par ailleurs explosé, l'emprunt ne s'est pas traduit par des augmentations sensibles du levier global des bilans; le ratio dette/actifs des ménages est demeuré à peu près stable (graphique 2, panneau inférieur). Toutefois, cette image rassurante dissimulait une exposition croissante des ménages à une forte chute du prix des actifs, notamment immobiliers. Autre point important, elle masquait aussi des disparités importantes entre les ménages. Comme ceux dont le solde bilantiel est positif tendent à être épargnants nets et que

ceux dont le solde est négatif tendent à dépenser relativement plus, le désendettement est plus fréquent chez les ménages qui tendent à consommer davantage et il a donc une incidence disproportionnée sur la demande globale.

À la différence de certaines des crises précédentes, l'effet de levier dans le secteur des entreprises non financières n'a guère augmenté, voire a diminué dans certains pays (graphique 3). De manière générale, les sociétés ont géré leur bilan avec prudence et ont même souvent renforcé leur trésorerie, réduisant ainsi leur dette nette (passifs moins actifs financiers).

### Pourquoi l'inversion du levier financier est-elle si difficile?

Quand la crise a éclaté et que le prix des actifs a baissé, la valeur nette a chuté. Les ménages et les institutions financières ont été contraints de se désendetter, ce qui leur a été plus difficile que de s'endetter, car réduire sa dette prend du temps et tout le monde ne peut pas, ni ne devrait, le faire au même moment.

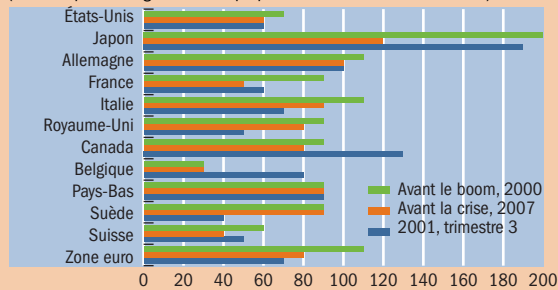
Se désendetter prend du temps et c'est le cas des ménages qui l'illustre le mieux. Plusieurs années peuvent être nécessaires pour épargner de quoi verser l'apport initial à l'achat d'un

Graphique 3

### La modération des entreprises

À la différence des crises précédentes, les ratios dette/fonds propres des sociétés non financières, qui ont pour la plupart pratiqué une gestion de bilan prudente, n'ont pas augmenté.

(dette en pourcentage des fonds propres des sociétés non financières)



Source : calculs des services du FMI.

premier logement. En revanche, dès qu'ils sont propriétaires, les ménages peuvent emprunter l'équivalent de plusieurs fois leur revenu. En période faste, ils peuvent être avantagés par la montée des prix des logements et même voir leur patrimoine net augmenter encore plus. *A contrario*, une baisse des prix peut conduire à ce que le prêt soit supérieur à la valeur du bien, réduisant à néant la valeur nette. Si l'on ajoute à cela le chômage et une diminution des revenus, dont souffrent beaucoup de ménages des pays avancés, les problèmes ne font que s'aggraver. En effet, quand les prix des logements ont commencé à reculer en 2007, annonçant la crise financière mondiale, bon nombre de ménages ont vu la valeur de leur patrimoine chuter par rapport au montant de leur dette. Avec des revenus en baisse et un chômage en hausse, beaucoup ont eu du mal à payer leur prêt hypothécaire et diverses autres charges financières, malgré des taux directeurs historiquement bas.

Dans de telles circonstances, les ménages sont obligés d'augmenter leur épargne pour reconstituer leur patrimoine net. Leur capacité à y parvenir rapidement est limitée. Réunir un apport personnel prend du temps, mais reconstituer son patrimoine aussi. En outre, ceux qui se retrouvent en défaut de paiement ne parviennent souvent à restructurer leur prêt qu'au bout d'un an ou plus. Si l'on y ajoute le temps qu'il faut pour redonner confiance aux prêteurs afin de pouvoir se refinancer à des conditions plus avantageuses, l'ensemble du processus de désendettement peut même prendre plusieurs années.

Voilà pour l'aspect microéconomique. Au niveau global, ou macroéconomique, les choses sont plus compliquées. Lorsque tout le monde se désendette au même moment, le problème global empire. Si un grand nombre de ménages décident subitement d'épargner beaucoup plus, la demande globale chute, d'où une baisse de la production, une hausse du chômage, des pertes de revenu et, partant, la nécessité d'un désendettement plus généralisé. Si une multitude de personnes essaient de vendre leur logement pour dégager des liquidités, les prix risquent de baisser, d'où une multiplication des défauts de paiement et des saisies et un nouveau durcissement des conditions de crédit pour

les autres emprunteurs. Ces interactions négatives, ainsi que les appellent les économistes, poussent à brader les logements et les prix finissent par descendre en dessous de leur valeur d'équilibre.

L'histoire confirme que le désendettement est un processus lent. Dans les pays avancés, au cours des 30 dernières années, les crises de l'immobilier et les récessions précédées par un gonflement plus marqué de la dette des ménages ont eu tendance à être plus graves et plus prolongées (FMI, 2012). Concrètement, l'effet conjugué de la baisse des prix immobiliers et de l'augmentation des dettes avant l'effondrement semble expliquer la gravité de la contraction. On observe en particulier que, dans les pays très endettés, la chute de la consommation des ménages a été quatre fois supérieure à ce qu'il aurait été logique d'attendre du simple effet de patrimoine lié à la baisse des prix des logements. L'ampleur de la contraction ne s'explique pas non plus par les seules crises financières. La relation entre la dette des ménages et la contraction de la consommation concerne aussi les pays qui n'ont pas subi de crise bancaire au moment de la débâcle immobilière.

Le désendettement des institutions financières est également un processus laborieux, qui peut avoir des effets macroéconomiques au moins aussi pernicieux que le désendettement des ménages. Une augmentation des prêts improductifs, une dépréciation des titres en portefeuille (se traduisant par une détérioration du ratio dette/fonds propres) ou un durcissement de la réglementation consécutif à une crise financière peuvent obliger les banques à assainir leurs bilans. Or, à l'instar des ménages, les banques ne peuvent guère épargner, sauf à tailler dans les dividendes et les salaires. Elles peuvent redresser leur bilan en levant de nouveaux fonds propres, mais elles hésitent souvent à le faire, d'autant que le faire rapidement peut être coûteux.

Les banques ont plutôt tendance à assainir leurs finances en délestant les actifs à risque, c'est-à-dire en accordant moins de nouveaux prêts. Mais cette tactique nuit à l'économie réelle, car elle fait diminuer le volume des financements disponibles. La réticence du secteur financier à fournir des capitaux peut entraîner un assèchement du crédit qui oblige les ménages et les sociétés à se désendetter, ce qui a pour effet de freiner l'investissement et la consommation. Se déclenche ainsi un cercle vicieux où s'enchaînent baisses de la production et de l'activité globales, pertes de revenus, détérioration de la qualité des prêts, dépréciations des actifs, nouveaux désendettements forcés, etc.

### L'État peut-il prendre la relève?

On a souvent vu une forte augmentation de l'endettement du secteur privé déboucher sur une crise financière, comme ce fut le cas dans les pays scandinaves et est-asiatiques au cours des années 90. Des études montrent que les crises financières de ce type sont suivies par des récessions longues et sévères, durant lesquelles des indicateurs cruciaux tels que le chômage ou les prix immobiliers mettent beaucoup plus de temps à rebondir que lors d'une récession normale. Dans certains cas, la reprise a cependant été rapide, car l'État a été capable de se substituer à la consommation privée. Au début des années 90, par exemple, les emprunteurs privés suédois excessivement endettés qui faisaient face à une crise majeure ont diminué leurs charges



en taillant dans leurs dépenses. L'État suédois, dont la note de crédit était meilleure que celle du secteur privé, a augmenté ses dépenses, au prix de déficits budgétaires substantiels. En parallèle, le gouvernement a rapidement procédé à la restructuration du système financier et la banque centrale a abaissé les taux d'intérêt. Un ajustement du taux de change a également contribué à enrayer l'effondrement de l'activité, l'économie a redémarré et l'État a pu alors commencer à réduire sa dette.

Hélas, pour bon nombre de pays avancés, cette voie-là n'est pas aussi facile à suivre que dans les années 90. Les niveaux de dette publique étaient déjà élevés avant la crise financière et de nombreux autres engagements (pensions, services de santé, services sociaux, etc.) vont peser très lourd. Les récessions ont creusé d'importants déficits budgétaires, liés pour l'essentiel au ralentissement de l'activité économique et à de nouvelles augmentations des dépenses, notamment aux opérations de recapitalisation décidées par les pouvoirs publics pour renflouer les banques et d'autres établissements financiers. Au final, la solvabilité de nombreux pays est remise en question et bon nombre de gouvernements ont du mal à augmenter leurs dépenses pour protéger leur économie contre le désendettement forcé du secteur privé. C'est particulièrement vrai pour les pays périphériques de la zone euro, où l'État doit réduire sa dette.

Quoi qu'il en soit, l'État peut jouer un rôle majeur. Les programmes de restructuration de la dette des ménages tels que ceux lancés aux États-Unis dans les années 30 ou en Islande aujourd'hui peuvent être efficaces. L'État américain avait récupéré environ un cinquième des hypothèques, rallongé les échéances, abaissé les taux d'intérêt et parfois même annulé le capital des prêts, réduisant ainsi sensiblement la charge des emprunteurs et le nombre de faillites et de saisies chez les ménages. Des mesures de ce type peuvent contribuer à éviter les cercles vicieux où se succèdent faillites des ménages, baisses des prix immobiliers et contractions accrues de la production.

### Où en est-on actuellement ?

Le désendettement progresse différemment selon les secteurs économiques et selon les pays. Les graphiques 1, 2 et 3 donnent également une idée de ce qu'était l'endettement des ménages, des établissements financiers et des autres sociétés au troisième trimestre de 2011. Une simple comparaison des ratios d'endettement et des leviers financiers avant et après le boom (2000) semble montrer que les ménages vont avoir un long chemin à parcourir pour redresser leurs bilans. Le secteur financier doit lui aussi passablement diminuer ses ratios dette/PIB et passifs/fonds propres. Globalement, le secteur des entreprises est dans une situation moins défavorable.

Certains pays sont un peu plus avancés que d'autres. En Allemagne, le ratio dette/revenu des ménages a déjà reculé. Aux États-Unis aussi, le point culminant a été atteint et le ratio fléchit, même si c'est surtout la conséquence de faillites qui ont épongé les dettes. Au Royaume-Uni, le ratio a un peu diminué depuis la crise, mais il demeure globalement élevé. Dans la plupart des autres pays, l'endettement des ménages n'est toujours pas revenu à son niveau d'avant la crise. Il continue parfois même d'augmenter, comme en France et aux Pays-Bas, notamment sous l'effet d'une baisse des prix des logements.

De manière générale, les secteurs financiers se sont moins désendettés que les ménages. Bien que les États-Unis et l'Allemagne aient réussi à faire baisser le ratio dette/PIB dans le secteur financier, il reste plus élevé qu'avant la crise. Dans des pays comme le Canada, la France, l'Italie et le Royaume-Uni, l'inversion du levier financier ne s'est pas encore produite et les ratios de dette rapportée au PIB ou aux fonds propres, voire les deux, demeurent plutôt élevés.

Dans une majorité de pays, les sociétés non financières n'ont pas augmenté leur effet de levier; dans d'autres (Japon et Canada, en particulier), elles sont en revanche toujours très endettées.

### L'action des pouvoirs publics peut être décisive

Assainir les bilans prendra beaucoup de temps. Bien que le redressement du secteur privé soit en cours, le chemin est encore long. En outre, bon nombre de gouvernements ont des problèmes budgétaires tels, qu'ils ne peuvent pas compenser le déficit de demande provoqué par le désendettement.

À certains égards, cependant, cette lenteur est une bonne nouvelle. Comme on l'a vu plus haut, un désendettement trop rapide, en particulier des institutions financières, peut nuire à l'économie en pesant sur la demande et l'activité globales. Dans certains pays, on observe des signes encourageants d'assainissement des bilans, sans conséquences macroéconomiques négatives. Pour tous les pays, le défi consiste à redresser les bilans au bon rythme, ni trop rapide ni trop lent.

L'action des pouvoirs publics peut être décisive. Les recommandations habituellement formulées pour assurer un désendettement mondial ordonné sont les suivantes :

- Il faut une coordination attentive des politiques financières, macroéconomiques et structurelles pour que le système financier soit en mesure de soutenir l'économie.
- Parallèlement aux augmentations de fonds propres et de provisions des banques qui sont en cours (voir «Réparer le système» dans ce numéro de *F&D*), il est essentiel de poursuivre le processus de restructuration et de résolution, en prévoyant au besoin un appui de l'État. Il incombe aux autorités de s'assurer que les banques font preuve de modération en matière de dividendes et de rémunération afin de maintenir des volants de fonds propres capables d'absorber les pertes.
- Dans certains pays, la dette hypothécaire des ménages doit redevenir viable au moyen de programmes facilitant l'allègement du principal.
- Dans de nombreux pays, le processus d'assainissement des finances publiques doit être clairement exposé pour rassurer les marchés financiers en garantissant la solvabilité ou le retour à la solvabilité, mais sans que le désendettement n'entrave la reprise à court terme.
- Pour prévenir les effets de contagion, les dirigeants nationaux doivent coordonner leurs actions respectives en évitant de trop privilégier leurs propres systèmes économiques et financiers. ■

*Stijn Claessens est Sous-directeur au Département des études du FMI.*

#### Bibliographie :

Fonds monétaire international (FMI), 2012, «Faire face à l'endettement des ménages», Perspectives de l'économie mondiale, Chapitre 3 (Washington, Avril).

# Témoins innocents de la DÉBÂCLE

## Les pays émergents et à faible revenu ont surmonté la récession mondiale. Peuvent-ils survivre à d'autres chocs?

Sarwat Jahan et Brad McDonald

**L**ES PAYS émergents et à faible revenu ont connu un essor économique sans précédent avant la crise financière mondiale. Les chiffres variaient d'un pays à l'autre, mais, de 2003 à 2007, les deux groupes de pays ont affiché des taux de croissance annuelle du PIB (corrigés de l'inflation) de 7 % à 8 %, donc très supérieurs à ceux des années 90, et l'inflation a été ramenée sous les 10 %. Cette réussite économique tient pour beaucoup aux réformes structurelles durables qui ont accru leur compétitivité et leur résilience, ainsi qu'à l'amélioration de leurs politiques monétaires et budgétaires. Cette croissance économique soutenue a fait baisser les taux de pauvreté — but essentiel des objectifs du Millénaire pour le développement (OMD) définis par les Nations Unies en 2000 (FMI et Banque mondiale, diverses années).

Comme beaucoup de pays émergents et à faible revenu étaient en bonne forme économique, ils ont pu s'armer contre la récession mondiale qui a débuté en 2008 dans le sillage immédiat de la crise financière des pays avancés. Ces «témoins innocents» ont pu échapper à la récession bien plus vite que les pays avancés. Ils ont en outre été nombreux à profiter du rapide redressement des cours des matières premières.

Mais pourront-ils résister aussi bien à une nouvelle crise mondiale ou à un autre grave choc économique? Cela dépendra de la manière dont ils s'y prépareront.

### Pris dans la tourmente

La crise économique et financière mondiale a éclaté dans les pays avancés, mais les pays émergents et à faible revenu ont pendant quelque temps été pris dans la tourmente (graphique 1 et tableau). Leurs taux de croissance ont baissé, mais moins dans les pays à faible revenu. La crise mondiale les a touchés de diverses manières : la demande de leurs exportations a chuté, les marchés des devises sont devenus plus fluctuants, le financement des échanges et les autres formes de crédit se sont restreints et les investissements directs étrangers (IDE) ont ralenti.

La morosité et l'incertitude ambiantes ont en outre jeté un froid sur les investissements intérieurs. Tout cela s'est produit peu après l'envolée des cours des produits alimentaires et énergétiques de 2007-08, qui avait commencé à affaiblir les balances commerciales et les réserves de change — sauf dans les pays exportateurs de matières premières — et nécessité un surcroît de dépenses sociales.

La qualité des politiques économiques avant la crise a été déterminante. Inflation faible ou modérée, réserves de change confortables, finances publiques renforcées, endettement réduit, sont autant d'atouts qui ont donné la marge de manœuvre dont bien des pays avaient besoin pour combattre activement la récession.

La politique monétaire de nombreux pays émergents et à faible revenu a d'abord été durcie pour étayer la confiance et contenir l'impact de la crise financière, mais, lorsque le risque de contagion à l'économie réelle est devenu palpable, les banques centrales ont abaissé les taux d'intérêt et assoupli les taux de change. Près des trois quarts des pays émergents et plus de la moitié des pays à faible revenu ont opté pour la détente monétaire et budgétaire en 2009.

Le virage budgétaire a été particulièrement prononcé : les déficits médians des pays émergents et à faible revenu ont augmenté d'environ 3 % du PIB (graphique 2). Cela tient pour une



Chaîne de montage de la Nano aux usines Tata à Sanand, Inde

large part aux effets des «stabilisateurs économiques», tels que la baisse des recettes (les rentrées fiscales diminuent lorsque la production chute). Si la situation budgétaire avait été plus fragile et le niveau d'endettement plus élevé — comme par le passé —, il aurait fallu majorer les impôts ou réduire les dépenses, ou les deux. En plus du libre jeu des stabilisateurs économiques, les volants de réserves accumulés ont permis, dans certains cas, de réagir activement en augmentant les dépenses publiques.

### Une réaction sans précédent

Les pays à faible revenu ont déclenché une riposte budgétaire sans précédent. Leur situation macroéconomique au début de la crise n'était pas aussi solide que celle des pays émergents, mais ils étaient en bien meilleure posture que lors des crises précédentes. Les réserves officielles du pays à faible revenu type étaient à peu près deux fois plus élevées qu'au début des précédentes crises. Et les taux d'inflation, les déficits budgétaires et courants ainsi que la dette extérieure étaient moitié moins élevés qu'auparavant (FMI, 2010a).

Lors des crises antérieures en 1982 et 1991, les pays à faible revenu avaient dû réduire leurs déficits budgétaires. En 2009, au contraire, ils les ont creusés en moyenne de 2,7 % du PIB. Les dépenses réelles (corrigées de l'inflation) ont augmenté de 7 %. Plus de la moitié des besoins de financement résultant du creusement des déficits ont été comblés à l'aide de ressources intérieures. Le FMI et d'autres créanciers extérieurs ont cependant aussi apporté des montants élevés de prêts concessionnels (à des taux inférieurs à ceux du marché) et d'autres financements.

L'impact de l'évolution économique des pays avancés sur les autres pays a aussi été manifeste en 2010 et 2011. La reprise mondiale de 2010 a amplifié les effets des mesures anticycliques, d'où le net rebond de la plupart des pays à faible revenu et surtout des pays émergents. Les flux de capitaux ont repris, l'expansion du crédit s'est accélérée, et nombre de pays émergents ont vu leur production industrielle progresser à vive allure. L'inflation est devenue préoccupante dans les pays émergents et certains pays à faible revenu, surtout lorsque la reprise a fait flamber les cours mondiaux des matières premières. En 2011, les pays émergents et à faible

revenu ont à nouveau subi les retombées des remous financiers et du ralentissement économique — ce qui montre bien que, si leur interdépendance a peut-être un peu diminué, leur croissance robuste et leur développement rapide restent conditionnés par la croissance vigoureuse des pays avancés (Canuto et Leipziger, 2012).

### Risques et mesures correctives

Les pays émergents et à faible revenu ont certes bien surmonté la crise, mais ils doivent se préparer à de nouveaux aléas de l'économie mondiale. Il semble, après les premiers mois de 2012, que la zone euro risque d'entrer dans une phase de légère récession et que d'autres pays avancés pourraient connaître une croissance faible et cahotante. Les retombées défavorables des pays avancés sur les pays émergents peuvent continuer à freiner la croissance de ces derniers. Les autres risques au plan mondial sont une perturbation des approvisionnements pétroliers ou une réduction du potentiel de croissance des pays émergents eux-mêmes, qui se répercuterait sur les pays à faible revenu en raison du développement des liens économiques entre les deux groupes de pays. La croissance a peut-être rebondi dans la plupart des pays à faible revenu, mais ils restent vulnérables, en particulier aux fluctuations des cours des matières premières et à d'autres chocs sur les prix mondiaux. Les pays émergents comme les pays à faible revenu doivent mener des politiques prudentes pour affermir leur résilience.

Il est essentiel que les pays émergents maintiennent le cap d'un atterrissage en douceur alors que la croissance intérieure se modère sur fond de volatilité des flux de capitaux, de booms potentiels du crédit et d'une éventuelle dégradation de la conjoncture extérieure. La situation varie selon les pays : ceux où les tensions inflationnistes diminuent (la majeure partie de l'Amérique latine) peuvent détendre la politique monétaire face aux risques baissiers, tout en renforçant si nécessaire la supervision financière pour éviter la surchauffe de secteurs tels que l'immobilier. Là où les tensions inflationnistes se modèrent, où la situation budgétaire est saine et où les excédents extérieurs sont élevés, il est possible d'accroître les dépenses — y compris, dans certains cas, les dépenses sociales (FMI, 2012a). Dans d'autres pays, notamment du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord, il est crucial de promouvoir une croissance

#### Impact variable

Les pays émergents et avancés médians ont accusé des chutes comparables de production et d'activité boursière durant la crise mondiale; les écarts étaient cependant plus prononcés entre les pays émergents.

Chute de production	Marchés émergents	Pays avancés
Médiane	-4,9	-4,5
25 <sup>e</sup> centile	-8,4	-6,6
75 <sup>e</sup> centile	-2,0	-2,9
Chute d'activité boursière		
Médiane	-57,1	-55,4
25 <sup>e</sup> centile	-72,0	-64,1
75 <sup>e</sup> centile	-45,2	-49,0

Source : FMI (2010b).

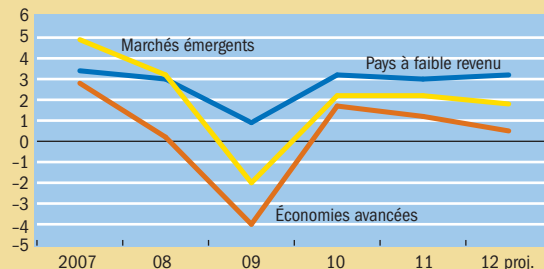
Note : La chute de production est mesurée comme le pourcentage de variation du PIB entre pic et creux. La chute d'activité boursière est mesurée comme le pourcentage de variation des cours des valeurs nationales entre pic et creux.

Graphique 1

#### De plein fouet

Les marchés émergents ont été touchés plus durement que les pays à faible revenu durant la crise mondiale, car ils entretenaient des liens plus étroits avec les pays avancés.

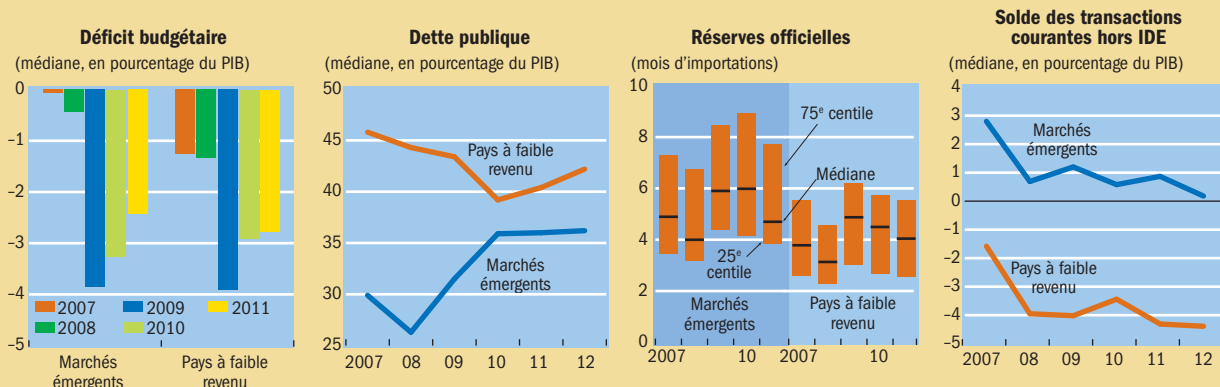
(variation en pourcentage de la croissance du PIB par habitant pour le pays médian)



Source : FMI et Banque mondiale, *Rapport de suivi mondial*, avril 2012.

## Reprise en cours

À maints égards, l'économie des pays à faible revenu et des marchés émergents s'est améliorée depuis la récession, mais les pays à faible revenu sont particulièrement vulnérables à une nouvelle baisse de conjoncture.



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2012.  
Note : IDE = investissement direct étranger.

vigoureuse, soutenue et solidaire, avec suffisamment d'emplois dans le secteur privé pour absorber une population active en rapide expansion, et de mettre sur pied des institutions solides garantes d'une bonne gouvernance. Là où la marge de manœuvre est plus restreinte, du fait par exemple de tensions inflationnistes, il faut envisager toute détente avec une plus grande prudence.

Les pays à faible revenu doivent entretenir un équilibre difficile. La plupart ont des marges de manœuvre macroéconomique plus restreintes qu'en 2008. Les déficits budgétaires et l'endettement sont plus élevés qu'avant la crise, ce qui signifie que ces pays auront plus de mal à mener une politique budgétaire anticyclique pour amortir les effets négatifs d'un nouveau choc. Depuis 2009, les déficits courants (hors IDE) et budgétaires se sont creusés, et les réserves de change (rapportées aux importations) ont diminué. Tant que ces marges de manœuvre n'auront pas été reconstituées, les pays à faible revenu resteront en moins bonne posture face à de nouveaux chocs extérieurs (FMI, 2010a et 2011a). Si l'aide extérieure se réduit à cause des difficultés budgétaires des pays avancés, les pays à faible revenu peuvent devenir encore plus vulnérables. Ils vont devoir réduire peu à peu leurs déficits et leurs dettes, tout en reconstituant progressivement leurs réserves de change. Dans le même temps, cependant, ces pays ont grandement besoin de dépenser davantage sur deux fronts : investissements générateurs de croissance et dépenses sociales.

Les ressources utilisées pour reconstituer les marges de manœuvre ne peuvent pas servir à financer les investissements nécessaires pour promouvoir la croissance future ou pour parer aux besoins de développement immédiats. Mais les pays à faible revenu peuvent parvenir à concilier toutes ces exigences, notamment en renforçant les recettes intérieures et en améliorant les systèmes de gestion des dépenses publiques. Ils peuvent mettre en place des systèmes de protection sociale plus souples et robustes, de sorte qu'en cas de choc, les transferts puissent s'effectuer sans retard et de manière plus économique au profit des groupes vulnérables. À plus longue échéance, ils peuvent mener des réformes pour encourager l'épargne intérieure et développer leurs systèmes

financiers. Ils doivent en outre accroître le volume et la qualité des investissements dans les infrastructures publiques et investir dans le capital humain, dans le cadre de politiques efficaces de santé et d'éducation publiques (FMI, 2012b).

Les pays peuvent en outre commencer à utiliser les marchés financiers pour se protéger contre les risques. Les pays à faible revenu peuvent recourir davantage aux instruments de couverture tels que l'assurance contre les catastrophes et les titres de créance assortis de modalités de remboursement conditionnelles qui peuvent amortir l'impact des chocs (FMI, 2011b). ■

*Sarwat Jahan est économiste et Brad McDonald Chef d'unité adjoint au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.*

## Bibliographie :

- Canuto, Otaviano, and Danny Leipziger, 2012, "Ascent after Decline: Challenges of Growth," PREM Economic Premise, No. 75 (Washington: World Bank).
- Fonds monétaire international (FMI), 2010a, "Emerging from the Global Crisis: Macroeconomic Challenges Facing Low-Income Countries" (Washington).
- , 2010b, "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?" (Washington).
- , 2011a, "Managing Global Growth Risks and Commodity Price Shocks—Vulnerabilities and Policy Challenges for Low-Income Countries," IMF Policy Paper (Washington).
- , 2011b, "Managing Volatility in Low-Income Countries—The Role and Potential for Contingent Financial Instruments," IMF Policy Paper (Washington).
- , 2012a, "Global Economic Prospects and Policy Changes," prepared by IMF staff for Meeting of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, February 25–26.
- , 2012b, "Low-Income Countries Remain Vulnerable in Global Downturns," IMF Survey, January 10.
- , et Banque mondiale, diverses années, *Rapport de suivi mondial* (Washington).

# UN DÉSÉQUILIBRE stable

Mohamed A. El-Erian

**L**ES DÉSÉQUILIBRES mondiaux ont un peu diminué ces dernières années, plutôt du fait du ralentissement économique que de mesures délibérées. Ils restent toutefois obstinément élevés et il est de plus en plus à craindre que, comme avant la crise, le monde ne se complaise dans une pernicieuse inaction.

Avant la Grande Récession, ces déséquilibres étaient largement reconnus, mais personne ne cherchait sérieusement à y remédier. Le FMI a bien tenu des consultations avec des pays accusant des déficits de balance des paiements énormes et persistants, tels les États-Unis, et d'autres qui affichaient des excédents considérables, comme la Chine et les gros exportateurs de pétrole. Mais ces consultations n'ont pas donné grand-chose.

Trop de gens se fourvoient par ailleurs en arguant de «raisons particulières» pour lesquelles cette situation, historiquement intenable, allait pouvoir perdurer. En fait, les déséquilibres ont fini par attiser la crise économique mondiale.

De nouveau, le risque est grand que rien ne soit fait pour corriger la situation — cette fois non pas seulement par insouciance, mais aussi parce que les économistes et les décideurs n'arrivent pas à s'accorder sur une analyse commune. Or, sans une grille de lecture partagée, les pays excédentaires et déficitaires auront du mal à s'entendre sur un plan d'action efficace et sentir une responsabilité conjointe.

Il arrivera un moment où les pays déficitaires pourront difficilement continuer à dépenser beaucoup plus qu'ils ne reçoivent. Dans le même temps, les pays excédentaires se rendront compte que leurs excédents persistants compromettent leur future croissance. Pour les uns comme pour les autres,

les déséquilibres deviendront intenable au point de bouleverser gravement l'économie mondiale.

## Une reprise lente

Le monde ne s'est pas encore complètement remis de la crise financière de 2008. Les pays avancés se débattent encore avec une croissance atone, des créations d'emplois insuffisantes et une montée des inégalités de revenu et de richesse. Les risques géopolitiques, y compris ceux qui font grimper les cours pétroliers, se sont accrus. Et trop de politiques aux États-Unis et en Europe tergiversent et ergotent au lieu d'élaborer des solutions aux problèmes structurels qui minent l'emploi et la croissance.

Les pays émergents continuent à surclasser les pays avancés, mais leur rythme d'expansion ralentit. Cela tient en partie aux problèmes des pays avancés, mais aussi aux difficultés inhérentes à ce que Michael Spence, lauréat du Prix Nobel, appelle la «transition du revenu intermédiaire», lorsque les coûts de production d'un pays augmentent, de sorte qu'il lui est plus difficile de rivaliser avec les pays à faible revenu, tandis que ses capacités institutionnelles ne lui permettent pas encore de s'aventurer sur le territoire des pays avancés.

Or, dans ce contexte économique mondial, la correction des déséquilibres des paiements mondiaux qui s'était amorcée après la crise financière n'a pas maintenu son rythme (graphique), et la composition des déséquilibres est semblable à ce qu'elle était avant la crise, ce qui est inquiétant.

Si correction il y a eu, c'est pour des raisons négatives et non positives. Elle est due aux effets de la Grande Récession sur la demande dans les pays avancés, les déficits commerciaux



**La persistance d'excédents et de déficits de paiements considérables menace à terme le bien-être économique et la stabilité financière**

de pays tels que les États-Unis baissant alors que le chômage montait et se maintenait à des niveaux exceptionnellement élevés. Le mouvement s'est en partie inversé lorsque ces pays ont commencé à se redresser — non pas à la faveur de réformes soutenues, mais en grande partie grâce à des injections massives de liquidités par les banques centrales et à la baisse irréversible du taux d'épargne des ménages.

Les États-Unis sont encore à l'origine d'une bonne part des déficits : un tiers aujourd'hui, contre la moitié avant la crise. De l'autre côté de l'équation, cinq pays seulement détiennent la moitié des excédents, comme avant la crise.

Le déséquilibre bilatéral le plus délicat et systémique — la balance commerciale Chine-États-Unis — a empiré et dépasse maintenant la moyenne de 2006-08. Par ailleurs, le déséquilibre marqué entre l'Allemagne et les pays de la périphérie de l'Europe continue à aggraver une crise régionale déjà complexe et déroutante.

### Explication des déséquilibres

Aucun consensus ne se dégage sur les causes ni sur la signification de la persistance des déséquilibres, pas plus que sur les moyens d'y remédier. Les économistes semblent en fait plus en désaccord que jamais.

En l'absence d'une analyse commune, il ne faut pas s'étonner que les initiatives politiques aient aussi été décevantes. Dans un pays après l'autre, les considérations intérieures ont pris le

pas sur les préoccupations mondiales. La grande époque de la coordination internationale qui a culminé en avril 2009 avec le Sommet très productif du Groupe des 20 pays avancés et émergents (G-20) à Londres a fait place à une succession de réunions plutôt fades. Et, comme le Programme d'évaluation mutuelle que le G-20 a demandé au FMI d'encadrer est encore en pleine mutation, le manque de décisions n'a guère fait progresser la résolution des déséquilibres mondiaux.

Les théoriciens expliquent par divers facteurs tant l'apparition et la persistance des déséquilibres mondiaux que l'incapacité de les corriger. Cela complique la tâche des décideurs qui se débattent déjà avec des outils imparfaits et une marge de manœuvre réduite, après avoir pris des mesures budgétaires et monétaires, sans conteste, exceptionnellement volontaristes pour prévenir une dépression mondiale.

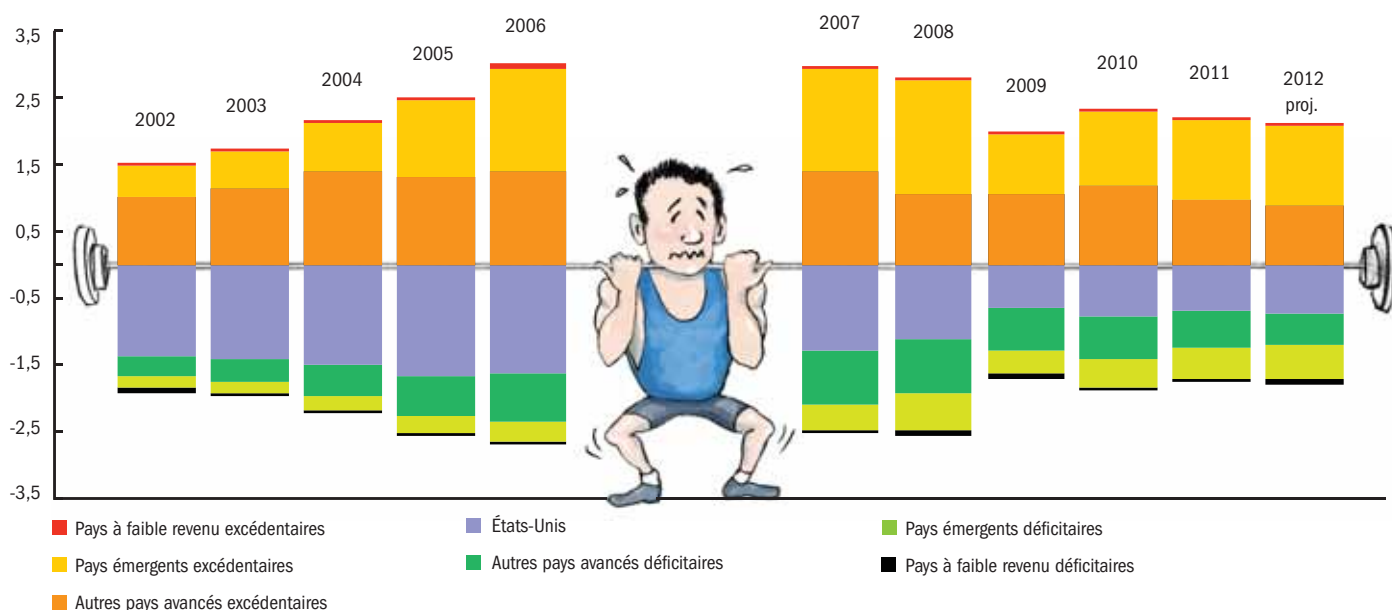
Selon certains experts, les déséquilibres mondiaux résultent de choix de politique macroéconomique. D'autres soulignent le rôle structurel de l'épargne nationale et la facilité avec laquelle les capitaux excédentaires peuvent aller s'investir au-delà des frontières. D'autres enfin considèrent que les déséquilibres tiennent à l'obsolescence croissante de la structure du système monétaire international.

Aucune explication ne domine le débat des économistes ni ne recueille une masse critique d'avis concordants, ce qui est davantage le signe de la confusion ambiante que de l'échec de la profession.

### Les déséquilibres persistent

Les déséquilibres de balance des paiements mondiaux n'ont pas continué à diminuer après la Grande Récession.

(déséquilibres courants, en pourcentage du PIB mondial)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (2012).  
 Note : L'écart statistique mondial n'apparaît pas dans ce graphique.

L'économie mondiale passe actuellement par une phase de réalignements *séculaire et structurel* aux niveaux national, régional et international, les pays émergents prenant le relais des pays avancés plus anciens en termes de dominance et de dynamisme relatifs. Ces réalignements s'opèrent durant une période de ralentissement économique exceptionnel qui a donné lieu, dans les pays avancés s'efforçant de sortir de la récession, à un degré d'expérimentation encore impensable il n'y a pas si longtemps. Cela explique aussi les brusques fluctuations des marchés, les investisseurs alternant entre l'appétit et l'aversion pour le risque.

## Perspectives

Dans ces circonstances, on ne peut guère attendre mieux des pays excédentaires et déficitaires dans les mois qui viennent que des demi-mesures, et non des initiatives de vaste portée et à long terme.

L'économie américaine va continuer à se remettre peu à peu de la crise, mais il ne faut pas compter sur un train de réformes structurelles qui serait nécessaire pour déboucher sur une croissance vigoureuse et soutenue. En Europe, le débat portera sur les réformes, mais les questions de financement resteront prédominantes. Et dans les pays émergents, la frilosité

## On ne peut guère attendre mieux des pays excédentaires et déficitaires dans les mois qui viennent que des demi-mesures, et non des initiatives de vaste portée et à long terme.

causée par l'incertitude de la conjoncture mondiale exclura tout effort majeur pour réorienter la politique économique en faveur des consommateurs et des producteurs.

Sauf catastrophe économique, il est difficile d'envisager une grande variation du niveau ou de la composition des déséquilibres mondiaux à court terme. Le scénario le plus probable est que tout restera en l'état.

Ces perspectives à court terme sont loin d'être rassurantes. De fait, la plupart des experts s'accordent sur l'idée que la persistance des déséquilibres risque d'exposer l'économie mondiale à de soudaines interruptions des flux d'investissements, comme au quatrième trimestre de 2008. À l'époque, les flux en direction des pays émergents ont stoppé et les investisseurs ont cherché refuge dans des instruments tels que les titres du Trésor américain; or c'est ce qui s'est produit tout récemment en Europe.

Les pires craintes ont trait à la fragmentation monétaire en Europe et à l'aggravation des conditions de financement des États-Unis. Chacun de ces risques à faible probabilité

entraînerait des bouleversements catastrophiques, dont les retombées n'épargneraient aucun pays. Les économistes relèvent aussi des risques croissants de guerres monétaires et de protectionnisme (craintes maintes fois exprimées par le Ministre des Finances brésilien, Guido Mantega).

Les déséquilibres mondiaux peuvent être qualifiés de «déséquilibre stable». Ils peuvent persister pendant quelque temps. Mais si c'est le cas, l'économie mondiale continuera à s'éloigner de l'équilibre propice à un niveau élevé de croissance mondiale, à la création durable d'emplois et à la solidité financière.

## Deux voies possibles

Il y a deux moyens de résoudre le paradoxe inhérent — et au bout du compte intenable — d'un déséquilibre stable à moyen terme.

La solution désagréable suppose que les pays avancés retombent en récession. Cela pourrait résulter d'une nouvelle flambée de la crise de la dette de l'Europe, de nouvelles envolées des cours du pétrole à cause de bouleversements géopolitiques, ou d'un accident des marchés dû à l'effet de levier encore excessif dans certains établissements et compartiments du marché. Les ripostes seraient inévitablement moins efficaces, maintenant que les bilans des banques centrales ont enflé jusqu'à atteindre 20 % à 30 % du PIB dans les principaux pays avancés, lesquels continuent au demeurant d'afficher des déficits et un endettement élevés.

La solution préférable suppose que les décideurs agissent de manière volontariste et préventive. Elle comporterait trois volets : une attaque simultanée sur les enjeux à court et à long terme; une série de corrections à mi-parcours, lorsque l'on disposera de plus d'information sur les effets de cette action; et un degré élevé de coordination internationale, dans laquelle le FMI jouerait un rôle plus efficace et affirmé de chef d'orchestre, de diffuseur d'information et de conseiller de confiance.

Selon ce scénario, les États-Unis renouent avec la compétitivité et la croissance, l'Europe se réforme en une union économique plus robuste et harmonieuse et les pays émergents d'importance systémique encouragent leurs classes moyennes à consommer ainsi qu'à produire. Il faudrait que tout cela ait lieu en même temps, et que le FMI fasse office de coordinateur efficace et crédible.

Il ne faut pas sous-estimer les bienfaits potentiels d'une réorientation aussi radicale. Non seulement cela lèverait les obstacles qui ont à maintes reprises miné la santé de l'économie mondiale et l'ont exposée à des crises financières, mais cela aurait aussi l'avantage d'attirer les capitaux privés considérables qui sont actuellement sur la touche. Un tel afflux de capitaux doperait encore l'investissement, la production, l'emploi, le commerce international et une répartition plus juste du revenu.

Le bien-être de millions de personnes de par le monde dépend de la volonté de la communauté internationale de relever ce redoutable défi. ■

*Mohamed A. El-Erian est Président directeur général et Codirecteur des placements de la firme mondiale de gestion de placements Pimco, qui gère 1.800 milliards de dollars d'actifs.*

# Le BOOM des



Thomas Helbling

# produits de base

**La crise économique mondiale a beaucoup moins touché les cours des produits de base que les récessions antérieures. Les perspectives à long terme sont toutefois incertaines**

L'ENVOLÉE des cours des produits de base a été un trait marquant de l'expansion mondiale de 2003 à la mi-2008 (graphique 1). Avec l'éclatement de la crise financière et le début de la Grande Récession, les cours se sont effondrés et la fin du boom semblait imminente. En fait, ils ont rebondi au début de la reprise et, à la fin de 2010, beaucoup étaient proches ou au-dessus de leurs maximums d'avant la crise. À l'exception du pétrole, dont les cours sont tributaires de la montée des risques géopolitiques sur l'offre, les produits de base ont connu une baisse de régime avec le ralentissement de l'économie mondiale en 2011.

Le récent fléchissement est peut-être simplement dû à l'état de la conjoncture mondiale, mais il incite à se demander si c'est le moment de réévaluer les perspectives des marchés. Les projections de prix sont peu utiles, car souvent incapables d'anticiper le sens ou la durée des variations. Cet article examine l'évolution des marchés de produits de base depuis la crise financière mondiale en s'inspirant d'études récentes sur les origines de la flambée des cours, qui mettent en lumière les interactions des chocs sur la demande et l'offre et de la faiblesse des stocks (Carter et Smith, 2011). La question se pose de savoir si la crise financière mondiale a modifié ces interactions et de quelle manière.

## Les facteurs de demande

Sur le plan de la demande, l'accélération inattendue et durable de la croissance des pays émergents et en développement a fortement contribué à la hausse des prix des produits de base du début des années 2000. Ces pays dépendent généralement beaucoup plus des produits de base, d'où une poussée de la demande mondiale même si la demande était en repli dans les pays avancés. Le taux de croissance moyen de la demande mondiale de nombreux produits a été nettement plus élevé dans les années 2000 que dans les années 80 ou 90.

La crise financière mondiale et la Grande Récession n'ont que peu freiné l'essor des pays émergents et des pays en développement, dont le PIB réel et l'activité industrielle ont vite retrouvé les tendances antérieures, alors que les pays avancés stagnaient. Des mesures de relance macroéconomique ont accéléré ce redressement, surtout en Chine, où elles ont entraîné des investissements à forte intensité de produits de base qui expliquent une grande part de la reprise des marchés. Le dynamisme de la reprise des pays émergents a suscité dès la mi-2009 un regain de la demande de produits de base, et les prix ont rebondi.

Ainsi, la demande mondiale de métaux de base a dépassé au premier trimestre de 2010 les maximums d'avant la crise (graphique 2). La demande de pétrole a augmenté de quelque 3¼ % la même année, un taux proche du précédent pic de 2004.

On peut en conclure que la crise financière mondiale n'a pas changé fondamentalement l'orientation de la demande de produits de base. Dans les principaux pays émergents, le revenu par habitant est encore à un niveau où cette demande augmente parallèlement au revenu. Outre, les facteurs conjoncturels, des facteurs structurels à long terme déterminent la demande dans ces pays, ce qui explique la durée inhabituelle de la montée actuelle des cours (Radetzki, 2006).

## La réaction de l'offre

Il faut bien distinguer les *chocs sur l'offre* (perturbations inattendues de la production) et la *réaction de l'offre* à une demande accrue.

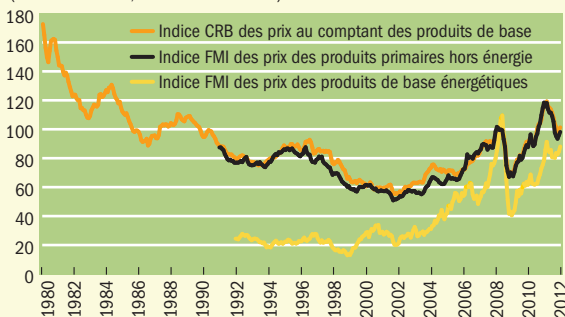
Les chocs sur l'offre ont grandement contribué à certaines poussées récentes des prix des produits de base, notamment ceux des principales céréales en 2010 et en 2006-07. L'envolée des prix alimentaires au second semestre de 2010 a été déclenchée par des problèmes d'offre d'origine climatique : sécheresse et incendies en Russie, en Ukraine et au Kazakhstan, puis inondations en Asie.

Graphique 1

### Une évolution en dents de scie

Les prix des produits de base ont augmenté régulièrement jusqu'à la fin de la dernière décennie et l'éclatement de la crise économique mondiale, ont chuté, puis se sont redressés.

(2008 : T2 = 100, en dollars constants)



Sources : FMI, base de données du Système des produits de base primaires; Haver Analytics.



La réaction des prix mondiaux à une perturbation de l'offre dépend de l'ampleur du recul de la production, mais aussi du niveau des stocks qui peuvent servir d'amortisseurs. Pendant la dernière décennie, l'interaction de la faiblesse initiale des stocks et des perturbations de l'offre a largement concouru à la poussée des prix alimentaires. Plus les stocks sont bas par rapport à la consommation, plus ceux qui les détiennent sont réticents à vendre, quel que soit le prix. Pour l'alimentation, le ratio stocks/consommation a nettement baissé durant la dernière décennie. En 2008, où les prix ont culminé, les stocks étaient aussi bas que lors de la flambée des prix des denrées et des produits de base de 1973-74. De bonnes récoltes fin 2008, puis en 2009 et 2011, ont permis une certaine reconstitution des stocks, mais ils restent relativement faibles à cause de la vigueur persistante de la demande. Comme la disponibilité et le prix du crédit influent sur le coût des stocks, il semblerait logique d'imputer en partie le bas niveau des stocks d'alimentation à la crise financière. Mais il n'y a pas de preuve formelle. En fait, les stocks étaient bas quand la crise s'est déclenchée. De plus, les conditions financières ne semblent pas avoir généré l'accumulation de stocks de métaux de base ou de pétrole brut. Les stocks de ces produits cycliques ont rapidement augmenté au début de la Grande Récession, la demande ayant baissé plus vite que l'offre, et les prix au comptant ayant chuté. Mais la situation a vite changé avec les mesures de relance et quand les opérateurs du marché ont paru vouloir absorber le surcroît d'offre.

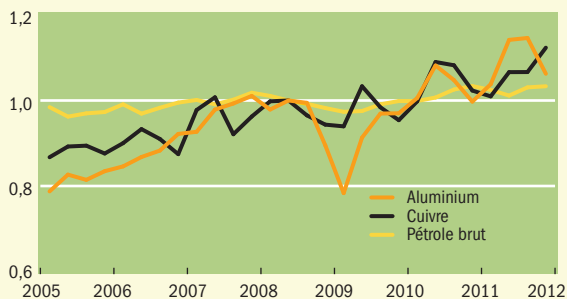
La réaction lente des producteurs à la hausse inattendue de la demande est un autre facteur du renchérissement des produits de base, avant et après la crise. Le coût élevé de la mise en valeur des gisements a aussi joué un rôle. Les investissements dans les mines et les hydrocarbures ont connu un vif essor, en raison de l'absence des contraintes de financement pesant sur de nombreux autres emprunteurs. Toutefois, la mise en service de nouvelles capacités a été lente pour deux raisons : d'abord, les délais croissants entre l'exploration et l'exploitation dans ces secteurs; ensuite, les obstacles structurels tels que les politiques de certains pays qui restreignent exploration et investissements.

Graphique 2

### Un redressement rapide

La demande de métaux de base et de pétrole a rebondi peu après le point bas de la récession à la fin de 2008.

(consommation de produits de base, 2008 : T2 = 1)



Sources : Agence internationale de l'énergie; World Bureau of Metal Statistics.

Les réactions de l'offre sont les plus aigües dans le cas du pétrole, comme au milieu des années 2000. Les capacités augmentent lentement, car les nouveaux gisements et les progrès de l'extraction compensent à peine la baisse de la production dans les principaux gisements mis en exploitation entre les années 50 et 70. L'augmentation de l'offre tient principalement à des projets de coût élevé. Aux États-Unis, la forte hausse de la production de pétrole plus difficile à extraire montre que les progrès techniques peuvent encore générer de nouvelles sources d'offre. Celles-ci sont toutefois modestes dans l'ensemble et peu susceptibles d'accroître la production mondiale de pétrole à brève échéance.

La renaissance du secteur des produits de base après le marasme des années 80 et 90 n'a pas été interrompue par la crise financière mondiale, la Grande Récession, ni la reprise cahotante qui a suivi. Deux de ses principaux facteurs perdurent : la croissance accélérée des pays émergents et en développement ainsi que les contraintes sur l'offre.

### De nouvelles forces

Mais cela ne signifie pas que les modalités de cette renaissance resteront les mêmes. D'autres forces jouent. Dans les pays émergents et en développement, les sources de croissance changent. En Chine, par exemple, le dernier plan quinquennal s'efforce de substituer la consommation à l'investissement comme base de la croissance. Cela modifierait probablement la nature des besoins chinois en produits de base. De manière plus précise, vu la baisse de la part du BTP dans l'économie, la demande de produits de base utilisés dans ce secteur va sans doute ralentir. En même temps, l'économie mondiale s'adapte à la cherté des produits de base. L'innovation et la recherche de substituts moins coûteux finiront par réduire la demande et augmenter l'offre. Ainsi, on relance l'exploitation des gisements de pétrole laissés en réserve, car la montée des prix la rentabilise de nouveau. Le bas prix du gaz naturel aux États-Unis (grâce à la révolution du gaz de schiste) incitera à l'utiliser davantage, peut-être même comme carburant pour les véhicules. Néanmoins, l'ajustement à l'enrichissement est graduel et il a peu de chances de faire baisser rapidement les cours des produits de base.

Les fondamentaux semblent intacts, mais les perspectives de croissance mondiale restent très incertaines, et non pas seulement à cause des perspectives relativement faibles des pays avancés et de leur vulnérabilité exceptionnellement élevée. Ces risques pèsent certes sur la demande extérieure des pays émergents, mais l'expansion de ces derniers se heurte aussi à des contraintes internes de capacité et, parfois, à un essor rapide, pour ne pas dire exubérant du crédit. ■

*Thomas Helbling est Chef de division au Département des études du FMI.*

#### Bibliographie :

- Carter, Colin A., and Aaron Smith, 2011, "Commodity Booms and Busts," *Annual Review of Resource Economics*, Vol. 3, No. 1, p. 87-118.
- Radetzki, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms," *Resources Policy*, Vol. 31, No. 1, p. 56-64.

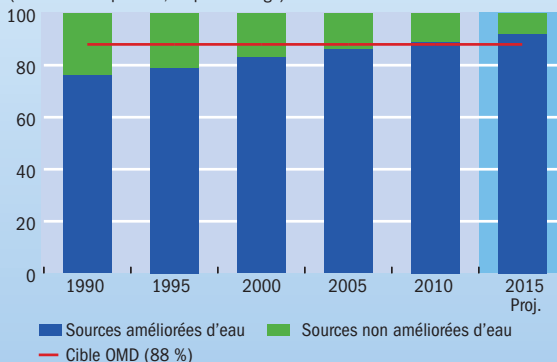
# De l'eau pour tous

**L'objectif fixé pour l'eau potable a été atteint, mais plus de 780 millions de personnes n'ont toujours pas accès à de l'eau potable**

**D**EPUIS 1990, le nombre de personnes ayant accès à des sources améliorées d'eau, par exemple un approvisionnement par canalisation ou des puits protégés, a augmenté de plus de deux milliards, selon un rapport conjoint du Fonds des Nations Unies pour l'enfance (UNICEF) et de l'Organisation mondiale de la santé (OMS). Près de 6,1 milliards de personnes, soit 89 % de la population mondiale, avaient accès à de l'eau potable en 2010, alors que la cible des objectifs du Millénaire pour le développement était fixée à 88 % pour 2015.

## La cible des OMD pour l'eau potable a été atteinte.

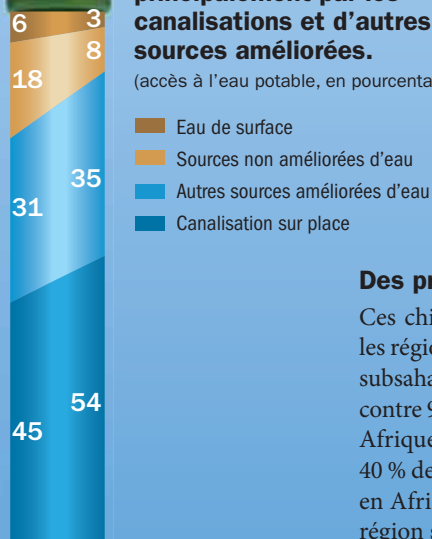
(accès à l'eau potable, en pourcentage)



Note : L'objectif fixé pour l'eau potable exclut une mesure directe de la qualité de l'eau potable. La mesure utilisée pour le suivi de l'OMD est «l'utilisation d'une source améliorée d'eau». Cet indicateur n'est peut-être pas conforme aux méthodes recommandées dans le rapport de l'OMS intitulé *Guidelines for Drinking-Water Quality* (2011).

## L'amélioration de l'approvisionnement en eau potable s'explique principalement par les canalisations et d'autres sources améliorées.

(accès à l'eau potable, en pourcentage)



# 89 %

DE LA POPULATION MONDIALE  
UTILISAIT DE L'EAU POTABLE  
EN 2010

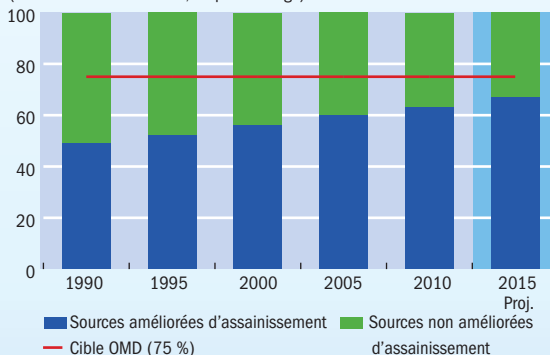
## Des progrès hétérogènes

Ces chiffres mondiaux masquent de fortes différences entre les régions et les pays. Seulement 61 % des habitants d'Afrique subsaharienne ont accès à des sources améliorées d'eau potable, contre 90 % ou plus en Amérique latine et dans les Caraïbes, en Afrique du Nord et dans une grande partie de l'Asie. Plus de 40 % des personnes qui n'ont pas accès à de l'eau potable vivent en Afrique subsaharienne. Seulement 19 des 50 pays de cette région sont en bonne voie pour atteindre l'objectif d'ici 2015.

**63 %**  
DE LA POPULATION AVAIENT  
ACCÈS À DES SERVICES  
D'ASSAINISSEMENT EN 2010

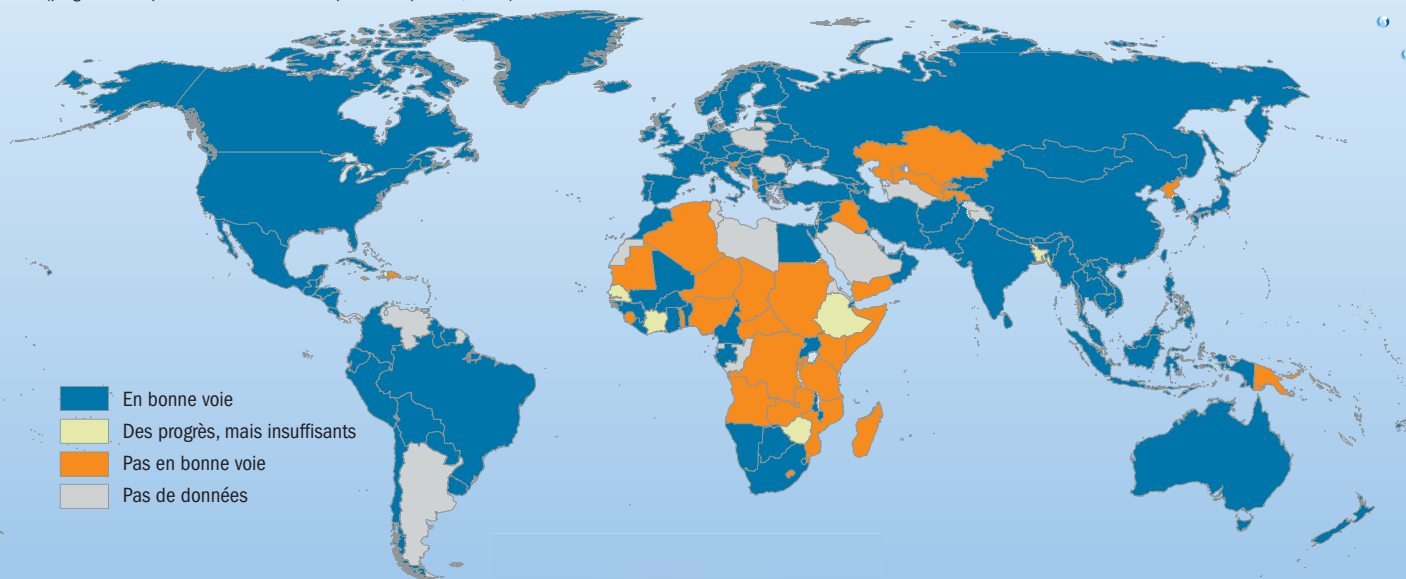
**Mais la cible pour l'assainissement ne sera sans doute pas atteinte.**

(accès à l'assainissement, en pourcentage)



**L'Afrique subsaharienne et le Pacifique ne sont pas bien partis pour atteindre la cible des OMD pour l'eau potable.**

(progrès accomplis vers la cible des OMD pour l'eau potable, 2010)



### Vers un accès universel

Le rapport montre pourquoi le travail est loin d'être terminé. Plus de 780 millions de personnes restent privées d'eau potable et la cible des OMD pour l'assainissement ne sera probablement pas atteinte. Il faut réduire les disparités entre zones rurales et urbaines, et les inégalités liées à la pauvreté, accroître fortement les services en Afrique subsaharienne et dans le Pacifique, assurer le suivi de la qualité de l'eau potable à l'échelle mondiale, remettre l'assainissement sur la bonne voie et viser un accès universel. ■



Des femmes transportent de l'eau au Niger.

Rédigé par Natalie Ramírez-Djumena sur la base du rapport intitulé Progrès en matière d'eau potable et d'assainissement 2012, qui a été publié par l'UNICEF et l'OMS en 2012 (disponible en anglais à [www.who.int/publications/en/](http://www.who.int/publications/en/)).



# L'investissement se met au vert

*Luc Eyraud et Benedict Clements*

**L'investissement dans les technologies respectueuses de l'environnement progresse dans le monde entier**

**L**E CHANGEMENT climatique est l'un des défis les plus pressants pour la planète. Les émissions de gaz à effet de serre provoquées par la combustion des carburants et l'évolution des modalités d'occupation des sols en sont les principales causes. Ces émissions provoquent réchauffement climatique, smog et pluies acides, et nuisent à la santé publique. Plusieurs études prédisent des catastrophes potentielles si l'on ne parvient pas à les réduire (Stern, 2007).

Mais le changement climatique n'affecte pas que l'environnement et la santé. Il peut aussi avoir des répercussions économiques considérables sur la production et la productivité, vu l'impact non négligeable de la hausse des températures, de la montée du niveau des mers et des conditions météorologiques extrêmes. De plus, l'évolution du

climat risque de bouleverser la situation budgétaire des États, en raison d'une baisse des recettes fiscales et de la nécessité d'engager des programmes de dépenses, notamment les coûteuses politiques nécessaires pour atténuer les effets du changement climatique et adapter les comportements et la production (FMI, 2008a et 2008b). Ces coûts et ces risques donnent à penser que les modalités actuelles de consommation d'énergie ne sont pas soutenables, mais la transition vers un modèle à faible taux d'émissions de carbone nécessitera de lourds investissements dans des sources d'énergie alternatives, dites «vertes» ou propres.

Vu l'importance accordée à la nécessité de stimuler l'investissement «vert», on peut s'étonner qu'aussi peu de recherches aient été réalisées sur ce sujet. Ce concept, relativement nouveau, n'est pas défini avec précision dans les travaux

économiques. Par ailleurs, les données disponibles sont rares. Nous tentons de combler cette lacune en proposant une définition de l'investissement vert et en analysant ses tendances et ses déterminants macroéconomiques des dix dernières années dans les pays avancés et émergents. Les résultats de notre étude contribueront à éclairer les décideurs soucieux de nous amener à une économie plus verte.

### Investir dans l'énergie propre

Il n'y a pas de définition standard de l'«investissement vert». Nous le définirons comme l'investissement nécessaire pour réduire sensiblement les émissions de gaz à effet de serre et de polluants atmosphériques. Comme il y a plusieurs manières de réduire les émissions de gaz, cet investissement peut prendre diverses formes :

- **Les investissements qui rendent la production d'énergie moins polluante.** L'investissement vert vise à fonder l'approvisionnement énergétique, non plus sur les combustibles fossiles, mais sur des alternatives moins polluantes, que ce soit pour la production d'électricité (éolien, solaire, nucléaire, hydraulique) ou pour les sources directes d'énergie (comme l'éthanol fabriqué à partir de maïs ou de canne à sucre). Le concept d'investissement «vert» recouvre non seulement les technologies écologiques émergentes, comme l'énergie éolienne et l'énergie solaire photovoltaïque, mais aussi des technologies plus anciennes comme le nucléaire et l'hydraulique. Pour préserver une distinction simple entre l'énergie issue de combustibles fossiles et celle qui provient d'alternatives dégageant peu d'émissions, notre concept de l'investissement vert englobe l'énergie nucléaire. D'aucuns prétendent que, comme elle produit des déchets radioactifs, l'énergie nucléaire devrait être exclue de tout concept de dépenses vertes. Nous avons choisi ici de l'inclure, car notre définition considère l'impact de l'investissement vert sur les émissions de gaz. Les biocarburants ont aussi été intégrés à notre définition. Malgré leur incidence contestée sur les émissions de carbone, ils constituent une source d'énergie renouvelable et, à ce titre, sont considérés comme «verts» dans notre analyse.

- **Les investissements qui réduisent la consommation d'énergie.** L'investissement vert concerne aussi les technologies qui réduisent l'énergie requise pour fournir biens et services, grâce à un meilleur rendement énergétique. Dans le secteur de l'électricité, on pourrait améliorer encore l'efficacité de la production (avec des centrales à charbon supercritique, installations très efficaces qui produisent de l'électricité en brûlant moins de charbon) et du transport et de la distribution (notamment avec des réseaux plus performants). Des gains d'efficacité sont également possibles dans les transports, avec des véhicules plus économes ou hybrides et un usage plus intensif des transports en commun. Dans l'équipement industriel, l'utilisation d'appareils moins gourmands en énergie et une amélioration de la gestion des déchets permettraient aussi des gains d'efficacité. Dans le bâtiment, on peut accroître le rendement énergétique en améliorant l'isolation et les systèmes de refroidissement.

### De l'énergie «brune» à l'énergie «verte»

Les technologies vertes (nucléaire et énergies renouvelables, comme le solaire, l'éolien et l'hydraulique) assurent déjà une part importante

de la production d'électricité. En 2008, près d'un tiers de l'électricité mondiale était issue de l'énergie nucléaire ou de sources renouvelables, le reste provenant de sources conventionnelles ou «brunes» comme le charbon, le gaz et le pétrole (graphique 1, gauche). Ces pourcentages sont restés relativement stables. Toutefois, depuis la seconde moitié des années 90, on assiste à un recul de la part de l'hydraulique et du nucléaire dans la production d'énergie verte, au profit des autres énergies renouvelables. Ces autres technologies renouvelables ont fortement contribué à l'augmentation de la capacité électrique au cours des dernières années. En 2009 elles représentaient environ un tiers de l'accroissement des capacités (graphique 1, droite).

Au cours de la dernière décennie, de nombreux programmes publics ont été mis en place — principalement dans les pays avancés et émergents membres de l'OCDE — pour encourager la production ou l'utilisation d'énergies renouvelables. Le nombre de pays ayant défini un objectif politique ou adopté des mesures de soutien en la matière a presque doublé ces dernières années, passant de 55 au début de 2005 à plus de 100 au début de 2010.

Les plans de soutien visent en général trois grands objectifs : réduire les émissions de carbone et prévenir le changement climatique; améliorer la sécurité d'approvisionnement en diversifiant le bouquet énergétique; et favoriser la croissance en stimulant la compétitivité, la création d'emplois et l'innovation dans les industries nouvelles.

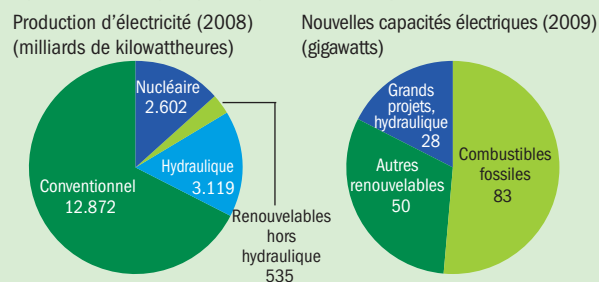
Les formes les plus courantes d'aide à la production d'électricité renouvelable sont les tarifs de rachat garantis (début 2010, 50 pays et 25 États ou provinces en étaient dotés) et les quotas d'énergies renouvelables (10 pays et 46 États ou provinces). Avec les tarifs garantis, les entreprises de services publics doivent proposer aux producteurs d'électricité verte un prix reflétant le coût de la technologie et qui peut dépasser le coût de production par des moyens conventionnels. Quant aux quotas, ils obligent les producteurs d'électricité à utiliser des sources renouvelables pour une partie de leur production.

Il est toujours délicat d'estimer le coût des programmes publics. Ceux-ci incluent non seulement les paiements directs, mais

Graphique 1

### Vers une économie plus verte

L'essentiel de la production d'électricité mondiale provient de sources d'énergie conventionnelles, mais les sources renouvelables représentent une part plus importante des capacités nouvelles.



Sources : U.S. Energy Information Administration; Bloomberg New Energy Finance.  
 Note : Les sources conventionnelles sont surtout le charbon, le pétrole et le gaz. Les sources renouvelables sont l'éolien, le solaire, l'hydraulique et le nucléaire, bien que la capacité nucléaire ne figure pas dans le tableau des capacités nouvelles (à droite), dans la mesure où elle était stable en 2009.

aussi les allègements fiscaux, les garanties de prêts et les quotas. Selon les estimations, les programmes publics coûteraient entre 40 et 60 milliards de dollars. Les subventions des biocarburants constituent le gros des coûts liés aux dépenses publiques.

Plusieurs de ces programmes publics ont été renforcés dans les ripostes budgétaires à la crise financière mondiale. Les aides à l'énergie propre, promises au titre de plans de relance budgétaire, totalisent 180 à 195 milliards de dollars et sont principalement le fait de trois pays : États-Unis (65 milliards), Chine (46 milliards) et Corée (32 milliards). Dans les pays ayant les plus importants «plans verts», les mesures d'aide à l'énergie propre ne dépassent pas 15 % du plan total de relance budgétaire, sauf en Corée, où 80 % des mesures de relance concernent l'investissement vert. Mais seule la moitié du total des fonds alloués ont été décaissés en 2009 et 2010. La mise en œuvre des plans de relance «verts» a été ralentie par la complexité des processus de planification et de traitement requis pour dégager des fonds publics. En outre, les pays accusant de gros déficits publics ont revu à la baisse leurs dépenses vertes.

### Le boom des investissements dans les technologies renouvelables

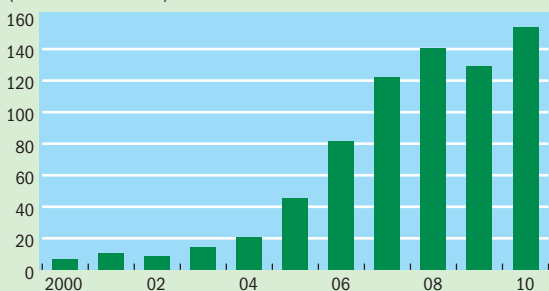
Les investissements dans les énergies renouvelables — solaire, éolienne, biocarburants, biomasse et géothermique (hormis projets d'hydroélectricité) — ont fortement progressé ces dix dernières années, surtout depuis 2004. Entre 2000 et 2010, ils sont passés de 7 à 154 milliards de dollars (graphique 2). Cette hausse tient à plusieurs facteurs, dont la croissance mondiale, la montée des cours des combustibles fossiles, le progrès technologique, les aides publiques et le souci grandissant des citoyens d'un environnement plus propre. Le coût des technologies vertes a en outre diminué grâce aux économies d'échelle, au progrès technologique et au repli des taux d'intérêt. L'investissement renouvelable vert a reculé temporairement pendant la récession mondiale en 2009 du fait de conditions financières moins favorables et de l'incertitude liée à la demande future d'énergies vertes vu la baisse du prix des combustibles fossiles. Ce recul aurait pu être plus fort, mais la chute de l'investissement privé a été limitée par la relance budgétaire.

Graphique 2

#### Les énergies renouvelables en hausse

L'investissement mondial dans les sources d'énergie renouvelables a connu une croissance rapide depuis le début des années 2000, hormis un bref recul au plus fort de la récession.

(en milliards de dollars)



Source : Bloomberg New Energy and Finance.

Note : Les renouvelables incluent le solaire, l'éolien, les biocarburants et la biomasse, mais pas l'hydraulique.

L'investissement dans les énergies vertes renouvelables est désormais un phénomène mondial. Il a connu une croissance régulière dans toutes les grandes régions jusqu'au déclenchement de la crise économique. Entre 2004 et 2010, il a été multiplié par quatre en Europe et en Amérique du Nord, et par dix en Asie et en Océanie. L'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie sont les principaux marchés, mais la composition régionale a considérablement évolué ces dernières années. Ce n'est plus l'Europe, mais l'Asie qui investit le plus, ce qui tient pour beaucoup aux différences de performance économique. La part de l'Europe et de l'Amérique du Nord dans les investissements verts mondiaux est passée de 68 % en 2004 à 46 % en 2010, tandis que la part de l'Asie et de l'Océanie est passée de 28 % à 42 %.

L'investissement vert en Asie a continué d'exploser durant la crise financière mondiale, la Chine représentant l'essentiel de cette hausse. En 2009, la Chine est le pays qui a le plus investi dans les énergies renouvelables et en 2010, elle a investi plus que tous les pays d'Europe réunis. Par une série de lois et de soutiens financiers (dont des prêts de banques publiques), le gouvernement chinois a encouragé de grands projets d'énergie renouvelable pour promouvoir la fabrication locale et améliorer la sécurité énergétique. La Chine est le premier producteur mondial de panneaux photovoltaïques et d'équipements éoliens. Elle a également renforcé la recherche et le développement, et elle est le pays qui dépose le plus de brevets dans le domaine des technologies propres et compte le plus grand nombre d'introductions en bourse de sociétés d'énergie renouvelable.

### Inertie dans le nucléaire et l'hydraulique

Les capacités nucléaires mondiales ont rapidement progressé dans les années 70 et 80, mais l'intérêt a diminué après la catastrophe de Tchernobyl en 1986. Ainsi, la part du nucléaire dans la capacité totale de production d'électricité est passée d'environ 12 % en 1990 à 8 % en 2008. Avant même l'accident nucléaire du Japon en 2011, consécutif à un séisme et à un tsunami, plusieurs obstacles avaient limité le développement du secteur, notamment la hausse des coûts de construction, la baisse du nombre de travailleurs qualifiés, une capacité de réseau insuffisante, les préoccupations environnementales et les craintes liées à la sécurité et à la prolifération nucléaire. C'est désormais l'Asie qui assure l'essentiel de la croissance des capacités nucléaires dans le monde. Le nombre de réacteurs en construction en Europe et en Amérique du Nord est passé de 159 en 1980 à 20 en 2010, alors que 42 nouveaux réacteurs sont en cours de construction en Asie.

L'énergie hydraulique est la principale source d'électricité renouvelable. La capacité hydraulique mondiale a régulièrement progressé, grâce à des coûts de construction relativement peu élevés par rapport aux solutions alternatives. Cependant, la part de l'énergie hydraulique dans la capacité totale de production d'électricité est passée de 23 % au début des années 80 à 19 % en 2008. Les réglementations environnementales et la stagnation des progrès technologiques ont ralenti son expansion dans les pays industrialisés, où nombre de sites optimaux ont déjà été exploités. Ces dix dernières années, c'est en Asie que les capacités ont le plus augmenté, en moyenne de 12 % par an, contre 1,5 % en Europe et en Amérique du Nord. La Chine a été le marché le plus dynamique, doublant presque sa capacité entre 2004 et 2009.

## Comment doper l'investissement vert?

Les études économiques sur le changement climatique n'abordent que très peu les déterminants macroéconomiques de l'investissement vert. Nous tentons de combler ici cette lacune avec des données sur l'investissement dans 35 pays avancés et émergents entre 2004 et 2010 (Eyraud *et al.*, 2011). La quasi-totalité de ces investissements dans le monde concerne ces 35 pays.

Nous avons adopté une démarche statistique pour identifier les principaux facteurs de cet investissement et évaluer leur impact relatif. Nous avons testé la signification d'un vaste ensemble de variables macroéconomiques, et cinq sont apparues comme ayant un impact statistiquement significatif sur le niveau d'investissement : le PIB réel, le taux d'intérêt réel à long terme, le cours relatif du brut sur les marchés internationaux, une variable représentant l'adoption de tarifs de rachat garantis, et une variable signalant si un pays a un mécanisme de tarification du carbone (taxe carbone ou système de plafonnement et d'échange). Voici quelques-uns de nos constats :

- **Des niveaux plus élevés de PIB tendent à encourager l'investissement dans les technologies vertes.** L'activité économique fait progresser la demande d'énergie et d'investissements dans le secteur énergétique. En outre, à des niveaux plus élevés de développement, l'évolution structurelle vers des industries et des services à fort contenu en information, la délocalisation internationale des industries de fabrication, une plus grande conscience écologique et une meilleure application des réglementations environnementales entraînent des dépenses écologiques plus importantes et, progressivement, une moindre dégradation de l'environnement. Un point de pourcentage supplémentaire de croissance du PIB se traduit théoriquement à long terme par une progression de l'investissement vert d'environ 4 points, toutes choses étant égales par ailleurs.

- **Le coût du capital — représenté par le taux d'intérêt réel à long terme — a un impact négatif sur l'investissement vert.** L'effet estimé est assez important : l'investissement recule de près de 10 % lorsque le taux d'intérêt réel progresse d'un point. Il ressort des études sur l'investissement économique général que ce dernier est relativement insensible aux taux d'intérêt, alors que l'investissement vert semble être très réactif à leur variation. Ce résultat, d'ailleurs bien étayé dans les études descriptives, n'est pas surprenant, car les projets d'énergie renouvelable consomment beaucoup plus de capital que de main-d'œuvre et dépendent essentiellement de financements extérieurs.

- **Les cours du brut ont aussi un impact positif et important sur l'investissement vert.** Des carburants plus coûteux augmentent le rendement de l'investissement vert en faisant baisser le coût de l'électricité issue de sources renouvelables par rapport à l'énergie fossile. L'investissement vert progresse d'un point supplémentaire lorsqu'il y a un écart d'un point entre l'augmentation du cours du brut et l'inflation de l'économie globale.

- **Les quotas d'énergies renouvelables et les quotas de biocarburants ne semblent pas avoir d'impact sur l'investissement vert.** Dans le cas des biocarburants, ceci est probablement lié au fait que l'investissement dans le biocarburant a chuté depuis 2007 du fait de la cherté des charges d'alimentation et d'une surcapacité. Par contre, les tarifs de rachat garantis ont un effet

notable. Ce résultat semble confirmer qu'il s'agit-là d'un des instruments les plus efficaces pour favoriser le développement des énergies renouvelables. D'après nos estimations, l'investissement vert devrait être deux à trois fois plus élevé dans les pays ayant opté pour les tarifs garantis, toutes choses étant égales par ailleurs. L'effet des mécanismes de tarification du carbone (taxe environnementale sur la teneur en carbone des carburants, par exemple) est aussi significatif dans la quasi-totalité des cas.

Globalement, nos résultats montrent que l'investissement vert peut être fortement influencé par les politiques publiques. Les taux d'intérêt et des facteurs macroéconomiques comme la croissance jouent certes un rôle, mais les politiques énergétiques ont également leur importance. L'investissement vert augmente quand son coût, par rapport aux technologies fossiles, diminue en raison du renchérissement du pétrole. L'influence des pouvoirs publics peut être grande. Des interventions spécifiques de soutien peuvent aussi s'avérer utiles. Les résultats statistiques indiquent que les tarifs garantis et les mécanismes de tarification du carbone tendent à favoriser l'investissement vert. Toutefois, de nombreuses politiques ne semblent pas être efficaces, dont le soutien aux biocarburants. Ce constat s'ajoute aux doutes exprimés quant à l'efficacité de la politique de subventionnement des biocarburants et leurs effets pervers sur l'approvisionnement alimentaire (FMI, 2008c).

## Et après?

L'investissement vert est un phénomène mondial et un moteur essentiel du secteur énergétique. Parallèlement, la structure régionale de cet investissement a fortement évolué ces dernières années. L'Asie, Chine en tête, joue un rôle croissant. La Chine est devenue en 2009 le plus gros investisseur dans les énergies renouvelables et en 2010 elle a investi plus que toute l'Europe dans l'énergie renouvelable. Nos résultats soulignent aussi que les pays pourraient faire beaucoup plus pour encourager l'investissement vert. En particulier, les bonnes incitations aux investissements dans les sources d'énergie alternatives — notamment un mécanisme approprié de tarification des produits issus de combustibles fossiles et des émissions de carbone — seront déterminantes pour avancer vers une économie plus verte. ■

*Luc Eyraud est économiste et Benedict Clements est Chef de division au Département des finances publiques du FMI.*

### Bibliographie :

Eyraud, Luc, Abdoul Wane, Changchang Zhang, and Benedict Clements, 2011, "Who's Going Green and Why? Trends and Determinants of Green Investment," *IMF Working Paper 11/296* (Washington: International Monetary Fund).

Fonds monétaire international (FMI), 2008a, «Le changement climatique et l'économie mondiale», Perspectives de l'économie mondiale, Chapitre 4 (Washington, Avril).

—, 2008b, "The Fiscal Implications of Climate Change" (Washington, March). [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022208.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022208.pdf)

—, 2008c, "Fuel and Food Price Subsidies—Issues and Reform Options" (Washington, September). [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/090808a.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/090808a.pdf)

Stern, Nicholas, 2007, *The Economics of Climate Change: The Stern Review* (London: Cambridge University Press).



Liasses de billets dissimulées dans des viennoiseries et saisies par la douane allemande lors d'une opération antiblanchiment.

# L'argent sale pollue l'économie

**Outre ses victimes innocentes, le blanchiment d'argent peut avoir de lourdes conséquences pour les économies nationales**

*Paul Ashin*

**D**ES CARTONS remplis d'argent liquide trouvés à l'aéroport de Kaboul, un guichet placé à un endroit stratégique avant la police des frontières à Antigua, quelques lignes de code dans un logiciel de comptabilité en République dominicaine ... ces phénomènes apparemment sans rapport sont pourtant tous liés au problème mondial du blanchiment de capitaux, ainsi qu'à des défaillances du système financier qui entraînent des difficultés économiques bien réelles pour les citoyens respectueux des lois.

Le blanchiment est le processus qui permet de donner une légitimité apparente à des fonds illicites. Les gains générés par des activités criminelles telles que la fraude, le vol ou le trafic de stupéfiants sont convertis en comptes bancaires, en biens immobiliers ou en produits de luxe d'apparence légale pour avoir l'air d'être le fruit d'un labeur honnête. Les délinquants peuvent ainsi s'enrichir et vivre leur vie sans attirer l'attention. De plus, ils peuvent utiliser les capitaux blanchis pour développer leurs acti-

vités illégales et donc accroître leur richesse et leur influence, ce qui leur permet de corrompre les représentants du pouvoir et de l'ordre et d'acheter leur protection.

Si la fraude, la délinquance fiscale, le délit d'initié, le trafic de drogue, la corruption ou les autres activités délictueuses lucratives n'existaient pas, il n'y aurait pas non plus de blanchiment d'argent. Le lien étroit entre l'infraction pénale qui génère des revenus et le blanchiment de ces revenus fait qu'il est très difficile de séparer le blanchiment de l'infraction sous-jacente, même si, au regard de la loi, les deux choses sont distinctes. Le blanchiment de capitaux est une composante essentielle de tout acte délictueux lucratif dans la mesure où, sans blanchiment, le crime ne «paie» pas.

Quand l'infraction sous-jacente (ou «principale») touche à des domaines comme les stupéfiants, les coûts sociaux sont évidents, car ils sont très élevés et visibles. En revanche, les coûts sociaux et économiques de la criminalité en col blanc (détournements de fonds, fraude



fiscale ou bancaire, délit d'initié, etc.) le sont moins, mais ils peuvent être tout aussi considérables.

### Des histoires très inquiétantes

En août 2010, par exemple, quand le gouvernement afghan est intervenu pour remplacer les dirigeants de la plus grosse banque privée du pays, la Kabul Bank, les clients inquiets ont retiré pour plus de 200 millions de dollars de dépôts, créant un mouvement de panique dangereux pour la stabilité financière et politique fragile du pays. C'est par cette banque, qui possédait le plus grand réseau d'agences du pays, qu'étaient gérés les salaires des forces de sécurité et d'autres fonctionnaires. Sa faillite éventuelle constituait donc une véritable affaire d'État.

Comment en était-on arrivé là? Des prêts avaient été accordés gratuitement au sein du groupe et à des tiers bénéficiant d'appuis politiques, les fonds avaient servi à des placements illégaux dans l'immobilier à l'étranger, et des cargaisons entières de billets avaient été mystérieusement transportées entre Kaboul et Dubaï dans des opérations de «blanchiment aérien». Une enquête ouverte par la suite a établi que plus de 900 millions de dollars confiés à la

des chèques sans que leurs allées et venues ne soient connues des services d'immigration d'Antigua. Il leur suffisait de descendre d'avion, d'effectuer un dépôt, puis de se rendre dans la salle de transit pour attendre leur vol de retour.

En 2009, l'ensemble du système s'est effondré — comme cela finit toujours par arriver avec les chaînes de Ponzi —, entraînant dans sa chute la banque de Stanford et avec elle l'essentiel du reste de l'économie locale, qui avait des liens très étroits avec ce qui était devenu le premier employeur de l'île. Cette année-là, le PIB d'Antigua-et-Barbuda s'est contracté de 9,6 %; la banque centrale est passée sous le contrôle de la banque centrale régionale, à qui elle a emprunté l'équivalent de 3 % du PIB national, et le pays a dû finalement signer un programme de 118 millions de dollars appuyé par le FMI. En mars 2012, Stanford a été condamné pour avoir escroqué 30.000 investisseurs dans 113 pays.

En République dominicaine, des initiés de Banco Intercontinental, la deuxième banque privée du pays, ont monté une combine sophistiquée pour siphonner les avoirs de la banque. Ils se sont eux-mêmes accordé des prêts et ont obtenu des crédits de tierces parties garantis par des fonds de Banco Intercontinental,

## Le blanchiment de capitaux est une composante essentielle de tout acte délictueux lucratif dans la mesure où, sans blanchiment, le crime ne «paie» pas.

Kabul Bank, soit plus de 5 % du PIB de ce pays appauvri et 50 % de son budget national, avaient été détournés. En octobre 2011, plus d'un an après le passage de la banque sous le contrôle de l'État, seule une petite partie des fonds avait été récupérée et personne n'avait été poursuivi. À ce jour, la banque centrale a dépensé presque 1 milliard de dollars pour renflouer le secteur bancaire, un coût énorme pour un pays aussi pauvre.

Antigua-et-Barbuda a été le théâtre d'une histoire assez différente, mais dont les conséquences ont été également désastreuses pour ce petit pays insulaire. L'escroc américain Allen Stanford l'avait choisi pour monter une chaîne de Ponzi gigantesque. Il s'est servi de sa banque immatriculée à Antigua-et-Barbuda pour vendre des certificats de dépôts «à haut rendement» à des investisseurs crédules de Miami et d'ailleurs (voir «Les dangers des systèmes de Ponzi» dans notre numéro de mars 2010). Naturellement, les hauts rendements annoncés n'étaient pas le résultat de quelque martingale infaillible dont aucune autre banque n'aurait connu l'existence.

L'argent versé par les nouveaux investisseurs servait simplement à rémunérer ceux qui étaient entrés avant dans la chaîne, déduction faite de 1,6 milliard de dollars, c'est-à-dire de la somme détournée pour soutenir le train de vie très dispendieux de Stanford et notamment pour ouvrir aux îles Cook un fonds de fiducie baptisé «Baby and Mama Trust», bénéficiant à la mère de deux de ses enfants. Dans le même temps, Stanford et ses associés blanchissaient des capitaux (et corrompaient au passage des agents gouvernementaux) en transférant entre différents comptes bancaires ouverts aux États-Unis et ailleurs des millions de dollars obtenus frauduleusement auprès des investisseurs.

Et le guichet stratégiquement placé? Il permettait tout simplement aux coursiers venant de Miami de déposer des espèces ou

tout en se servant d'une comptabilité parallèle pour dissimuler ces actifs non productifs.

Chaque jour, durant 14 ans, un logiciel «équilibre» les comptes de l'établissement en transférant des actifs et des passifs réels d'un système à l'autre pour que la banque «visible» ait l'air solvable. C'est ainsi que des prêts improductifs accordés à des parties liées disparaissaient des comptes officiels en même temps que des éléments de passif équivalents (il pouvait s'agir, par exemple, de certificats de dépôts à long terme choisis au hasard et dont l'absence passerait inaperçue). Le lendemain, le logiciel remettait les actifs réels dans la comptabilité et sélectionnait un autre groupe de passifs pour équilibrer les actifs douteux occultes.

En 2003, quand la fraude a fini par être éventée, BANINTER (nom sous lequel la banque était connue alors) et deux banques commerciales qui lui étaient apparentées ont été renflouées par l'État. Le sauvetage a coûté l'équivalent de 21 % du PIB, mais les coûts sociaux et économiques ont été plus lourds, car une dépréciation rapide du peso d'à peu près 65 % a provoqué une inflation galopante et une forte érosion des revenus réels. Dans le sillage de la crise bancaire, environ 1,5 million de Dominicains (près de 16 % de la population) se sont retrouvés sous le seuil de pauvreté, dont 670.000 dans une situation d'extrême pauvreté.

Bien sûr, ces histoires ne dressent pas la liste exhaustive des techniques utilisées par les malfaiteurs pour déguiser l'origine de leur richesse. Le recours aux dépôts en espèces est une des techniques de base du blanchiment de capitaux. Dans des pays comme les États-Unis, où les banques sont tenues de déclarer les dépôts et les retraits de plus de 10.000 dollars, les délinquants essaient souvent de fractionner les dépôts pour que les sommes soient inférieures au plafond. De multiples intermédiaires se

chargent d'effectuer de petits dépôts dans de nombreuses banques; les services chargés d'enquêter sur ces opérations les ont surnommées les «schtroumpfs», car l'activité frénétique de ces coursiers anonymes leur rappelait les héros éponymes du dessin animé. Et, de même que les petits hommes bleus sont passés de la télévision aux jeux vidéo, puis aux écrans de cinéma, le terme de schtroumpf est resté en vogue chez les agents de la lutte contre le blanchiment.

Les systèmes de blanchiment très complexes consistent souvent à créer dans différents pays des entreprises fictives imbriquées les unes dans les autres pour que l'on ne retrouve pas la véritable identité de celui qui possède et contrôle les actifs. Il n'est pas

Les pays qui ne réussissent pas à lutter efficacement contre le blanchiment de capitaux ou le financement du terrorisme peuvent avoir du mal à accéder au système financier mondial. Par exemple, les transferts de fonds électroniques en provenance ou à destination de pays jugés peu efficaces dans leur lutte contre le blanchiment prennent plus de temps, car les institutions financières examinent plus attentivement chaque transaction. En outre, quand les gains d'origine criminelle ou les capitaux fébriles qui circulent entre établissements financiers représentent des montants importants, l'ensemble du système financier peut en sentir les répercussions.

## Les comportements liés au blanchiment de capitaux menacent la solidité des économies concernées et constituent un frein puissant à la croissance.

rare qu'un fonds fiduciaire soit créé dans un pays, avec comme seul objet de posséder des parts dans une holding située dans un centre bancaire extraterritorial et ayant des «filiales» dans un troisième, un quatrième et un cinquième pays, filiales dont l'unique activité est d'ouvrir des comptes bancaires que l'initiateur du montage peut ensuite utiliser de manière anonyme. Ces entités extraterritoriales qui fonctionnent en toute opacité ont été au cœur même des fraudes massives commises par les dirigeants de la société américaine Enron, qui ont été inculpés pour blanchiment d'argent et pour la fraude sous-jacente.

### Un choc pour l'économie

Les exemples précités montrent que les infractions financières sous-jacentes au blanchiment d'argent (corruption, évasion fiscale, fraude financière, délit d'initié, etc.) peuvent entraîner des problèmes économiques. Les effets sont particulièrement sensibles quand le secteur financier du pays concerné est assez modeste, comme en témoigne l'affaire Stanford, dans laquelle une fraude organisée depuis les États-Unis a bouleversé une petite économie insulaire.

Les contrôles antiblanchiment peuvent donc être considérés comme l'un des outils permettant de prévenir et de réprimer ces phénomènes. Ils contribuent à raffermir la confiance quand la conjoncture économique est difficile. L'utilisation efficace des outils de lutte contre le blanchiment (notamment l'identification de ceux qui possèdent et contrôlent effectivement les comptes bancaires, ainsi que le gel et la confiscation des gains d'origine criminelle quand les auteurs sont appréhendés et condamnés) empêche les délinquants de profiter de leurs méfaits aux dépens de la population et de l'économie dans son ensemble.

Enfin, comme les comportements liés au blanchiment de capitaux menacent la solidité des économies concernées et constituent un frein puissant à la croissance, il ne peut pas vraiment y avoir de stabilité financière sans l'intégrité financière voulue : les exactions financières, y compris le blanchiment, ne peuvent avoir droit de cité sur les marchés financiers.

Quand ils sont efficaces, les contrôles antiblanchiment atténuent les effets délétères des activités économiques illégales et favorisent l'intégrité et la stabilité des marchés financiers. Dans ce domaine,

### Fonds fiduciaires spécialisés

L'engagement du FMI dans la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme remonte à début 2001. Au cours des onze dernières années, le FMI a contribué à définir les politiques internationales dans ce domaine, procédé à plus de 70 évaluations — dont celles de l'Allemagne, du Danemark et des Pays-Bas — et conduit de nombreux projets d'assistance technique et de recherche.

L'expérience très large qu'il a acquise en surveillant les systèmes financiers et économiques de ses pays membres lui offre une base solide pour évaluer le respect des normes internationales de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme et pour élaborer des programmes pouvant aider les pays concernés à remédier aux carences constatées. Les questions liées à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme sont de plus en plus intégrées aux activités primordiales du FMI. Le Conseil d'administration a récemment décidé que le blanchiment de capitaux, le financement du terrorisme et les infractions sous-jacentes devaient être traités par les services du FMI chargés

de surveiller le système économique d'un État membre quand il existe une menace pour la stabilité de son système financier ou un risque de fluctuations dangereuses des taux de change.

En 2009, le FMI a lancé un fonds fiduciaire financé par des donateurs. Premier d'une série de fonds fiduciaires spécialisés, il finance l'assistance technique à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. L'Arabie saoudite, le Canada, la Corée, la France, le Japon, le Koweït, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Qatar, le Royaume-Uni et la Suisse se sont engagés à verser 29,2 millions de dollars sur cinq ans au fonds spécialisé dans le but de renforcer les dispositifs de lutte en s'appuyant sur les compétences et l'infrastructure du FMI.

Trois ans après le lancement du fonds fiduciaire spécialisé, 53 projets ont été approuvés dans 29 pays et 7 ateliers régionaux ont eu lieu. Ce fonds continuera à financer dans le monde entier des projets d'assistance technique liés à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

les normes internationales ont été établies par le Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux (GAFI), un organisme intergouvernemental dont le but est de définir et de promouvoir des politiques de lutte contre le blanchiment de capitaux, le financement du terrorisme et la prolifération des armes de destruction massive. Ses recommandations portent sur un large éventail de questions, notamment la réglementation des services fournis par les institutions financières et par les sociétés et les professions non financières, les mouvements de devises transfrontaliers, la transparence des personnes morales, le droit matériel et le droit procédural, les capacités institutionnelles, l'arsenal répressif et la coopération à l'échelle nationale et internationale.

En matière de prévention, il s'agit, par exemple, d'exiger des professionnels concernés qu'ils déterminent si leurs clients agissent ou non pour le compte de tiers; qu'ils sachent par qui sont détenues et contrôlées les personnes morales; qu'ils prennent des mesures de vigilance renforcée face au risque particulier de certaines catégories de clients, certains liens commerciaux et certaines transactions et qu'ils appliquent d'autres mesures de vigilance et d'entretien des registres.

En matière de répression, les mesures de lutte contre le blanchiment permettent aux autorités non seulement de traduire les auteurs en justice (avec des sanctions généralement plus sévères quand les infractions sous-jacentes et le blanchiment sont combinés), mais aussi, et c'est important, de saisir les avoirs acquis illégalement. Cet arsenal a un effet dissuasif et fait qu'il


est plus difficile aux organisations criminelles d'arriver à des niveaux d'enrichissement dangereux.

### Un environnement complexe

Le système financier mondial est de plus en plus interconnecté. Les capitaux peuvent circuler entre une douzaine de pays en l'espace de quelques minutes. La mondialisation de la finance comporte des risques, mais présente aussi des avantages évidents tels qu'une meilleure répartition des ressources, un accès plus facile aux capitaux, une diversification accrue des risques et une progression globale du bien-être collectif.

Les blanchisseurs de capitaux exploitent la complexité et l'interconnexion du système financier mondial et se servent aussi du fait que les législations et les systèmes antiblanchiment diffèrent d'un pays à l'autre. Ils sont tout particulièrement attirés par ceux où les contrôles sont insuffisants ou inefficaces et où ils peuvent transférer leurs fonds ou créer des sociétés plus facilement sans être repérés. Ils ont souvent plusieurs coups d'avance sur les autorités chargées de faire respecter la réglementation et les lois, autorités qui ont parfois du mal à mettre en place rapidement une coopération internationale. En outre, les exemples précités montrent que les problèmes rencontrés par un pays peuvent vite se propager dans d'autres pays de la région ou du monde. ■

*Paul Ashin est expert financier principal au Département juridique du FMI.*



**COLUMBIA | SIPA**  
School of International and Public Affairs

**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 2013-2014 program begins in July of 2013. Applications are due by January 1, 2013.

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

# Sortir de l'ombre

## Les États ont raison de réduire la taille de l'économie souterraine en améliorant les institutions propices à une croissance solidaire

Anoop Singh, Sonali Jain-Chandra et Adil Mohommad

LA RECRUESCENCE mondiale de manifestations publiques contre la mauvaise gouvernance et le manque de croissance solidaire nous rappelle à point nommé qu'il est important de développer des institutions fortes et d'étendre le champ de l'économie formelle pour promouvoir la croissance et les débouchés économiques.

Trop souvent, des institutions mal gérées et une réglementation excessive forcent les travailleurs et les petites entreprises à aller vers le secteur informel — l'économie parallèle ou souterraine —, lequel produit des biens et des services légaux, mais en échappant au contrôle des autorités pour se soustraire à l'impôt, aux normes du travail et autres obligations légales.

Nos travaux confirment qu'une réglementation excessivement lourde, une application discordante de la législation et l'existence de la corruption incitent les entreprises à se cacher dans l'économie souterraine. Nous en concluons que les institutions sont un déterminant de l'ampleur de l'économie souterraine plus important qu'une fiscalité élevée, l'inflation ou le niveau des revenus.

Comme l'avancent Daron Acemoglu et James Robinson dans *Why Nations Fail*, la principale différence entre pays riches et pays pauvres réside dans les institutions politiques et économiques créées par l'homme, et non dans la culture ou la géographie. Le récit passionnant de ce livre démontre que les nations prospèrent quand elles mettent en place des institutions solidaires et favorables à la croissance et qu'elles échouent quand leurs institutions ne profitent qu'aux intérêts d'une élite restreinte, au lieu de créer des bénéfices économiques et un pouvoir politique partagés par le plus grand nombre.

### Avantages et inconvénients

Une économie souterraine de grande ampleur pose de nombreux problèmes aux gouvernants. La faiblesse des institutions et la taille impor-

tante du secteur informel peuvent interagir et engendrer un cercle vicieux qui amoindrit encore plus la qualité des institutions qui régissent et encouragent l'activité économique — l'état de droit, l'absence de corruption et un niveau aussi faible que possible de réglementation superflue.

De plus, une économie informelle de grande ampleur rend les statistiques officielles peu fiables et incomplètes, ce qui complique la tâche des gouvernants. Une faible participation à l'économie formelle sous-entend aussi que les avantages d'une telle économie — comme la protection des droits de propriété, l'accès aux marchés du crédit et des normes du travail adéquates — risquent de ne pas être largement accessibles. Cela freine alors la croissance économique et restreint les débouchés d'une grande partie de la population.

Sous un angle plus positif, le secteur informel a un rôle important à jouer, surtout dans les pays en développement, où il peut être considéré comme le terreau de la croissance économique future dans l'économie formelle. Il sert aussi d'amortisseur important contre le sous-développement et les incertitudes économiques du secteur formel en assurant la subsistance de segments entiers de la population. En effet, l'économie informelle est souvent plus grande dans les pays pauvres et émergents que dans les pays plus riches.

Cependant, les entreprises actives dans le secteur informel sont confrontées à diverses contraintes qui nuisent à leur fonctionnement et à leur développement. Ces contraintes peuvent être liées à l'infrastructure, comme l'accès à l'électricité, à la terre et à l'eau; liées aux institutions, le sujet qui nous occupe ici; ou bien encore liées à l'accès aux nouvelles technologies, à l'intermédiation financière et aux autres avantages de l'économie formelle. Par exemple, à la différence des pays où des systèmes de protection des droits de propriété bien développés permettent de mettre en valeur le capital pour financer l'activité productive, dans les pays pauvres il est souvent

très difficile d'établir clairement des droits de propriété et encore plus d'en retirer les bénéfices, comme la possibilité de mettre en valeur l'épargne ou de voir la propriété formelle protégée.

Dans le cadre de nos recherches, nous étudions la relation entre la qualité des institutions et l'ampleur des activités informelles et constatons, ce qui ne surprendra personne, que des faiblesses institutionnelles comme une réglementation excessive ou une faiblesse de l'état de droit sont souvent liées à une économie informelle plus grande.

### Développer les institutions

Le terme «institution» couvre un vaste ensemble de règles qui régissent les interactions sociales. Nous faisons ici référence aux

#### L'aide du FMI

Le FMI s'implique pour soutenir le développement des institutions économiques en apportant à ses pays membres des conseils au titre de la surveillance et une assistance technique. Le FMI est à la pointe de la réforme des cadres de réglementation et de surveillance financière après la crise financière mondiale. Pour combattre directement le problème de l'économie souterraine, il appuie les pays membres en leur offrant une assistance technique en matière de politiques de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme, et sur des dossiers plus vastes liés à la gouvernance et aux institutions lorsque la forte présence de l'économie souterraine dans certains secteurs a des conséquences macroéconomiques.

institutions formelles qui régissent et orientent l'activité économique, en nous concentrant plus sur l'état de droit, l'absence de corruption et un niveau aussi faible que possible de réglementation superflue, qui, de fait, encouragent et protègent l'activité économique.

Les défis relatifs au développement d'institutions fortes et à l'extension du champ de l'économie formelle sont étroitement liés. Pour renforcer les institutions, il est nécessaire de pouvoir faire respecter les règles et protéger les droits, tout en préservant les incitations économiques. Un État doit disposer de moyens et de capacités importantes s'il compte améliorer la qualité de ses institutions.

Toutefois, une économie minée par un secteur informel de grande taille risque de ne pas avoir les ressources suffisantes pour mettre en œuvre les améliorations des capacités institutionnelles propres à réduire le champ des activités informelles. Si l'État tente d'accroître ses ressources en augmentant la fiscalité, cela peut provoquer une expansion de l'économie informelle, car les entreprises chercheront à se soustraire à l'impôt, ce qui sapera encore plus les capacités de l'État. Il s'ensuit un cercle vicieux qui risque de perpétuer la «mauvaise dualité» d'institutions faibles et de développement limité du secteur formel.

#### L'économie souterraine est-elle profonde?

Il est difficile d'estimer la taille de l'économie informelle, vu que le but même de la clandestinité est souvent d'éviter d'être détecté et que les pays n'ont sans doute pas les moyens de surveiller l'activité souterraine. Il n'y a pas de mesure directe de la taille ou de la composition de l'économie souterraine, mais il existe un

certain nombre de méthodes indirectes, dont les extrapolations à partir de la demande excédentaire de liquidités, de la consommation d'électricité non justifiée, ou des tendances du marché du travail. Il ressort de l'application de ces méthodes indirectes que l'économie souterraine est importante dans de nombreux pays (voir carte).

Selon des estimations pour 2006, l'économie parallèle représente entre 14 % et 16 % du PIB dans la plupart des pays avancés et entre 32 % et 35 % du PIB dans les pays émergents (Schneider, Buehn et Montenegro, 2010). L'économie souterraine est bien plus importante en Amérique latine, en Amérique centrale et en Afrique — souvent plus de 40 % du PIB —, tandis qu'elle est comprise entre 25 % et 35 % du PIB au Moyen-Orient et dans les pays d'Asie en développement. L'économie parallèle reste importante, mais sa taille s'est réduite au fil du temps.

L'ampleur des activités informelles peut aussi varier d'un secteur à l'autre au sein d'un même pays, selon la nature de l'activité. Par exemple, il est possible

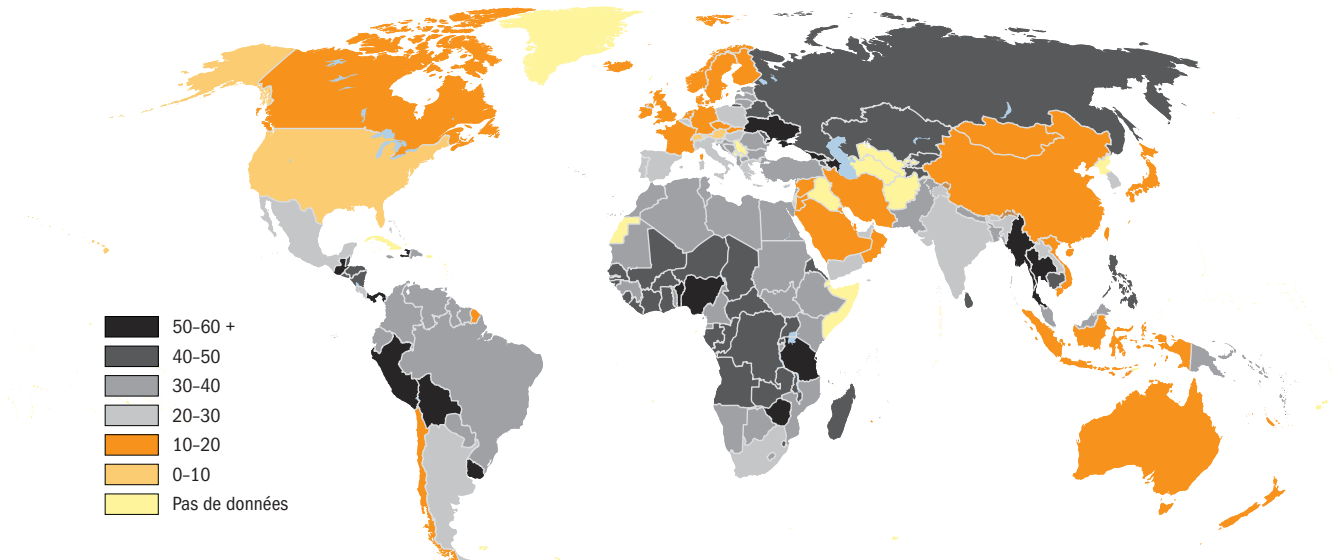


Cordonnier en bord de route à Harare, au Zimbabwe.

## Pas si invisible que cela

L'économie souterraine a une forte présence dans une très grande partie du monde.

(en pourcentage du PIB, 2006)



Source : Schneider, Buehn et Montenegro (2010).

Note : Les frontières, couleurs, dénominations et autres informations figurant sur les cartes n'impliquent, de la part du FMI, aucun avis sur le statut juridique d'un territoire, ni aucun aval de ces frontières.

que le secteur des services, comme le petit commerce ou les ventes ambulantes et les services ménagers, et l'agriculture vivrière soient entièrement informels, car ils requièrent peu de capitaux ou de compétences. Les entreprises manufacturières à forte intensité de main-d'œuvre peuvent aussi être très informelles. À l'inverse, les activités qui exigent des niveaux élevés de compétences et de capitaux évoluent principalement dans le secteur formel.

### Impositions

Les effets d'une augmentation de la fiscalité sur l'activité économique souterraine suscitent un débat considérable.

D'un côté, des régimes fiscaux plus onéreux (notamment sur le plan des taux et de l'administration) peuvent inciter les entreprises à la clandestinité pour échapper à l'impôt et accroître leurs bénéfices. Selon des estimations, si la pression fiscale telle que la perçoivent les entreprises devient plus forte, la taille de l'économie parallèle augmente de 11,7 points (Johnson, Kaufmann et Zoido-Lobaton, 1998).

Mais des impôts plus élevés peuvent aussi être liés à une économie souterraine plus restreinte, car ils permettent de générer un plus gros volume de recettes et d'assurer une meilleure prestation de biens publics, avec notamment un environnement juridique plus robuste, autant de facteurs qui incitent les entreprises à opérer dans le secteur officiel.

Selon un autre point de vue, les institutions politiques, économiques et sociales sont les principaux facteurs de l'activité économique souterraine. En effet, le poids de la réglementation, un niveau plus élevé de corruption et un environnement juridique plus faible sont tous corrélés à une économie parallèle plus grande. Le poids de la réglementation inclut les coûts liés aux licences et permis et fait augmenter les coûts des entreprises, ce qui peut les inciter à l'informalité. Une augmentation de 1 point du poids de la réglementation (mesuré par l'indice de la Heritage

Foundation) s'accompagne d'une hausse de 12 % de la taille de l'économie souterraine (Friedman *et al.*, 2000).

De lourdes restrictions du marché du travail entraînent souvent une augmentation de l'emploi informel, ce qui alimente l'économie souterraine. Selon les estimations de l'Organisation internationale du travail, plus de 70 % des travailleurs dans les pays en développement échappent à l'économie officielle, bien que l'économie souterraine représente une part bien plus faible du PIB, environ 35 %.

Une réglementation par trop stricte du marché du travail a pour effet pervers de favoriser le travail informel, car elle augmente le coût de l'embauche. Les restrictions d'embauche et de licenciement censées protéger les travailleurs ont en fait dissuadé les entreprises de recruter sur le marché du travail formel, car le respect des règles est souvent coûteux et contraignant. Les entreprises préfèrent embaucher des travailleurs informels, en les payant de la main à la main et en évitant de leur fournir une assurance maladie et d'autres avantages.

Un autre inconvénient de l'activité informelle tient au manque d'accès des entreprises et des individus au secteur financier formel. Dans bien des pays en développement, moins de la moitié de la population possède un compte auprès d'un établissement financier et, dans certains pays, ce chiffre est de moins d'un ménage sur cinq. Ce manque d'accès à la finance piège les entreprises dans des activités à faible productivité, ce qui perpétue les inégalités, car elles doivent compter sur leurs propres ressources, souvent limitées, pour lancer de nouvelles activités.

### Quantifier la théorie

Nous tirons les résultats suivants de nos recherches portant sur près de 100 pays :

- De meilleures institutions sont liées à une économie parallèle sensiblement réduite. Si la qualité globale des institutions s'amé-

liore d'un écart-type, la taille de l'économie parallèle diminue de près de 11 points de pourcentage. En outre, une amélioration semblable de l'état de droit va de pair avec une réduction de 8 points de la part de l'économie parallèle.

- Les institutions sont le déterminant le plus important de la taille de l'économie souterraine. En faisant la part de la dimension institutionnelle, les autres aspects tels que les taux d'imposition, l'inflation et le revenu par habitant cessent d'être statistiquement significatifs. Ce ne sont pas les impôts plus élevés qui en soi encouragent l'économie parallèle, mais plutôt la faiblesse des institutions et de l'état de droit. Les entreprises tendent à préférer l'informalité non pas pour se soustraire à des impôts élevés, mais pour éviter les réglementations et le fardeau administratif qu'elles imposent.

- L'économie souterraine tend à être plus développée dans les pays où la corruption est plus forte. Une augmentation relativement modeste de la corruption entraîne une augmentation beaucoup plus importante de la taille de l'économie parallèle.

### Les mesures à prendre

L'économie souterraine tient une place considérable dans l'économie de nombreux pays et représente un vecteur essentiel de croissance, surtout pour les pays en développement. Vu la diversité des problèmes qui touchent l'activité économique informelle, des secteurs informels importants et persistants peuvent aboutir à de faibles niveaux de productivité et de croissance là où ils sont prédominants, d'où la nécessité d'adopter des politiques pour remédier au problème. Pour promouvoir la croissance solidaire, et inciter dans toute la mesure du possible à l'économie formelle, il faut comprendre les ressorts de l'activité souterraine. Les travaux réalisés à ce jour proposent plusieurs idées pour libérer le secteur informel et l'intégrer au monde formel. Par exemple, les pays qui souhaitent réduire l'économie parallèle pourraient, en priorité, renforcer l'état de droit, en créant des passerelles vers l'économie formelle et en veillant strictement au respect des réglementations qui sont absolument nécessaires.

L'une des conditions préalables à l'essor du secteur privé est le bon fonctionnement du système des droits de propriété. Les entreprises de l'économie formelle qui jouissent de ces droits et de ces

protections peuvent mettre en valeur leurs actifs, en tirant des fonds de roulement et développer leur activité. Selon De Soto (2000), en reconnaissant la propriété des actifs du secteur informel, il serait possible de transformer ces actifs en capitaux qui pourraient être investis. En règle générale, la réforme des institutions devrait inclure des mesures visant à alléger, si possible, le fardeau réglementaire et à renforcer l'état de droit pour faire respecter efficacement le dispositif réglementaire minimal. Bien sûr, les circonstances propres à chaque pays et à chaque secteur devront orienter la démarche précise et l'ordonnancement souhaitable des mesures.

Étant donné le rôle crucial que jouent les institutions pour freiner la croissance de l'économie souterraine et doper la croissance économique à long terme, leur développement doit occuper une place prioritaire. Outre qu'il faut asseoir les institutions sur une solide base légale et judiciaire, il importe aussi d'établir et de renforcer en priorité les institutions économiques, car cela aura un puissant effet d'entraînement sur la stabilité macroéconomique, l'accès aux droits de propriété et leur défense, et le libre-échange. ■

*Anoop Singh est Directeur du Département Asie et Pacifique du FMI. Sonali Jain-Chandra et Adil Mohammad sont, respectivement, économiste principal et économiste dans ce même département.*

#### Bibliographie :

Acemoglu, Daron, and James A. Robinson, 2012, *Why Nations Fail: Origins of Power, Prosperity, and Poverty* (New York: Crown Publishing).

De Soto, Hernando, 2000, *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else* (New York: Basic Books).

Friedman, E., S. Johnson, D. Kaufmann, and P. Zoido-Lobaton, 2000, "Dodging the Grabbing Hand: the Determinants of Unofficial Activity in 69 Countries," *Journal of Public Economics*, Vol. 76, p. 459-93.

Johnson, S., D. Kaufmann, and P. Zoido-Lobaton, 1998, "Regulatory Discretion and the Unofficial Economy," *American Economic Review*, Vol. 88 (May), p. 387-92.

Schneider, F., A. Buehn, and C. Montenegro, 2010, "New Estimates for the Shadow Economies All Over the World," *International Economic Journal*, Vol. 24, No. 4, p. 443-61.

## Vous aimez ce que vous lisez?



**Aimez-nous sur  
Facebook!**  
**www.facebook/  
financeanddevelopment**





## La fonction des marchés monétaires

**Mettre en rapport les prêteurs et les emprunteurs pour répondre à leurs besoins**

*Randall Dodd*

**J**USQU'À ce que des problèmes apparaissent pendant la crise financière mondiale, les marchés monétaires étaient souvent considérés comme un banal compartiment peu volatil du système financier.

Essentiellement, ils permettent aux détenteurs de fonds — banques, gestionnaires financiers et petits investisseurs — de faire des placements sûrs, liquides et à court terme, et ils donnent aux emprunteurs — banques, courtiers, fonds spéculatifs et sociétés non financières — un accès à des financements à un faible coût. L'expression marché monétaire recouvre plusieurs sortes de marchés, qui se déclinent selon les besoins des prêteurs et des emprunteurs.

La crise financière a braqué l'attention sur les différences entre ces divers segments, car certains se sont révélés être fragiles tandis que d'autres se sont montrés plutôt résilients.

### Instruments à court terme

On parle de «marchés monétaires», car les actifs qui s'y négocient sont à court terme — échéances d'un jour à un an — et d'ordinaire très liquides. Ils englobent toute une gamme d'instruments : comptes bancaires, y compris certificats de dépôt à terme, prêts interbancaires, fonds communs de placement (FCP) monétaires, billets de trésorerie, bons du Trésor, et contrats de prise et mise en pension de titres. Ces marchés constituent un vaste segment du système financier — environ un tiers du crédit total aux États-Unis, d'après l'enquête sur les flux de financement du Système de réserve fédéral.

Beaucoup de ces instruments sont des titres qui se différencient par la manière dont ils s'échangent et par leur statut au regard de la réglementation financière, mais aussi par l'importance que le prêteur accorde à la valeur de la sûreté sous-jacente, plutôt qu'à l'évaluation de l'emprunteur.

Les instruments du marché monétaire les mieux connus sont les dépôts bancaires, qui ne sont pas considérés comme des titres, bien que les certificats de dépôt se négocient parfois comme tels. Les déposants, qui prêtent de l'argent à la banque, tablent sur la solvabilité de l'établissement bancaire et sur la protection d'un système officiel de garantie des dépôts.

Les prêts interbancaires ne reposent pas sur une garantie et le prêteur compte uniquement sur la solvabilité de l'emprunteur lorsqu'il calcule ses chances d'être remboursé. Le marché interbancaire qui reçoit le plus d'attention se trouve en Angleterre, où

le taux interbancaire offert à Londres (LIBOR), déterminé chaque jour, représente le prix moyen auquel les grandes banques sont disposées à se prêter entre elles. Ce marché n'a pas été une source fiable de financement pendant la crise. Le LIBOR est monté en flèche par rapport aux autres taux du marché monétaire lorsque la solvabilité des banques a été mise en doute. En outre, le volume de crédit a beaucoup diminué, car les banques se souciaient plus de financer les actifs qu'elles détenaient que d'accorder de nouveaux prêts. Les liquidités injectées en urgence par les banques centrales ont permis de compenser la contraction de ce marché. Des enquêtes récemment menées par les instances de régulation ont par ailleurs suscité des questions quant à l'intégrité du mode de calcul du LIBOR.

Un billet de trésorerie est une reconnaissance de dette (sans garantie) qui peut être émise par une banque de renom ou une grande société non financière. Cet instrument n'étant assorti d'aucun gage (tout juste une promesse de remboursement), l'investisseur ne peut compter que sur la solvabilité de l'émetteur pour récupérer son épargne. Les billets de trésorerie sont émis et négociés à la façon des titres. Mais ce sont par nature des instruments à court terme qui ne sont pas achetés par les petits investisseurs, et ils échappent pour l'essentiel à la réglementation des valeurs mobilières. Aux États-Unis, par exemple, les billets de trésorerie sont émis pour 1 à 270 jours, à des valeurs nominales jugées trop élevées pour les petits investisseurs (en général 1 million de dollars, mais parfois seulement 10.000 dollars).

### Le placement le plus sûr

Les bons du Trésor, émis par l'État, sont des titres à moins d'un an. Les bons du Trésor américain, vendus avec une décote et activement négociés après leur émission, sont les instruments les plus sûrs pour placer l'épargne à court terme. Les marchés sont profonds, liquides et couverts par la réglementation des opérations mobilières. Les bons du Trésor américains ne sont pas seulement des instruments d'épargne : ils peuvent servir à régler des transactions. Émis électroniquement, ils peuvent circuler dans le système de paiement aussi facilement que la monnaie.

Les pensions sont un compartiment important mais plus compliqué des marchés monétaires. Elles offrent des taux d'intérêt concurrentiels pour les emprunts et prêts à court terme — pas plus de deux semaines en général et souvent à un jour. L'emprunteur vend un titre en sa possession en échange de liquidités et s'engage



à le reprendre à l'acheteur (qui est donc le prêteur) à une date donnée et à un prix qui intègre une commission d'emprunt pour la période fixée. Le titre échangé sert de nantissement pour le prêteur.

Outre qu'elles permettent d'emprunter et de prêter à court terme en toute sécurité sur le marché monétaire, les pensions et autres cessions de titres sont cruciales pour les ventes à découvert — lorsqu'un opérateur accepte de vendre un titre qu'il ne possède pas. Pour se le procurer, il lui faut l'emprunter ou l'acquérir temporairement via une transaction de prise en

lui achète les actifs illiquides et finance cet achat en émettant des BTAA, qui, à la différence des billets de trésorerie normaux, sont gagés sur les actifs sous-jacents. Ce type de billet de trésorerie peut obtenir une note de crédit élevée si les actifs sont bien classés et si l'entité spécialisée a suffisamment de capital et de lignes de crédit. Le capital est censé servir à couvrir des pertes imprévues sur les actifs, et les lignes de crédit tiennent compte de la difficulté de vendre les actifs sous-jacents pour satisfaire les besoins de trésorerie.

## Pendant la crise financière, les FCPM ont été menacés de pertes sur les billets de trésorerie, puis sur les titres d'emprunt émis par Lehman Brothers.

pension. Quand vient le moment de rendre le titre au prêteur, le vendeur à découvert doit à nouveau l'acquérir ou l'emprunter. Si son prix a baissé, le vendeur à découvert engrange un bénéfice.

Les fonds communs de placement monétaires (FCPM) sont des titres proposés par des sociétés qui investissent dans d'autres instruments du marché monétaire — billets de trésorerie, certificats de dépôt, bons du Trésor et pensions. Les FCPM sont réglementés comme des sociétés de placement aux États-Unis et dans l'Union européenne. Ils constituent un placement à court terme peu risqué pour les petits investisseurs, les investisseurs institutionnels et les entreprises. Un FCPM investit en règle générale dans des instruments liquides, à court terme et très bien classés. Bien que le prix ne soit ni fixe ni garanti, le fonds est géré de manière à ce qu'il reste constant — ou, dans le langage des spécialistes, qu'il conserve une valeur liquidative stable, habituellement de 1 dollar la part (à la différence des autres fonds communs de placement qui investissent dans des actions ou des obligations et dont les parts changent de valeur chaque jour). Si la valeur des actifs sous-jacents du FCPM dépasse 1 dollar la part, la différence est versée sous forme d'intérêts. Jusqu'à la crise mondiale, la valeur liquidative d'un FCPM était rarement descendue sous la barre de 1 dollar. Les rares fois où cela s'était produit, les directeurs de placement du fonds avaient utilisé leurs propres ressources pour en ramener la valeur liquidative à 1 dollar.

Mais, pendant la crise financière, les FCPM ont été menacés de pertes sur les billets de trésorerie, puis sur les titres d'emprunt émis par Lehman Brothers (qui a fait faillite en septembre 2008). Parce que les FCPM sont des acteurs importants sur d'autres marchés monétaires cruciaux, les autorités américaines sont intervenues pour prévenir une panique qui aurait pu causer une contraction du crédit généralisée. Le Trésor américain a garanti le principal, et la Réserve fédérale a créé un guichet de prêt spécial pour les billets de trésorerie, afin d'éviter une ruée des investisseurs.

### Marchés dysfonctionnels

Il y a d'autres segments du marché monétaire qui sont un peu plus complexes, par exemple celui des billets de trésorerie adossés à des actifs (BTAA) et de certains accords de pensions tripartites.

Une société possédant des actifs financiers difficiles à vendre (illiquides), tels que des prêts, hypothèques ou effets à recevoir, peut se servir de BTAA pour emprunter à moindre coût ou sortir ces actifs de son bilan. Elle crée une entité spécialisée qui

Certains segments du marché des BTAA ont eu des difficultés pendant la crise. Les émetteurs de billets de trésorerie ordinaires — presque exclusivement les grandes banques et sociétés non financières — présentent chaque trimestre des états financiers qui permettent aux investisseurs d'évaluer facilement leur situation. Le risque de crédit sur les BTAA dépendait, entre autres, de la manière dont l'entité spécialisée était constituée, de l'amélioration des créances qu'elle produisait, de ses volants de liquidités et de la valeur de ses actifs sous-jacents — autant de facteurs probablement moins transparents et plus complexes que dans le cas des simples billets de trésorerie. Aux États-Unis, le marché des BTAA s'est contracté de 38 % entre août et novembre 2008.

Le marché des FCPM, qui détient plus d'un tiers de l'encours des billets de trésorerie, en a subi le contrecoup. Lorsque les investisseurs ont commencé à retirer leurs fonds, les FCPM ont rapidement délaissé les BTAA pour se reporter sur les titres publics et parapublics.

Le marché des accords de pensions tripartites s'est révélé bien moins fiable que celui des pensions ordinaires pour les titres du Trésor et des organismes publics. Ce marché est organisé autour d'une ou de deux banques de compensation qui détiennent l'actif gagé et en transfèrent la propriété de l'emprunteur au prêteur, et vice versa lorsque le prêt est remboursé.

Le marché des accords de pensions tripartites a été mis à mal par la débâcle des marchés de titres émis par voie privée et adossés à des créances hypothécaires. Ces titres représentaient une large part des actifs gagés sur le marché des accords de pensions tripartites. Dès lors que la valeur et la note de crédit de ces titres ont chuté et qu'ils ont cessé de se négocier, le marché tripartite a souffert à la fois des décotes (pourcentage duquel le prêteur réduit la valeur d'une créance aux fins du nantissement) plus importantes nécessaires pour compenser la volatilité du marché des créances titrisées et les difficultés à fixer le prix de l'actif gagé, qui n'avait plus de valeur de marché.

Les crises des marchés des BTAA et des pensions tripartites ont propagé les problèmes de financement aux banques, aux sociétés de bourse et aux fonds spéculatifs qui s'étaient servis de ces instruments pour financer leurs placements. Ces marchés se sont réduits comme peau de chagrin. ■

*Randall Dodd est économiste financier au Département du Trésor américain.*



Ouvrier sur le chantier naval de Western Marine à Chittagong (Bangladesh).

# Créer des emplois de qualité

*Kalpana Kochhar, Pradeep Mitra et Reema Nayar*

**L'augmentation rapide de la population active en Asie du Sud exige des réformes multisectorielles pour pérenniser la croissance des emplois de qualité**

**D**EPUIS dix ans, l'Asie du Sud voit sa population active augmenter de presque 10 millions de personnes chaque année, croissance qui s'est accompagnée d'une augmentation des salaires et d'une réduction de la pauvreté. L'emploi a progressé tant en quantité qu'en qualité. Mais le défi de l'emploi sera plus difficile à relever dans les vingt ans à venir qu'il ne l'a été ces deux dernières décennies.

L'Asie du Sud (République islamique d'Afghanistan, Bangladesh, Bhoutan, Inde, Maldives, Népal, Pakistan et Sri Lanka) représentera 40 % de la croissance de la population mondiale en âge de travailler (de 15 à 64 ans) d'ici 2050. L'importance des politiques de la région en matière d'emploi dépasse donc largement le cadre régional. L'Asie du Sud a besoin de créer des emplois, mais surtout des emplois meilleurs, qui permettront d'augmenter les salaires réels et de réduire la pauvreté.

## Historique

La croissance de la population en âge de travailler en Asie du Sud s'est accompagnée d'une croissance de l'emploi globalement équivalente. Les cinq pays où l'emploi a augmenté le plus sont ceux où la population en âge de travailler a également connu la plus forte croissance (par ordre décroissant : Pakistan, Népal, Bangladesh, Inde et Sri Lanka).

Si le nombre d'emplois a augmenté, notons que leur qualité s'est également améliorée. Les deux critères utilisés pour mesurer la qualité de l'emploi sont, d'une part, la pauvreté chez les indépendants (employeurs, travailleurs indépendants et membres de la famille non rémunérés) et, d'autre part, les salaires réels des salariés. Cette dernière catégorie inclut la main-d'œuvre occasionnelle, rémunérée à la journée, à la pièce, ou de façon irrégulière, ainsi que les employés qui reçoivent un salaire régulier pour un emploi dans le secteur privé ou public et perçoivent des

congés payés et autres avantages. En Asie du Sud, la pauvreté des travailleurs indépendants a reculé (graphique 1). Parallèlement, les salaires réels des employés et des travailleurs occasionnels ont augmenté, et la pauvreté parmi les salariés a également reculé.

En revanche, la répartition de la population active entre ces trois catégories d'emplois a peu évolué (graphique 2). La catégorie la plus importante est celle des travailleurs indépendants, signe de la prépondérance de l'agriculture dans la région. Vient ensuite celle des travailleurs occasionnels. Même si la pauvreté a reculé pour toutes les catégories, elle reste plus élevée chez les travailleurs occasionnels et plus faible chez les salariés.

Ainsi, les progrès en matière de qualité de l'emploi se sont traduits essentiellement par une amélioration à l'intérieur de chaque catégorie, et non par un mouvement de travailleurs d'une catégorie à l'autre. Il y a pourtant des changements au niveau personnel. Par exemple, dans les régions rurales du Bangladesh, d'Inde ou du Népal, l'éducation facilite la transition du secteur agricole vers de meilleurs emplois dans l'industrie ou les services non agricoles. À l'inverse, le manque d'instruction entraîne souvent un mouvement de l'économie non agricole vers le secteur agricole. En effet, dans les régions rurales d'Inde, par exemple, les travailleurs les moins instruits risquent trois fois plus de perdre leur emploi dans un secteur non agricole de l'économie que de le garder.

L'amélioration de la qualité de l'emploi est principalement due à la croissance du PIB, avec quelques variations selon les pays. Depuis plusieurs décennies, la croissance est soutenue au Bangladesh, en Inde et à Sri Lanka. Au Pakistan, même si la croissance a ralenti ces dernières années, elle a été volatile, avec une forte hausse entre les années 90 et les années 2000. Au Népal, qui affiche une croissance lente, la qualité des emplois s'est améliorée en raison d'une émigration massive, ce qui a déclenché une augmentation des salaires réels des employés restés dans le pays, alors que la moitié de la baisse du taux de pauvreté est due aux envois de fonds des travailleurs émigrés, une manne estimée à un quart du PIB.

La croissance du PIB par travailleur en Asie du Sud, qui sous-tend toutes ces évolutions positives, est davantage due à une croissance rapide de la productivité totale des facteurs — l'effet combiné d'une plus grande efficacité d'utilisation des intrants et des progrès technologiques — qu'à une croissance du capital physique par travailleur et aux progrès de l'éducation. À l'avenir, même si la croissance de la productivité totale des facteurs va continuer de jouer un rôle primordial, il sera nécessaire d'augmenter les taux d'accumulation du capital humain et physique pour absorber les nouveaux venus sur le marché du travail.

### Pente raide en vue

Pour absorber l'augmentation de la population active en Asie du Sud, il faudra créer 12 millions d'emplois par an de 2010 à 2030. Si les taux de participation des

femmes sur le marché du travail des trois plus grands pays de la région (Bangladesh, Inde et Pakistan) — parmi les plus faibles du monde en développement — se mettent à augmenter au rythme enregistré dans certains pays d'Asie de l'Est, ce seront près de 15 millions d'emplois qu'il faudra créer, c'est-à-dire l'équivalent de la population de Djakarta, chaque année. Cela équivaut à une augmentation de 20 % à 50 % supérieure à l'augmentation annuelle de 1990 à 2010.

Ces nouveaux entrants pourraient être absorbés dans des emplois dont la productivité par travailleur baissera progressivement dans des pays à revenu intermédiaire et faible, où l'absence de dispositifs de protection sociale exclut le chômage déclaré. Toutes choses étant égales par ailleurs, plus les nouveaux entrants seront nombreux, plus la production par travailleur baissera dans les emplois créés pour les absorber.

Tout l'enjeu pour la région est bien de créer des emplois plus productifs. Pour ce faire, il faut à la fois un transfert rapide de main-d'œuvre du secteur agricole vers l'industrie et les services, où la production par travailleur est plus élevée — comme cela a d'ailleurs été le cas en Asie de l'Est pendant les années de forte croissance —, mais aussi des entreprises à faible productivité vers les entreprises à forte productivité au sein même des secteurs de l'industrie et des services.

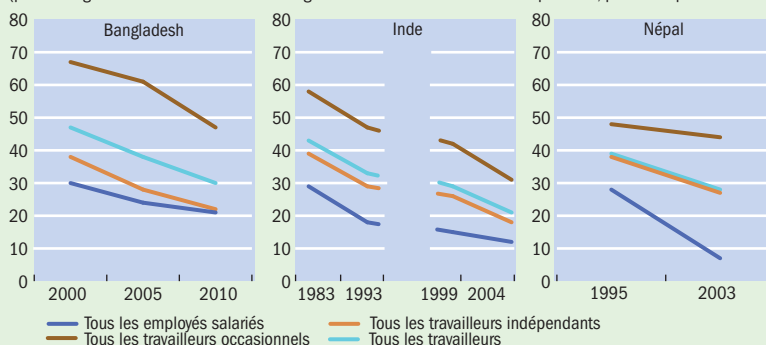
Même s'il est souhaitable que la croissance continue d'être élevée, cela ne sera pas forcément suffisant pour relever ce défi de l'emploi. L'expérience d'autres pays montre qu'il est beaucoup plus difficile d'entretenir une croissance forte que de l'atteindre. Des réformes structurelles seront nécessaires pour agir tant sur la demande que sur l'offre du marché du travail.

La croissance démographique viendra gonfler les rangs des nouveaux entrants dans la population active, mais la répartition par âge pourrait faciliter les choses. La «transition démographique», période pendant laquelle la population en âge de travailler croît plus vite que la population dépendante, pourrait bien jouer en faveur des réformes pendant les vingt ou trente années à venir dans une bonne partie de la région. Les ressources économisées grâce au nombre limité de personnes dépendantes forment un

Graphique 1

### Moins de pauvreté

La pauvreté est en recul en général, mais reste plus élevée chez les travailleurs occasionnels. (pourcentage de travailleurs dans les ménages vivant en dessous du seuil de pauvreté, par statut professionnel)



Source : Banque mondiale (2012).

«dividende démographique». Ce dividende peut servir aux investissements prioritaires dans le capital humain et physique, investissements indispensables à la création d'emplois meilleurs. Mais, pour mettre en valeur ce dividende, il faut un environnement économique propice à l'accumulation de facteurs pour que l'épargne potentielle puisse se convertir en investissements réels. Ainsi, les effets des politiques ne se faisant sentir que sur le long terme et le créneau démographique devant se fermer autour de 2040 pour la plupart des pays d'Asie du Sud, laissant la place à une augmentation des personnes âgées dépendantes, il apparaît particulièrement urgent de mettre l'accent sur les réformes.

### Contraintes à la croissance de l'emploi

Demandez aux chefs d'entreprises génératrices d'emplois du secteur urbain formel en Asie du Sud de citer les trois principales contraintes à leur activité et à leur croissance, et ils répondront, toutes régions confondues, «l'électricité, la corruption et l'instabilité politique». Ces contraintes pèsent généralement plus sur les entreprises qui créent de l'emploi que sur celles qui n'ont pas embauché, puisque les premières consomment plus d'électricité, utilisent plus les routes, le système judiciaire et tout ce dont une entreprise peut avoir besoin (graphique 3).

Dans certains pays d'Asie du Sud, comme l'Afghanistan, le Bangladesh et le Népal, les contraintes d'approvisionnement en électricité sont plus importantes que pour des entreprises comparables (taille, secteur, localisation, structure de capital et activité à l'international) d'autres pays en développement ayant un niveau de revenu comparable ailleurs dans le monde. De 2000 à 2010, presque 100 % des entreprises de ces pays ont connu des coupures d'électricité tous les mois. Elles s'en sortent en utilisant des générateurs à titre palliatif, solution très onéreuse plus fréquemment utilisée en Asie du Sud que dans les autres pays à niveau de revenu comparable. L'accès à l'électricité est l'un des problèmes principaux mentionnés par les entreprises rurales de services et d'industrie au Bangladesh, au Pakistan et à Sri Lanka et par les entreprises du secteur urbain informel en Inde.

Autre contrainte jugée importante par les entreprises : la corruption dans les affaires entre les entreprises et le gouvernement. Les pots-de-vin et le temps que les dirigeants d'entreprises doivent passer avec les fonctionnaires des entreprises d'utilité publique ou de l'administration fiscale font grimper les coûts. L'instabilité politique, surtout dans les pays qui traversent ou ont traversé des conflits, nuit également à l'activité des entreprises.

Régler les problèmes d'électricité est clairement une priorité. Les réformes nécessitent des investissements publics et privés — déjà engagés — pour réduire l'écart béant entre l'offre et la demande, ainsi qu'une révision des tarifs et une amélioration du recouvrement. Il faudra en outre élargir le pouvoir et renforcer l'indépendance des organismes de réglementation pour améliorer la viabilité commerciale et financière des services publics de fourniture d'électricité, tout en améliorant leur gouvernance.

### Intervention précoce

Il existe une autre priorité pour les pays d'Asie du Sud : améliorer la qualité de l'enseignement à tous les niveaux du système éducatif et transmettre les compétences analytiques et comportementales que les employeurs attendent des jeunes diplômés et qui, pour l'instant, leur font défaut. Toutefois, les interventions dans le capital humain qui offriront le meilleur rendement seront sans doute celles qui viseront les enfants avant le début de la scolarité formelle.

L'Asie du Sud affiche les taux de malnutrition chez les enfants de moins de 5 ans les plus élevés au monde — plus élevés qu'en Afrique subsaharienne (graphique 4) — ainsi que les taux d'anémie et de carence en iode parmi les plus élevés. Or, il a été clairement établi, y compris en Asie du Sud, qu'une meilleure alimentation se traduit par un meilleur apprentissage tout au long de la vie et une productivité supérieure du travail. Cependant, l'augmentation des revenus ne suffira pas à éviter la malnutrition. Si l'on veut prévenir l'apparition de handicaps cognitifs irréversibles, les interventions auprès de la petite enfance devront prendre en compte les problèmes de nutrition, d'hygiène et la stimulation cognitive précoce, et inclure des programmes d'accueil en préscolaire pour les populations défavorisées.

Même si les résultats d'interventions pilotes auprès de la petite enfance sont très prometteurs, il en existe très peu à grande échelle en Asie du Sud. Pourtant, de tels programmes amélioreraient grandement les perspectives de succès des enfants à l'école et, plus tard, sur le marché du travail.

### Embaucher et licencier

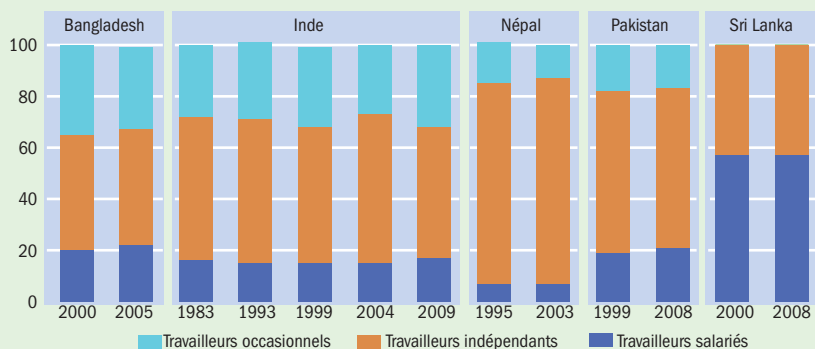
Dans l'industrie manufacturière formelle en Inde, les entreprises ont plutôt tendance à adapter leurs effectifs en créant et en supprimant des contrats à durée déterminée pour des travailleurs occasionnels, au lieu d'embaucher des employés permanents. En effet, dans les grandes entreprises de l'industrie manufacturière en Inde, la somme des taux de création d'emplois (nombre

Graphique 2

#### Toujours la même histoire

Peu de mouvements entre les différentes catégories d'emplois.

(pourcentage de travailleurs de 15 à 64 ans, par catégorie d'emplois)



Source : Banque mondiale (2012).

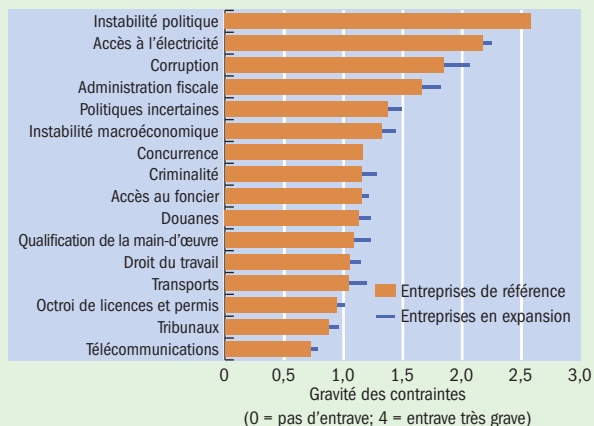
Note : Pour Sri Lanka, la catégorie des travailleurs salariés inclut tous les salariés, car les données nationales ne mesurent pas les travailleurs occasionnels séparément.

Graphique 3

### Contraintes

Les contraintes qui freinent le plus la croissance des entreprises d'Asie du Sud présentant les mêmes caractéristiques dans l'ensemble des pays («entreprises de référence») dans le secteur urbain de l'économie formelle sont l'instabilité politique, l'accès à l'électricité et la corruption. Elles pèsent plus sur les entreprises génératrices d'emplois.

(indice, 0-4)



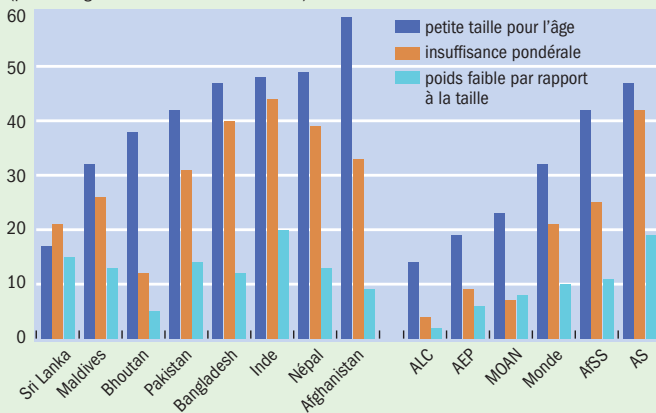
Source : Banque mondiale (2012).

Graphique 4

### Nourrir les enfants

La lutte contre la malnutrition dès la petite enfance produira vraisemblablement les meilleurs résultats; les indicateurs de l'Asie du Sud sont les plus faibles au monde.

(pourcentage d'enfants de moins de 5 ans)



Source : Banque mondiale (2012).

Note : ALC = Amérique latine et Caraïbes, AEP = Asie de l'Est et Pacifique, MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord, AfSS = Afrique subsaharienne, AS = Asie du Sud.

d'emplois créés dans une année divisé par l'emploi moyen dans la même année) et des taux de destruction d'emplois (nombre d'emplois détruits dans l'année divisé par l'emploi moyen dans la même année) est deux fois plus élevée pour les contractuels que pour les salariés. Cela est dû en partie aux réglementations de l'emploi, que les entreprises en Inde, au Népal et à Sri Lanka trouvent beaucoup plus contraignantes pour leur activité et leur croissance que leurs homologues (taille, secteur, localisation, structure de capital et activité à l'international) des pays à revenu comparable.

Un coût de licenciement élevé d'un salarié équivaut à une taxe à l'embauche. Les réformes visant à encourager la création d'emplois dans l'économie formelle devraient diminuer ce coût, qui ne protège qu'une infime partie des travailleurs. Ces réformes doivent aller de pair avec d'autres, destinées à aider tous les travailleurs, du secteur formel ou informel, à s'adapter aux chocs sur le marché du travail et à améliorer leurs perspectives salariales. Parmi ces réformes, il convient de prévoir des allocations chômage en cas de perte d'emploi ainsi que des interventions volontaristes sur le marché du travail, comme des services d'aide à la recherche d'emploi et de formation efficaces sur le plan des coûts. Il sera sans doute préférable de s'appuyer sur les programmes existants et de les étoffer de manière progressive, surtout en ce qui a trait au secteur informel.

### Investir dans l'emploi

L'Asie du Sud a créé de nombreux emplois, dont certains de qualité. C'est ce niveau de qualité qu'il faut retenir, car la quantité a évolué globalement au même rythme que la population en âge de travailler.

En matière d'emploi, tout l'enjeu pour l'Asie du Sud consiste à absorber une main-d'œuvre qui, au cours des vingt prochaines

années, devrait connaître une croissance supérieure de 20 % à 50 % à ce qu'elle a été durant ces deux dernières décennies, en augmentant par ailleurs la productivité des travailleurs, ce qui nécessite une transition plus rapide, non seulement de l'agriculture vers l'industrie et les services, mais aussi vers des emplois plus productifs dans l'industrie et les services. Il faudra pour cela investir dans le capital physique : dans l'électricité, par exemple, car les aléas d'approvisionnement freinent la croissance des entreprises créatrices d'emplois. Il faudra aussi investir dans le capital humain. La transition de l'agriculture vers l'industrie et les services exige une formation et l'acquisition des compétences recherchées par les entreprises.

Ces investissements dépendent de profondes mutations qui faciliteront les investissements dans l'électricité, l'accès à une éducation de qualité, tout comme la baisse des coûts de recrutement et de licenciement. Les conditions que créent ces réformes sont importantes pour la création d'emplois partout dans le monde, mais elles sont d'autant plus urgentes en Asie du Sud. La transition démographique peut imprimer un élan dans ce sens, mais cette conjoncture favorable aura une fin, et les politiques appliquées mettent un certain temps à porter leurs fruits. ■

*Kalpna Kochhar est économiste en chef et Reema Nayar économiste principale à la Banque mondiale, région Asie du Sud. Pradeep Mitra, ancien économiste en chef pour la région Europe et Asie centrale, est consultant auprès de la région Asie du Sud de la Banque mondiale.*

*Cet article s'inspire d'un rapport publié en 2012 par la Banque mondiale intitulé More and Better Jobs in South Asia et préparé sous la direction de Reema Nayar.*

# L'ère de l'austérité

**Les pays avancés font face à une situation difficile alors qu'ils cherchent à équilibrer leur budget et à réduire leur dette**

*Carlo Cottarelli*



*Carlo Cottarelli est Directeur du Département des finances publiques du FMI.*

**A**USTÉRITÉ est devenue l'un des mots à la mode de la décennie. Partout dans le monde, les gouvernements semblent l'avoir acceptée automatiquement. Certains l'arborent fièrement, d'autres l'adoptent avec réticence.

Pourtant, le débat sur l'austérité se poursuit, avec, d'un côté, ceux qui estiment qu'il faut prendre davantage de mesures de réduction des déficits et, de l'autre, ceux qui pensent qu'il est opportun de marquer une pause, étant donné la faiblesse de l'économie mondiale.

Pour éclairer ce débat, on peut se pencher sur l'état actuel de l'économie mondiale, plutôt que sur le fonctionnement d'une économie en temps normal. En gardant le présent à l'esprit, il est évident qu'une démarche pragmatique, à savoir un rythme d'ajustement constant qui s'inscrit dans un cadre à moyen terme clair, est la meilleure ligne de conduite.

Imaginons le capitaine d'un navire, qui doit amener sa cargaison sans dommage et rapidement à destination. L'austérité, comme la marche du navire, doit suivre un plan précis et maintenir un cap constant dans des eaux parfois houleuses.

## **Maintenir le cap**

Quel est le climat actuel, les circonstances spéciales qui caractérisent l'économie mondiale aujourd'hui, et quelles en sont les implications pour la politique budgétaire? Je parlerai principalement des pays avancés, parce que c'est là que les déséquilibres budgétaires sont plus marqués et le débat plus animé.

Les pays avancés se remettent du choc économique le plus important depuis la Grande Dépression. Ils ont cherché à stimuler la croissance économique en accroissant leur déficit budgétaire, avec de bons résultats pour l'essentiel, mais ils doivent maintenant réduire leur déficit pour remettre de l'ordre dans leurs finances publiques. Cependant, dans la plupart de ces pays, le chômage reste élevé et la production bien

en deçà de son potentiel. Dans ces conditions, les variations de la production résultant de la réduction du déficit public, ce qu'on appelle le multiplicateur budgétaire, sont plus fortes que celles généralement examinées dans les ouvrages économiques. Souvent, les estimations traditionnelles du multiplicateur budgétaire ne tiennent pas compte du rythme de croissance de l'économie. C'est parce que, lorsque la production est proche ou supérieure aux capacités, il y a plus de chances qu'une réduction du déficit fasse baisser l'inflation et moins de chances qu'elle fasse baisser la production. Le multiplicateur budgétaire est donc sous-estimé si l'on inclut des périodes d'expansion économique. C'est comme si on évaluait l'efficacité d'un parapluie en examinant dans quelle mesure il protège de la pluie même lorsque le soleil brille. Les parapluies sont utiles quand il pleut; lorsqu'il y a du soleil, ils ne sont pas très utiles. Et on ne peut pas vraiment évaluer leur efficacité sur une moyenne de jours pluvieux et ensoleillés.

En outre, les multiplicateurs sont en général particulièrement élevés pendant la phase actuelle parce que les taux d'intérêt sont déjà au plus bas, et le durcissement de la politique budgétaire ne peut donc être compensé par un assouplissement de la politique monétaire.

## **Les caprices des marchés**

D'aucuns pourraient avancer qu'une contraction budgétaire ayant un effet expansionniste sur l'économie est au moins une possibilité dans les pays où les écarts de taux sont élevés, c'est-à-dire là où l'État doit maintenant emprunter à un taux d'intérêt élevé et où les mesures d'austérité pourraient permettre de retrouver la confiance des marchés. Le raisonnement est le suivant : ces mesures susciteront la confiance des marchés dans les gouvernements et leur capacité à gérer leur déficit et leur dette. Si les marchés sont moins inquiets, le coût de l'emprunt devrait diminuer pour les États, ce qui pourrait s'étendre au reste de l'économie.

Mais l'importance accordée aujourd'hui par les marchés au court terme pourrait empêcher une baisse des taux d'intérêt de la dette publique due à un regain de confiance, qui pourrait très bien accompagner un durcissement de la politique budgétaire pendant une période plus normale.

Si les marchés estiment que le durcissement budgétaire ralentira la croissance à court terme, les écarts de taux ne diminueront pas, par crainte que la croissance anémique pèse sur les recettes fiscales et décourage les gouvernements de poursuivre l'ajustement budgétaire. Ce problème est aggravé par un autre danger : lorsque la dette publique d'un pays est élevée par rapport à sa production globale, il se peut qu'un durcissement budgétaire fasse monter le ratio dette publique/PIB à court terme. De nouveau, ce scénario suppose que la production ralentit lorsque la politique budgétaire est durcie.

Deux prévisions autoproductrices sont donc possibles :

- Si les marchés anticipent que le durcissement ne ralentira pas la croissance, les écarts de taux pourraient diminuer et la croissance pourrait effectivement être soutenue en dépit du durcissement.
- Si les marchés anticipent que le durcissement ralentira la croissance, les écarts de taux pourraient se creuser et la croissance souffrirait tandis que les déficits sont réduits.

Le déclassement récent de la note de crédit de plusieurs pays européens par Standard & Poor's, qui a cité l'effet négatif du durcissement budgétaire sur la croissance, indique que le comportement des marchés conduira au second résultat, moins séduisant.

On peut dire à coup sûr qu'un durcissement budgétaire considérable aura un effet de contraction sur l'économie, un problème qui sera amplifié par un durcissement simultané dans la plupart des pays avancés. Il serait utile d'étaler l'ajustement, en reportant une partie jusqu'à ce que la production se soit redressée et que le circuit du crédit se soit renforcé.

D'aucuns prétendent que le multiplicateur budgétaire serait faible ou même négatif (une contraction budgétaire entraînant une expansion de la production) si le durcissement prenait la forme d'une compression des dépenses plutôt que d'un relèvement des impôts. Je ne suis pas d'accord. Les facteurs qui soutiennent la reprise de la demande du secteur privé, à savoir une politique monétaire expansionniste, une baisse du taux de change ou une diminution des écarts de taux, ne souffriront pas moins d'une compression des dépenses que d'une hausse des recettes. Je conviens que, pour la plupart des pays avancés, une baisse des dépenses est préférable à un relèvement des impôts. Mais les raisons sont structurelles : ce n'est pas parce qu'une approche est beaucoup moins chère à court terme. La croissance potentielle dans les pays où les taux d'imposition sont déjà élevés, comme dans la plupart des pays européens, souffrirait à long terme de nouvelles hausses des taux.

### À quel rythme ajuster

On peut conclure qu'un durcissement budgétaire aura probablement des effets négatifs sur la production à court terme. Les pays où l'activité économique est déjà faible profiteraient donc d'un ajustement budgétaire plus graduel. L'ajustement serait ainsi étalé, reporté en partie jusqu'à ce que la production se soit redressée. Donc, si un ajustement budgétaire trop rapide pèse sur

la production, pourquoi ajuster tout court? Pourquoi commencer à durcir la politique budgétaire maintenant plutôt que de reporter l'ajustement à des temps meilleurs. La réponse est évidente pour les pays qui sont déjà mis sous pression par les marchés. Comme il est difficile d'emprunter à des taux d'intérêt soutenables, l'ajustement dans ces pays devra cependant être concentré en début de période.

Quant aux autres pays, ils disposent certainement d'une plus grande marge de manœuvre budgétaire et leur ajustement pourrait être plus modéré. Mais, même pour ces pays, à moins d'un ralentissement marqué de l'activité économique, un report pur et simple de l'ajustement, ou même l'application d'une politique budgétaire expansionniste, serait trop risqué dans les conditions actuelles pour trois raisons :

- La dette publique n'a pas été aussi élevée depuis la Seconde Guerre mondiale. Il est difficile de maintenir de tels niveaux, mais, surtout, lorsque la dette publique est élevée, même une faible hausse des taux d'intérêt peut faire dérailler les finances publiques. Dans ces conditions, il est plus risqué de reporter les mesures d'austérité.
- Étant donné l'importance accordée par les marchés au court terme, il est plus difficile d'échanger un durcissement budgétaire à moyen terme contre une expansion budgétaire à court terme, par exemple des réformes des dépenses de retraite et de santé qui réduiraient les déficits à moyen terme et permettraient d'augmenter les dépenses à court terme. Les écarts de taux ne semblent pas tenir compte des différences dans les dépenses sociales à long terme : les marchés n'accorderont donc aujourd'hui guère d'importance aux réformes futures.

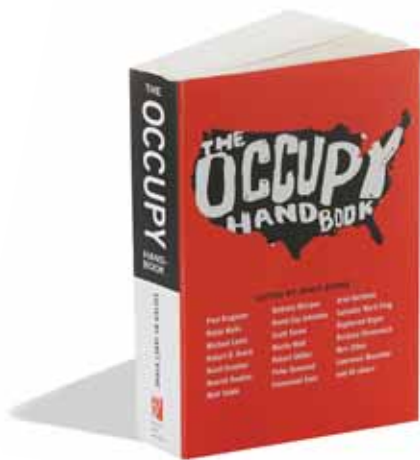
- La restructuration de la dette grecque a fait voler en éclats une hypothèse largement retenue depuis la Seconde Guerre mondiale, à savoir que la dette d'un pays avancé n'est jamais restructurée. Les marchés sont donc plus nerveux que jamais face à l'évolution des finances publiques.

### Gestion du risque

L'importance relative de ces trois facteurs varie d'un pays à l'autre. Mais le message principal est le suivant : il est maintenant plus difficile que par le passé de reporter un ajustement budgétaire à des temps meilleurs. Pour être crédible, il faut, semble-t-il, verser un acompte sous forme d'un durcissement budgétaire non négligeable. Une approche graduelle éviterait le risque d'avoir à durcir la politique budgétaire trop rapidement par la suite si les marchés commençaient à avoir des doutes quant à la crédibilité de l'action. Par ailleurs, par rapport à une réduction modérée du déficit, une forte réduction risque plus d'entraîner certains des coûts liés à l'ajustement budgétaire susmentionnés, par exemple une hausse des écarts de taux lorsque la politique budgétaire est durcie tandis que la croissance ralentit.

Une réaction épidermique sur le front budgétaire est la dernière chose dont l'économie mondiale a besoin dans le climat incertain d'aujourd'hui. Donc, pour les pays qui ne sont pas mis sous pression par les marchés, il est opportun de procéder à un rythme constant — compte tenu de l'évolution conjoncturelle, particulièrement en laissant opérer pleinement les multiplicateurs budgétaires — en suivant une ligne d'action claire et en dosant des mesures d'austérité qui prennent en considération les objectifs d'efficience à long terme. ■

## En attendant d'être entendus



Janet Byrne (directrice de publication)

### The Occupy Handbook

Back Bay Books, New York, 2012, 256 pages, 15,99 \$ (broché).

« Nous voulons faire entendre notre voix. Nous nous sentons marginalisés. Nous voulons avoir voix au chapitre et aspirons à un nouvel esprit d'autodétermination », déclare Jon Friesen, le militant d'Occupy Wall Street. David Graeber, anthropologue, promoteur de la consensuelle Assemblée Générale, devenue le symbole d'Occupy Wall Street, qualifie le mouvement de foncièrement anarchiste. Son message est clair : « L'ordre politique américain est absolument et irrémédiablement corrompu, ses deux partis ont été achetés et vendus par les 1 % les plus riches, et si nous voulons une authentique démocratie, il nous faut repartir à zéro. »

Les paroles de Friesen et de Graeber sont reprises dans *The Occupy Handbook*, recueil de 56 articles analysant les origines du mouvement, sa situation actuelle et ses perspectives. Pour le meilleur ou pour le pire, les voix des analystes, observateurs et sympathisants éclipsent celles des « occupants ».

Occupy Wall Street sert de tremplin à des récits sur la crise financière. Les économistes Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff

résumant leurs travaux sur les crises financières; Raghuram Rajan, ex-Chef économiste du FMI, explique pourquoi les inégalités ont convaincu le gouvernement américain d'assouplir l'accès au crédit; la journaliste Bethany McLean, connue pour ses travaux sur le scandale Enron, nous rappelle que la bulle immobilière s'explique par l'extraction hypothécaire et non par l'achat de logements; tandis que Gillian Tett, du *Financial Times*, considère le silence social — celui qui s'impose sans discussion — comme un point faible du secteur financier complexe d'aujourd'hui. Éclairages utiles, mais qui ne vont pas au cœur du phénomène Occupy.

À la célèbre boutade de Warren Buffet — ce n'est que lorsque la marée se retire que l'on peut voir qui s'est baigné nu — on pourrait ajouter : ce n'est que lorsque la marée se retire que l'on découvre qui ne peut pas s'offrir de maillot de bain. La crise financière a mis en évidence le problème plus profond des inégalités grandissantes des dernières décennies. Comme le rappelle Emmanuel Saez (dans une étude réalisée avec Thomas Piketty), depuis les années 70, aux États-Unis, le centile supérieur de la population s'approprie la moitié de la croissance des revenus.

La crise récente n'a fait qu'aggraver la précarité de longue date des ménages. Le soutien généreux du gouvernement fédéral aux grandes banques, contrastant avec son apparente incapacité à aider les propriétaires menacés de saisies par ces mêmes banques, a conforté le sentiment qu'il était acquis à la cause des grandes entreprises et des nantis. Ce mélange de désespérance économique et d'impuissance politique a apporté de l'eau au moulin du mouvement Occupy Wall Street, que l'auteur et juriste Scott Turow décrit comme une « lamentation » sur l'aggravation des inégalités de revenus aux États-Unis, « imputable en partie à un gouvernement semblant favoriser de manière disproportionnée les riches ».

Les inégalités sont à la base du mouvement. Inégalité des revenus, certes, mais aussi inégalité des chances et du pouvoir. Son célèbre slogan « Nous sommes les 99 % » met en évidence le gouffre croissant entre les riches, qui concentrent luxe démesuré et pouvoir politique extraordinaire dû à leurs contributions illimitées aux mégafonds de campagne, et les autres, ceux qui luttent pour faire vivre dignement leur famille.

Alors, quelle solution? *The Occupy Handbook* en propose plusieurs; j'en retiendrai trois. L'une, suggérée par Peter Diamond et par Saez, cautionnée par Janet Byrne, serait de relever fortement les taux d'imposition sur les très riches. Mais se poserait alors une question : « Comment le faire avec l'actuel Congrès et l'actuel parti républicain (dont une majorité s'est engagée à ne pas relever l'impôt)? ». Ce qui nous amène à la deuxième solution, prônée par Robert Reich, Turow et quelques autres : affranchir la politique de l'argent, si nécessaire, par un amendement de la constitution. Cette proposition peut paraître peu réaliste, mais elle constitue un point de convergence plausible pour une large partie de l'éventail.

Pour Friesen et Graeber, cependant, ceci n'est que bricolage. Selon Graeber, Occupy Wall Street rejette les institutions politiques et l'ordre légal existants qu'il supplante par une « démocratie directe consensuelle ». Le politologue James Miller, spécialiste des militances, se demande ce que cela deviendrait à grande échelle. N'oublions surtout pas toutefois que c'est grâce aux militants comme Friesen et Graeber — et non à des universitaires, des journalistes ou des politiques — qu'Occupy Wall Street a pu devenir un phénomène mondial.

**James Kwak**

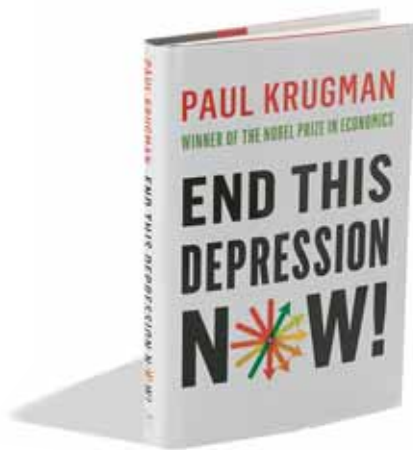
Professeur associé  
Faculté de droit

de l'Université du Connecticut

Coauteur, *White House Burning: The Founding Fathers, Our National Debt, and Why It Matters to You*



## Que la raison prévale



Paul Krugman

### End This Depression Now!

W.W. Norton & Company, New York, 2012, 272 pages, 24,95 \$ (toilé).

Dans cet ouvrage très accessible, Paul Krugman énonce des arguments qui seront familiers aux lecteurs de sa chronique du *New York Times*. Ce livre se lit comme un blog à l'intention de lecteurs non avertis, et contient des références à des traités économiques, en nous épargnant cependant le foisonnement de notes de bas de page ou de fin d'ouvrage. Il s'inscrit dans la pure tradition des écrits polémiques.

Krugman commence par les effets désastreux du chômage massif et prolongé aux États-Unis, conséquence de la crise financière et des ripostes adoptées. Outre le renoncement à une importante production qui aurait pu améliorer bien des vies, le niveau élevé du chômage actuel est un fléau humain et social qui doit être au cœur des préoccupations des gouvernants.

L'analyse de ce livre se situe dans le fil même de la macroéconomie, qui affirme l'impact de l'action de l'État sur le niveau de la demande globale. Krugman assume pleinement ses convictions quand il avance que l'État (et la Réserve fédérale) peut et doit fournir la relance nécessaire pour compenser une demande privée insuffisante.

Il réfute fermement la myriade de sophismes qui ont dominé le débat politique sur les orientations macro-économiques (et pas seulement aux États-Unis) : les politiques doivent viser des objectifs à long terme et non obéir à des considérations à court terme; le chômage a une dimension structurelle que ne sauraient traiter les politiques de la demande; toute action de l'État pour influencer sur la demande sera contrebalancée par le secteur privé; la crise naît de l'ingérence de l'État sur les marchés et les opérations des géants du crédit hypothécaire Fannie Mae et Freddie Mac; la nervosité des marchés obligataires exige une action immédiate contre les déficits; ou encore, le critère premier de toute intervention de l'État est de savoir si elle rétablit ou non la confiance des entreprises.

Les recommandations de Krugman pour sortir de la pire dépression depuis les années 30 sont très semblables à celles du FMI : l'assainissement des finances publiques est nécessaire, voire urgent dans certains pays, mais dans la mesure du possible la démarche doit s'inscrire dans un cadre crédible de réformes à moyen terme et le rééquilibrage à court terme doit être modéré pour pouvoir accompagner la croissance. Krugman, tout comme le FMI, reconnaît le besoin d'une politique monétaire non conventionnelle, et il rejoint Olivier Blanchard, Conseiller économique du FMI, en suggérant une cible d'inflation un peu plus élevée vu les circonstances. Même s'il est plus explicite dans ses propres recommandations, Krugman reconnaît que le FMI reste attaché aux enseignements successifs de la macroéconomie.

Mais si les arguments macroéconomiques sont à ce point solides, comment expliquer la résistance à laquelle se heurte cette analyse dans la sphère politique? Krugman se montre ici plus circonspect. Sans concessions lorsqu'il avance des arguments économiques contre les détracteurs d'une politique économique volontariste, il

dit peu de choses sur ce qui empêche la raison de prévaloir. Peut-être considère-t-il sa maîtrise de l'argumentation technique et économique comme sa meilleure contribution au débat.

Il paraît toutefois vouloir élucider la question lorsqu'il évoque les commentaires du macroéconomiste polonais, Michal Kalecki, sur l'opposition des milieux d'affaires aux conclusions de Keynes : si la dépense publique peut déterminer le niveau d'emploi, alors la confiance des entreprises n'est plus la pierre angulaire de la politique économique, et les élites de la finance et du commerce n'auraient donc pas tant d'influence.

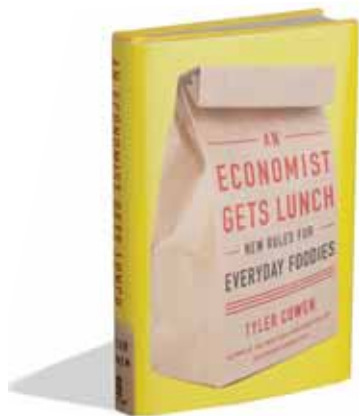
Les économistes de l'intérêt général ont vite fait de produire des modèles dans lesquels les institutions publiques dénaturent les décisions de politique générale en appuyant des plans qui défendent leurs intérêts particuliers. Mais la question de l'intérêt dans le débat de politique économique semble être bien plus insidieuse que le fonctionnement plutôt transparent des institutions publiques. Des institutions comme le FMI ou la Réserve fédérale paraissent intellectuellement solides; le problème tient au faible contrôle de l'influence qu'exercent dans le débat les riches, et l'élite financière et commerciale. L'importance grandissante du financement privé dans la recherche universitaire et l'expansion des think tanks généreusement dotés et qui privilégient des problématiques particulières ont renforcé la résistance au débat raisonné.

Le livre de Krugman démontre que nous ne sommes pas si démunis face aux forces du marché et que les périodes longues et affligeantes de chômage dont souffrent des millions de personnes ne sont pas inéluctables. Un siècle de macroéconomie nous a offert les outils pour affronter ce problème : nous avons tout simplement besoin de la volonté politique de les exploiter.

*Mark Allen,*

*Représentant résident principal pour l'Europe centrale et orientale*

## Nourritures spirituelles



Tyler Cowen

### An Economist Gets Lunch

#### New Rules for Everyday Foodies

Dutton, New York, 2012, 385 pages, 26,95 \$ (toilé).

Lire ce livre pour commencer à mieux se nourrir sans dépenser une fortune. Ce sera bon pour vous et pour le monde. Il suffit de penser comme ... un économiste.

La science économique, si l'on en croit Tyler Cowen, brisera le carcan mental dans lequel les «snobs de la bouffe» veulent vous enfermer, et lèvera le voile de l'ignorance. Mais patience! Cowen ne traite pas que de nourriture. Les enjeux sont bien plus vastes, et s'il a raison, vous participerez peut-être au déclenchement d'une révolution.

Il paraîtra paradoxal que l'économie, «science funeste», puisse générer un passionné de la nourriture, ou selon les termes de Wikipedia, «un amateur de bonne table». Cowen aborde cette question à travers un alignement, accessible et humoristique, de concepts économiques. Oui, on peut manger mieux et moins cher, n'en déplaise à ceux qui se disent experts gastronomes.

Cowen pourrait même vous convaincre de modifier radicalement votre rapport à la nourriture et de vous rallier à son point de vue : «un repas mauvais ou médiocre est bien plus qu'une question de goût désagréable, c'est l'inutile négation

des plaisirs de la vie ... une occasion manquée d'affiner nos goûts, de mieux connaître le monde et de partager une expérience épanouissante». Il vous invite à enrichir votre vie «de nouvelles découvertes, notamment lorsqu'il s'agit de plaisirs aussi humains, aussi primaires et aussi ancestraux que les plaisirs du palais».

Cowen remonte aux origines de la science économique, jusqu'à Thomas Malthus et Adam Smith, et défend son point de vue au moyen de plus d'une douzaine de concepts, de la fonction de production à la métarationalité, et s'inspire de disciplines aussi diverses que la statistique et la psychologie.

Son approche économique de la bonne alimentation applique le principe suivant : «la nourriture naît de la confrontation d'une offre et d'une demande, alors essayez juste de découvrir où les produits offerts sont frais, les producteurs inventifs et les demandeurs bien informés». Il veut s'appuyer sur une méthode authentiquement scientifique pour mieux appréhender le fonctionnement des marchés alimentaires et exploiter utilement cette information.

La maxime compte parmi ses outils didactiques favoris. «Quand il y a beaucoup de charrettes à ânes et que les femmes portent des paniers sur la tête, mange ton poisson là où il est pêché», conseille Cowen.

L'économiste teste ses hypothèses sur des exemples internationaux. Il cite des pays du monde entier, même si la part du lion revient à l'Asie, à l'Amérique du Nord et du Sud, et à l'Europe. Mais pour écarter tout soupçon de stéréotype, il met de la cuisine chinoise en Tanzanie et des «fish and chips» en Nouvelle-Zélande.

Peu d'auteurs sans doute auraient l'audace de conclure qu'«aux États-Unis, la cuisine pakistanaise est supérieure à la cuisine indienne» ou que «la plupart des gens n'aiment pas la nourriture coréenne». Mais chez Cowen, opinions tranchées et politiquement incorrectes sont plutôt stimulantes, et ses arguments,

convaincants ou non, sont limpides et constructifs. À propos, «on entre dans la cuisine coréenne par les légumes».

Cowen ne s'arrête pas à la géographie, il assaisonne son livre de zestes d'histoire. Son étude de la chaîne alimentaire nord-américaine est un élément clef du livre. Ses références historiques proviennent en grande partie des Amériques, et — hormis les Aztèques et les origines du maïs — des temps modernes. Contraste regrettable avec la merveilleuse et exhaustive saga du sel de Marc Kurlansky, «Salt: a world history».

Mais ce livre va bien au-delà des conseils pratiques. Il aborde des thèmes sérieux comme la malbouffe, la hausse des prix alimentaires ou l'accès difficile à une nourriture saine et ses conséquences sociétales désastreuses : obésité, malnutrition, émeutes de la faim, voire famine. L'auteur nous rappelle le lent effritement des avantages de la Révolution verte et la nécessité d'une nouvelle révolution vers une meilleure alimentation. Le capitalisme, indubitablement, a sa préférence et il trouve quelque avantage à l'agrobusiness et aux OGM face aux problèmes quantitatifs et qualitatifs. Son analyse de l'obésité — cet état résulterait d'un choix conscient du malade — prêterait sans doute à controverse. Mais on s'accordera cependant sans difficulté sur le rôle possible et souhaitable des économistes en faveur d'une meilleure alimentation.

Le style de Cowen paraîtra ici ou là acerbe (je pense aux passages critiquant le mouvement «vert»), mais il y a une humanité profonde dans son message : «inviter les autres à partager, chez vous, le savoir alimentaire que vous avez acquis, est une expérience des plus enrichissantes».

Alors, gourmets de tous les pays, unissez-vous! Vous n'avez rien à y perdre, sinon ce poulet frit immonde et hors de prix dont vous avez fait votre déjeuner.

**Amadou Sy**

*Chef de division adjoint*

*Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI*



# Emprunts du G-7 à l'étranger

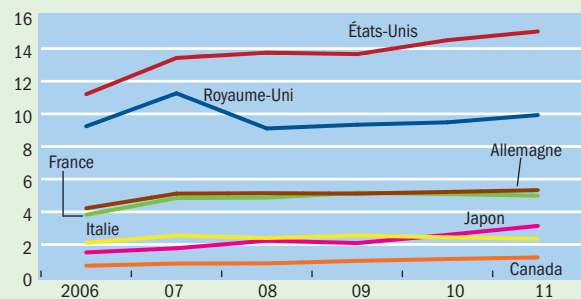
En pourcentage du PIB, le Royaume-Uni arrive en tête

LES ÉTATS-UNIS affichent la dette extérieure la plus élevée parmi les pays les plus riches du monde (Groupe des sept principaux pays industrialisés, ou G-7), mais, en pourcentage du PIB, le Royaume-Uni est en tête : sa dette extérieure brute (la dette détenue par des étrangers) était plus de quatre fois supérieure à son PIB en 2011, principalement à cause de son rôle de place financière. L'Allemagne, la France et l'Italie avaient des ratios supérieurs à 100 %.

La dette extérieure des États-Unis (15 mille milliards de dollars en 2011) était égale à leur PIB. Elle a augmenté fortement ces cinq dernières années (11 mille milliards en 2006), en partie pour financer un déficit budgétaire élevé.

## Les États-Unis ont la dette extérieure la plus élevée parmi les pays du G-7.

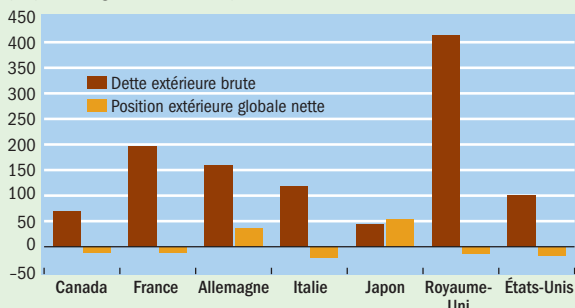
(dette extérieure brute, mille milliards de dollars, fin de période)



Mais la dette extérieure brute à elle seule ne rend pas pleinement compte de la situation financière d'un pays. Il se peut que son niveau change à cause d'une réaffectation des engagements existants de résidents intérieurs à des résidents étrangers. En outre, un facteur important de la capacité d'un pays à résister à un choc est le niveau de ses actifs extérieurs. Pour des places financières internationales comme le Royaume-Uni, tant la dette extérieure que les actifs extérieurs sont élevés.

## La dette extérieure et la PEG donnent des images différentes.

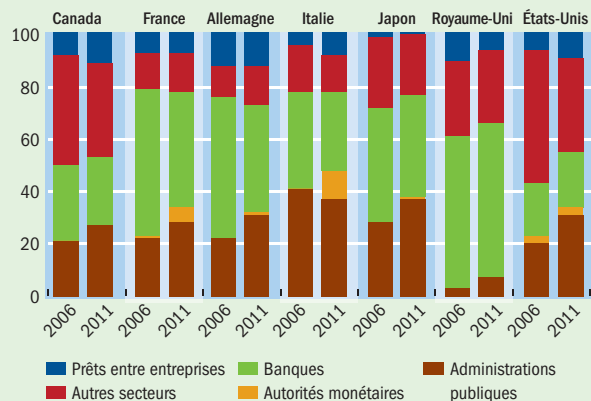
(en pourcentage du PIB, fin 2011)



Note : Les passifs PEG incluent les passifs au titre de la dette extérieure et les passifs extérieurs sous la forme de participations et de dérivés financiers. Les ratios PEG pour la France et les États-Unis datent de 2010.

## Une bonne partie de la dette est due par des banques.

(dette extérieure brute, en pourcentage du total, fin de période)



Pour évaluer la santé financière d'un pays, il faut examiner sa position extérieure globale (PEG). La PEG nette (actifs extérieurs moins passifs extérieurs) fait apparaître son besoin net de financement par le reste du monde ou sa capacité nette de financement du reste du monde. Les ratios des pays du G-7 donnent une image bien différente des positions extérieures. En 2010, le Japon et l'Allemagne étaient des créanciers nets, et les cinq autres pays du G-7 des emprunteurs nets.

Quant à la composition de la dette extérieure en 2011, la plus grande part était due par des banques en Allemagne, en France, au Japon et au Royaume-Uni. Aux États-Unis et au Canada, c'était les «autres secteurs» (principalement les sociétés financières non bancaires et les sociétés non financières), puis les administrations publiques. Entre 2006 et 2011, la part de la dette des administrations publiques a augmenté dans tous les pays du G-7 (sauf en Italie), en partie à cause de la crise financière, qui a entraîné une hausse des emprunts pour financer des dépenses sociales et une baisse des emprunts et des dépenses des entreprises. La baisse en Italie s'explique par une hausse des emprunts des autorités monétaires au titre des lignes de swap établies avec la BCE pour satisfaire aux besoins de liquidité.

## Base de données

La base de données conjointe du FMI et de la Banque mondiale sur les statistiques trimestrielles de la dette extérieure fournit des données détaillées sur la dette extérieure brute de 109 pays, dont 67 souscrivent à la norme spéciale de diffusion des données. Elle est disponible à l'adresse [www.worldbank.org/qeds](http://www.worldbank.org/qeds).

Rédigé par Tamara Razin, Marcelo Dinenzon et Martin McCanagha, du Département des statistiques du FMI.

*La croissance des pays émergents peut-elle rester aussi rapide?*

## *Que s'est-il passé dans la zone euro?*

*Est-il possible d'empêcher l'endettement des ménages de peser sur l'activité économique?*

*Qu'est-ce qui explique une hausse des cours des produits de base?*

# Maintenir le cap de la reprise

*Comment bien doser la relance et le rééquilibrage budgétaires?*

## **La dette continuera-t-elle d'augmenter?**

*La crise dans la zone euro va-t-elle déborder?*

*Quelle est la santé des banques à l'échelle mondiale?*

*Comment faire face au coût du vieillissement de la population?*

Les *Perspectives de l'économie mondiale*, le Rapport sur la stabilité financière dans le monde et le Moniteur des finances publiques examinent l'héritage de la crise et les moyens d'assurer la stabilité et la croissance.



Consultez ces publications essentielles du FMI à [www.elibrary.imf.org/page/fdip](http://www.elibrary.imf.org/page/fdip)

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 et Développement, juin 2012 8 \$



MFIFA2012002