



FINANCES et DÉVELOPPEMENT

Mars 2014 8 \$

**Les seniors affaiblissent
la politique monétaire**

**La préparation aux
catastrophes naturelles**

Prasad : le dollar reste roi

L'union de l'Europe Un pas à la fois

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

Jeffrey Hayden

ÉDITRICE EN CHEF

Marina Primorac

RÉDACTEURS PRINCIPAUX

Khaled Abdel-Kader Natalie Ramírez-Djumena
Gita Bhatt James L. Rowe, Jr.
Jacqueline Deslauriers Simon Willson
Hyun-Sung Khang

RÉDACTEUR EN LIGNE

Glenn Gottselig

RÉDACTRICES

Maureen Burke Lika Gueye

SPÉCIALISTE DE PRODUCTION MULTIMÉDIAS

Lijun Li

RESPONSABLE DES MÉDIAS SOCIAUX

Sara Haddad

ASSISTANTE PRINCIPALE DE RÉDACTION

Aissata Sidibe

ASSISTANTS DE RÉDACTION

Rob Newman Jeamine Yoo

DIRECTRICE ARTISTIQUE

Luisa Menjivar

GRAPHISTES

Catherine Cho Kenneth Nakagawa
Michelle Martin

CONSEILLERS DE LA RÉDACTION

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

ÉDITION FRANÇAISE

Publiée sous la direction de Yannick Chevalier-Delanoue, avec le concours de Monica Nepote-Cit, Section française des services linguistiques.

© 2013 Fonds monétaire international. Tous droits réservés. Pour reproduire le contenu de ce numéro de *F&D*, quelle qu'en soit la forme, veuillez remplir en ligne le formulaire accessible à www.imf.org/external/terms.htm, ou envoyer votre demande à copyright@imf.org. L'autorisation de reproduction à des fins commerciales s'obtient en ligne auprès du **Copyright Clearance Center** (www.copyright.com) contre paiement d'une somme modique.

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

Abonnement, changement

d'adresse et publicités :

IMF Publication Services
Finances & Développement
PO Box 92780
Washington, DC 20090, USA
Téléphone : (202) 623-7430
Télécopie : (202) 623-7201
Courriel : publications@imf.org

Postmaster: send changes of address to *Finance & Development*, International Monetary Fund, PO Box 92780, Washington, DC 20090, USA. Periodicals postage is paid at Washington, D.C., and at additional mailing offices. The English edition is printed at Dartmouth Printing Company, Hanover, NH.



FINANCES & DÉVELOPPEMENT PUBLICATION
TRIMESTRIELLE DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL
Mars 2014 • Volume 51 • Numéro 1

DOSSIER

L'UNION DE L'EUROPE, PAS À PAS

8 La voie de l'intégration pour l'Europe

L'histoire nous apprend que l'intégration est la voie à suivre pour surmonter une crise redoutable
Reza Moghadam

14 Où va l'euro?

Les historiens pourraient un jour se demander comment il a même pu voir le jour
Kevin Hjortshøj O'Rourke

17 Secousses tectoniques

L'union bancaire est une entreprise de longue haleine qui va modifier en profondeur le système financier européen
Nicolas Véron

20 Lourde menace sur la croissance

Maîtrise du chômage et relance de la croissance : les priorités absolues de l'Europe
Helge Berger et Martin Schindler

24 Une Europe plus verte

Le continent s'est fixé un objectif ambitieux de réduction des émissions de carbone
Laszlo Varro

26 Planète football

Le succès du football européen tient en partie à la libéralisation du marché des joueurs. Mais qu'en sera-t-il demain?
Stefan Szymanski



8



26

AUSSI DANS CE NUMÉRO

30 Le choc des seniors

Les effets de la politique monétaire pourraient se réduire à cause du vieillissement des pays avancés
Patrick Imam

34 Le dollar règne en maître, par défaut

Les arrangements monétaires internationaux sont examinés à la loupe depuis la crise financière mondiale
Eswar Prasad

40 Prédire les récessions

L'évolution des prix des actifs permet de prédire les ralentissements économiques
John C. Bluedorn, Jörg W. Decressin et Marco E. Terrones

44 L'homme face à la nature

Dans la lutte contre les catastrophes naturelles, des politiques macroéconomiques prospectives peuvent aider les pays à se préparer au choc inévitable et à l'atténuer
Nicole Laframboise et Sebastian Acevedo

48 Aide et pétrole

Les besoins d'aide extérieure pourraient diminuer grâce au nombre croissant de gros gisements pétroliers découverts dans les pays à faible revenu
Rabah Arezki et Ritwik Banerjee

52 Les chaînes de valeur

L'internationalisation croissante de la fabrication influe sur la création du revenu et de la croissance
Michele Ruta et Mika Saito



34

Un pas à la fois

L'HISTOIRE de l'intégration européenne commence avec le charbon et l'acier.

La décision prise en 1951 par six nations européennes de confier la gestion de leur production de charbon et d'acier à une Haute Autorité — la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA) — a marqué le début de l'intégration européenne après les ravages de la Seconde Guerre mondiale.

Robert Schuman, homme d'État et visionnaire français, qui rêvait de l'unification politique et économique du continent, savait bien, lorsqu'il a proposé la création de la CECA en 1950, que son rêve ne se réaliserait pas du jour au lendemain. Une action ciblée dans un domaine limité mais décisif (la mise en commun des productions de charbon et d'acier) ouvrirait la voie à une intégration plus poussée et, à terme, à une paix durable en Europe.

Ce parfait exemple montre qu'en avançant pas à pas, sans vouloir tout faire d'un coup, on peut agir au service d'une vision à long terme.

Le projet de Schuman, limité et spécifique au départ, a engendré une vaste entreprise. Aujourd'hui, l'Europe est profondément intégrée et les niveaux de vie y sont parmi les plus élevés au monde. L'Union européenne, forte de 28 membres et édifiée autour de politiques et d'institutions communes, a fait la preuve de sa robustesse et de sa souplesse face à nombres de défis et de changements considérables, de la chute du Mur de Berlin et la vague d'adhésions à l'UE qui a suivi au lancement de l'euro, devenu aujourd'hui la monnaie de 18 pays. Pour toutes ces réussites, entre autres, l'Union européenne a reçu en 2012 le Prix Nobel de la paix.

Des progrès remarquables, certes, mais comme en témoignent les grands titres de ces cinq dernières années, l'intégration européenne est loin d'être achevée. La crise financière mondiale de 2008 a révélé des lignes de fracture, des tensions entre les États membres et des déficiences dans les institutions et les politiques, auxquelles les dirigeants politiques de l'Union s'efforcent de remédier. La crise a ébranlé l'Europe et, bien que les premiers signes de reprise se fassent jour, le nombre de personnes sans emploi est encore beaucoup trop élevé, d'où la nécessité de procéder d'urgence à des réformes aux niveaux national et régional.

Dans ce numéro de *F&D*, nous examinons la quête d'intégration économique de l'Europe, les forces qui y concourent et celles qui la contrarient. Après un bref rappel historique, le directeur du Département Europe du FMI, Reza Moghadam, préconise plus d'Europe, et non moins. Kevin O'Rourke, Professeur à Oxford, se montre moins optimiste et s'interroge sur l'avenir de l'euro. D'autres articles sont consacrés au chômage en Europe, à l'introduction d'une union bancaire, aux objectifs ambitieux du continent en matière d'émissions de carbone et à la libéralisation du marché des joueurs de football, sport préféré des Européens.

Par ailleurs, nous dressons le portrait de Lucrezia Reichlin, ancienne économiste en chef de la Banque centrale européenne et pionnière de la prévision économique en temps réel. Nous examinons aussi l'impact du vieillissement de la population sur la politique monétaire dans les pays avancés ainsi que l'évolution des prix des actifs comme élément annonciateur des récessions économiques. Enfin, d'autres articles ont pour thème la politique macroéconomique et les catastrophes naturelles, ou encore les raisons qui font que le dollar n'est pas près d'être détrôné comme principale monnaie de réserve mondiale.

Jeffrey Hayden
Rédacteur en chef

RUBRIQUES

2 En bref

4 Paroles d'économistes

La reine des chiffres

Jeremy Clift brosse le portrait de Lucrezia Reichlin, pionnière de la prévision à court terme en temps réel



38 L'ABC de l'économie

Qu'est-ce que le monétarisme?

Ce courant de pensée qui souligne l'importance de la monnaie a gagné en popularité dans les années 70
Sarwat Jahan et Chris Papageorgiou

56 Notes de lecture

Uncharted: Big Data as a Lens on Human Culture, Erez Aiden et Jean-Baptiste Michel
GDP: A Brief but Affectionate History, Diane Coyle

Illustrations : p. 13, Michelle Martin/FMI; p. 34, Tom Wood/FMI.

Photographies : couverture, Bogdan Cristel/Reuters/Corbis; p. 2, Francisco Bonilla/Reuters/Corbis; Wolfgang Runge/dpa/Corbis; p. 3, Owen Franken/Corbis; Steve Raymer/National Geographic Society/Corbis; p. 4, Josh Lustig/Panos Pictures; p. 8, Joshua Roberts/FMI; p. 9, U.S. Army via CNP/Newscom; Hulton-Deutsch Collection/Corbis; Bettmann/Corbis; AFP/Getty Images, Time & Life Pictures/Getty Images; p. 10, iStockphoto; Gamma Keystone via Getty Images; Regis Bossu/Syigma/Corbis; Wavebreak Media/Newscom; Ingram Publishing/Newscom; p. 11, U. Baumgarten via Getty Images; p. 14-15, Cristian Als/Panos Pictures; p. 17, Kal Pfaffenbach/Reuters/Corbis; p. 20, Eric Gaillard/Reuters/Corbis; p. 23, Yiorgos Karahalios/Reuters/Corbis; p. 24, Cultura RM/Mischa Keijser/Getty Images; p. 27, Jonathan Nackstrand/AFP/Getty Images/Newscom; p. 31, Marco Bulgarelli/Gamma-Rapho via Getty Images; p. 40, Issei Kato/Reuters/Corbis; p. 42, Toru Hanai/Reuters/Corbis; p. 44, Orlando Barria/ EPA/Newscom; p. 48, Peter & Georgina Bowater Stock Connections Worldwide/Newscom; p. 52, Elaine Thompson/AP/Corbis; p. 56-57, Michael Spilotro/FMI.

Disponible en ligne à www.imf.org/fandd

Rendez-vous sur la page Facebook de F&D : www.facebook.com/FinanceandDevelopment

9 milliards d'habitants à nourrir en 2050

Selon Achim Steiner, Directeur exécutif du Programme des Nations Unies pour l'environnement (PNUE), l'agriculture mondiale doit s'orienter vers des modes de production plus durables, notamment en respectant mieux les écosystèmes et en gaspillant moins, pour pouvoir nourrir une population mondiale en augmentation rapide.

S'exprimant lors du Forum mondial pour l'alimentation et l'agriculture organisé à la mi-janvier par le PNUE, M. Steiner a souligné que, d'ici à 2050, il y aura environ 9 milliards de bouches à nourrir, avec autant de terres, d'eau et de ressources naturelles qu'aujourd'hui.

Pour que la production agricole augmente durablement, il faut que l'humanité réduise les pertes et les gaspillages massifs de nourriture, comme l'explique une étude à paraître du PNUE intitulée *Food Wasted, Food Lost: Improving Food Security by Restoring Ecosystems and Reducing Food Loss*.

Les pertes de nourriture se produisent surtout aux stades de la récolte, de la transformation et de la distribution, tandis que le



Recyclage de légumes à Nijar, en Espagne.

gaspillage survient essentiellement aux stades du commerce de détail et de la consommation. Dans les régions industrialisées, près de la moitié de la nourriture est perdue parce que les producteurs, les commerçants et les consommateurs jettent de la nourriture qui est encore parfaitement consommable.

La quantité de nourriture gaspillée atteint plus de la production totale de denrées alimentaires de l'Afrique subsaharienne et pourrait nourrir les 870 millions de personnes qui, selon l'estimation, souffrent de la faim dans le monde.

Des changements de fond s'imposent

La gestion et l'utilisation des ressources marines de la planète doivent être fondamentalement repensées pour assurer la sécurité alimentaire mondiale et préserver les pays côtiers et insulaires, a déclaré José Graziano da Silva, Directeur général de l'Organisation pour l'alimentation et l'agriculture (FAO) lors du récent Sommet sur l'économie bleue.

Il faut dès maintenant, a-t-il dit, s'attaquer aux graves menaces qui pèsent sur la santé des océans, en raison de la pollution, des captures excessives, des modifications météorologiques et de la montée des eaux due au changement climatique. Dans une «économie bleue», la priorité est donnée au développement durable des océans et des pêcheries.



En moyenne, près de 17 % des protéines animales consommées dans le monde proviennent de la pêche et de l'aquaculture, et dans beaucoup de petits États insulaires en développement, la proportion est bien plus élevée. En même temps, 12 % de la population mondiale vit de la pêche et de l'aquaculture.

Or, on estime que 30 % des stocks mondiaux de poissons sont surexploités, épuisés ou en phase de reconstitution; par ailleurs, les pertes économiques des pêcheries marines dues à une mauvaise gestion, à l'inefficacité et aux captures excessives se montent à 50 milliards de dollars par an, selon des études de la FAO.

Qui plus est, le changement climatique pose de nouveaux défis en modifiant la répartition et la productivité des espèces marines et d'eau douce, ce qui influe sur les processus biologiques et modifie les chaînes alimentaires.

Face à cette situation, la FAO lance l'Initiative «Croissance bleue» qui vise à servir de catalyseur pour l'élaboration de politiques, l'investissement et l'innovation afin de promouvoir la bonne gestion des ressources aquatiques.

Pas de triomphalisme

La lutte mondiale contre le paludisme a permis de sauver, selon les estimations, 3,3 millions de vies depuis 2000, le taux de mortalité par paludisme ayant diminué de 45 % dans le monde et de 49 % en Afrique. C'est ce qui ressort du *Rapport 2013 sur le paludisme dans le monde*, publié par l'Organisation mondiale de la santé (OMS).

Entre 2000 et 2012, le développement des mesures de prévention et de lutte contre le paludisme s'est traduit par une baisse régulière des nouveaux cas et des décès, et ce alors que la population à risque a augmenté. Une volonté politique plus affirmée et la hausse des financements ont joué un rôle crucial à cet égard.

La majorité des 3,3 millions de personnes sauvées entre 2000 et 2012 l'ont été dans les dix pays où le paludisme sévit le plus et parmi les enfants de moins de 5 ans, groupe le plus touché par la maladie. Mais il faut aller plus loin.

«Ces progrès remarquables ne sont pas une raison pour relâcher nos efforts : en chiffres absolus, le nombre des cas de paludisme et des décès ne baisse pas aussi vite qu'il le pourrait, relève Margaret Chan, Directrice générale de l'OMS. Le fait que tant de personnes contractent l'infection et meurent après avoir été piquées par des moustiques est l'une des grandes tragédies du 21^e siècle.»

2014 : les dates à retenir

27-30 mars, Costa do Saúpe, Bahia, Brésil

Assemblée annuelle de la Banque interaméricaine de développement

11-13 avril, Washington

Réunions de printemps du FMI et de la Banque mondiale

2-5 mai, Astana, Kazakhstan

Assemblée annuelle de la Banque asiatique de développement

14-15 mai, Varsovie, Pologne

Assemblée annuelle de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement

16-17 mai, Genève, Suisse

Forum sur la santé en Afrique

29-30 mai, Maputo, Mozambique

Conférence sur la montée en puissance de l'Afrique

4-5 juin, Sotchi, Russie

Sommet du Groupe des huit

Un nouvel outil pour l'école

Le Groupe de la Banque mondiale a lancé un nouvel outil informatique accessible librement en ligne qui fournit des données détaillées, comparables et faciles à consulter sur les politiques d'éducation dans le monde.

Cet outil, dénommé SABER (Systems Approach for Better Education Results), donne aux pays la possibilité de recueillir et d'analyser des informations sur leurs politiques d'éducation, de se situer par rapport aux autres pays dans ce domaine et de définir leurs réformes prioritaires, avec pour objectif de permettre à tous les jeunes d'aller à l'école et de s'instruire.

«L'éducation est l'un des leviers les plus importants pour mettre fin à la pauvreté extrême et mieux partager les bienfaits de la prospérité. Mais il ne sert à rien de garantir l'accès à une éducation de base si la scolarisation ne permet pas à tous les jeunes de s'instruire», estime Elizabeth King, Vice-présidente par intérim pour le développement humain et Directrice de l'éducation à la Banque mondiale.

Malgré les progrès accomplis ces dernières décennies en matière de scolarisation, les niveaux d'instruction restent alarmants. Dans



Écolières à Cotonou, au Bénin.

les pays à faible revenu, beaucoup de jeunes arrivent au terme de l'éducation de base sans avoir assimilé les savoirs fondamentaux en lecture, écriture et calcul. Même dans les pays à revenu intermédiaire, un grand nombre d'élèves n'acquièrent pas les qualifications de base demandées par les employeurs. On estime qu'aujourd'hui 250 millions d'enfants dans le monde ne savent ni lire ni écrire, même après avoir été scolarisés pendant trois ans ou plus.

À l'aide du système SABER la Banque mondiale a analysé plus de 100 pays à ce jour. Elle entend se servir de ces données pour aider les pays à établir le lien entre mise en œuvre des politiques arrêtées et amélioration des résultats des élèves, et à faire en sorte que les programmes d'éducation produisent bien les effets recherchés.

Transports intelligents

Il ressort d'un nouveau rapport que des stratégies visant à améliorer les transports urbains pourraient être extrêmement bénéfiques pour l'Inde, en favorisant la réduction des émissions de carbone ainsi qu'une mobilité et une solidarité accrues de la société.

Selon ce rapport, intitulé *Toolkits for Urban Development: Comprehensive Mobility Plans*, les stratégies de mobilité, qui reposent sur une circulation plus fluide des véhicules, de meilleurs transports en commun et les transports non motorisés, devraient avoir pour but l'établissement de liaisons sûres, fiables et efficaces de nature à promouvoir la durabilité sur les plans économique, social et environnemental.

Depuis 2008, les politiques menées par les autorités indiennes donnent une plus grande place au changement climatique. En outre, étant donné que la croissance économique de ces vingt dernières années a creusé le fossé entre riches et pauvres, l'accent est aussi mis de plus en plus sur une meilleure répartition des bienfaits du développement.

Les auteurs du rapport recommandent que les villes élaborent des plans de mobilité qui soient à la fois bien conçus, clairs et pratiques. Publié par le Ministère du développement urbain de l'Inde, en collaboration avec l'Institut des transports urbains et le PNUE, entre autres, ce rapport fait suite à une étude similaire parue en 2008.



Taxis et tramways encombrant les rues de Calcutta, en Inde.

Pour une meilleure formation de la jeunesse africaine

L'une des grandes priorités de l'Afrique doit être de mieux former sa jeunesse toujours plus nombreuse pour qu'elle soit mieux rémunérée, ce qui nécessitera d'agir avec énergie sur de nombreux fronts. Telle est la conclusion d'un nouveau rapport de la Banque mondiale, intitulé *Youth Employment in Sub-Saharan Africa*.

Les jeunes sont aujourd'hui majoritaires dans la plupart des pays africains; aussi est-il plus urgent que jamais de leur ouvrir la voie pour qu'ils accèdent à des emplois plus productifs, notent les auteurs du rapport, et ce quel que soit le type de travail qu'ils choisissent : salarié dans les secteurs modernes en expansion rapide, employé d'entreprise familiale ou exploitant d'une des millions de petites fermes familiales.

«Tous les jeunes doivent avoir acquis les savoirs fondamentaux en lecture, écriture et calcul, sans quoi leur potentiel de rémunération restera bas», explique Deon Filmer, coauteur du rapport et économiste en chef au Groupe de recherche sur le développement et pour la région Afrique de la Banque mondiale. «Ils doivent aussi avoir accès à la terre, aux financements et à la formation, autant d'éléments qui amélioreront grandement leurs chances de réussite.»

Les politiques publiques doivent aider à développer le capital humain et à améliorer le climat des affaires, afin que le secteur privé puisse mettre à profit les occasions nées de l'évolution inévitable de la compétitivité des autres régions. Les auteurs soulignent que la productivité doit s'accroître dans l'agriculture, les entreprises familiales et le secteur moderne des emplois salariés, pour que tous les jeunes puissent voir leurs chances de réussite s'améliorer.

À condition d'adopter les bonnes politiques, l'Afrique, en tant que région la plus «jeune» du monde (dans la plupart des autres régions, la population vieillit rapidement), pourrait ouvrir aux ménages et aux pays du continent eux-mêmes la voie à une plus grande prospérité.

Jeremy Clift brosse le portrait de Lucrezia Reichlin, pionnière de la prévision à court terme en temps réel



La reine des chiffres

S I LA ZONE EURO est peut-être en train de renouer avec la croissance, les risques ne se sont pas dissipés et il faut s'attendre à des hauts et des bas, d'après Lucrezia Reichlin, qui enseigne à la London Business School et a été la première femme à la tête de la Direction des études de la Banque centrale européenne (BCE).

«Je pense que nous ne sommes pas tirés d'affaire et qu'il faudra quelque temps avant que nous y arrivions», déclare Reichlin, grande spécialiste de l'analyse des cycles économiques. «Techniquement, nous avons une reprise, puisque le PIB progresse, mais ça ne veut pas dire que l'Europe n'a plus rien à craindre», explique-t-elle dans son bureau exigu de Londres, avec vue sur Regent's Park.

C'est une pionnière de la prévision à court terme en temps réel, qui brasse des masses considérables de données, et ses compétences la situent à la charnière du monde des affaires et des cercles universitaires. Elle détient la chaire

d'économie à la London Business School et siège aussi au conseil d'administration de UniCredito — une banque commerciale italienne qui opère en Europe centrale et orientale — après avoir été à la tête de la Direction des études de la BCE alors que Jean-Claude Trichet en était le président, et avoir consulté pour la Réserve fédérale américaine.

Aux premières loges

«Lorsque vous siégez au conseil d'administration d'une banque commerciale, vous êtes aux premières loges pour observer les problèmes bancaires de l'Europe», explique Reichlin, qui vit dans un quartier nord de Londres avec sa fille, mais se rend régulièrement en Italie.

À ses yeux, l'union bancaire et la mise en place d'un système planifié de restructuration ou de fermeture des banques en faillite sont des étapes cruciales pour stabiliser la zone euro. Les résultats des élections au Parlement européen de

mai 2014 pourraient être décisifs pour l'avenir de l'architecture financière de l'Union européenne (UE).

L'union bancaire établirait des règles et des protections communes pour les 18 pays membres de la zone euro, grâce à un mécanisme global de supervision sous les auspices de la BCE, un mécanisme unique de résolution pour renflouer ou fermer les banques en difficultés et un système commun de garantie des dépôts (voir «Secousses tectoniques» dans ce numéro de *F&D*). L'UE a fait quelques pas dans la bonne direction, mais, d'après Reichlin, il faut aller plus loin et mettre en place une politique monétaire commune pour un monde financièrement intégré.

D'origine italienne, elle parle de son pays avec enthousiasme et affection. Elle a fait des études d'économie à l'Université de Modène, réputée comme la «capitale de l'automobile d'exception», parce que les firmes Ferrari, Maserati, Lamborghini et Pagani sont toutes installées à proximité. Elle est allée décrocher un doctorat à l'Université de New York, puis a passé 10 ans à l'Université libre de Bruxelles, où elle a collaboré au développement de modèles économétriques utilisant de grosses masses de données, à la pointe de la recherche sur les *modèles factoriels dynamiques*, très prisés aujourd'hui par le monde dans le domaine de la macroéconomie appliquée.

En 2002, elle s'est rendue à la Fed à l'invitation de Ben Bernanke, qui en était alors un des gouverneurs (avant d'en prendre la présidence quatre ans plus tard) pour étudier comment adapter ces techniques afin de mettre au point un modèle de prévision à court terme à l'usage des banques centrales. Ce modèle a été adopté par de nombreuses institutions de par le monde et constitue le fonds de commerce de sa société, Now-Casting Economics Ltd., fondée 10 ans plus tard avec des associés. Now-Casting utilise le modèle qu'elle a mis au point avec Domenico Giannone, un de ses anciens étudiants, pour prévoir en temps réel la croissance trimestrielle du PIB des plus grands pays.

Atavisme radical

L'histoire de Reichlin et de sa famille est étroitement liée à celle de l'Europe depuis la Seconde Guerre mondiale. Ses arrière-arrière-grands-parents paternels ont émigré de Suisse au sud de l'Italie au 19^e siècle; la famille de sa mère, d'origine juive, vient de Trieste, qui, jusqu'à la Première Guerre mondiale, faisait partie de l'Empire austro-hongrois. Reichlin est née et a grandi à Rome, au sein d'une famille de penseurs et d'activistes politiques radicaux.

Sa mère, Luciana Castellina, intellectuelle réputée membre du parti communiste italien, qui a par la suite été élue au Parlement européen, jouait au tennis avec la fille du dictateur fasciste Benito Mussolini quand elle était enfant. Son père, Alfredo Reichlin, a combattu dans la résistance en Italie pendant la guerre et est entré en 1946 au parti communiste, dont il est devenu un dirigeant et le porte-parole en matière économique. Son frère, Pietro, est aussi économiste et enseigne dans une université romaine.

«À la maison, nous voyions défiler toutes sortes de gens : des dirigeants communistes légendaires comme Palmiro Togliatti; des intellectuels qui, comme mes parents, avaient choisi la voie de l'activisme politique; des militants de tout poil et des «compagnons de voyage» de différents pays», explique Reichlin qui, quand elle était petite, distribuait des tracts politiques avec sa mère.

Reichlin a bien conscience de la manière dont l'histoire a façonné les différentes générations. Elle compare sa propre adolescence avec

celle de sa mère dans son introduction aux mémoires de Luciana Castellina, qui paraîtra en anglais aux éditions Verso Books sous le titre *Discovery of the World: A Political Awakening in the Shadow of Mussolini* (découverte du monde : un éveil à la politique dans l'ombre de Mussolini), qui couvre la période agitée de 1943 à 1947.

«Nous sommes les enfants du baby-boom, écrit-elle, de la société de l'opulence, de l'éducation de masse, de la légalisation du divorce et de l'avortement, des nouvelles possibilités professionnelles offertes aux femmes, mais nous avons aussi connu la déconvenue.» Sa mère, qui avait participé à la création du journal communiste *Il Manifesto* en 1969, a été exclue du parti communiste italien pour avoir critiqué l'invasion de la Tchécoslovaquie par les troupes soviétiques.

«J'étais assurément très attirée par la gauche, mais pas par le parti communiste. Mais la situation est devenue vraiment difficile en Italie à la fin des années 70, et ma vie a pris un tout autre virage.»

Reichlin a quitté l'Italie à une époque où la contestation et le terrorisme faisaient rage, après l'enlèvement et l'assassinat par les Brigades rouges en 1978 de l'ancien Premier ministre de centre gauche Aldo Moro. Elle explique qu'elle avait l'impression d'étouffer en Italie et qu'elle avait besoin d'aller vivre ailleurs.

Elle a le sentiment que la crise économique a créé une génération aliénée en Europe, où le chômage des jeunes est très élevé (supérieur à 50 % en Espagne par exemple). Elle n'est pas simplement sceptique quant au progrès de l'intégration économique européenne, mais considère que la crise a été politiquement nocive, à cause de l'apparition de partis qui sèment la discorde et d'une génération désabusée de jeunes chômeurs.

De nos jours, dit-elle, le danger n'est pas une renaissance du fascisme, mais l'instabilité politique et la défiance croissante à l'égard du processus politique. «Les gens ne s'adressent plus à leurs politiciens, ils n'ont plus confiance dans le processus démocratique. Il y a un vide démocratique parce qu'il y a des tas de gens qui sont en dehors du coup. Il y a un très fort sentiment d'aliénation.»

La conquête des grandes masses de données

À la différence de ses parents, Reichlin a trouvé refuge dans les chiffres plutôt que dans l'idéologie. «J'ai étudié l'économie et l'économétrie parce que je voulais avoir des outils techniques plus spécialisés pour parler de progrès; c'était probablement un peu en réaction à mes parents, mais aussi au fait qu'à l'époque, en Italie, on étudiait beaucoup Marx et la nouvelle école de Cambridge, et je m'en suis un peu lassée, alors j'ai décidé de partir aux États-Unis et je me suis intéressée à l'économétrie.»

L'économétrie est au croisement de l'économie, des mathématiques et des statistiques. Elle emploie des méthodes statistiques et mathématiques pour tester et chiffrer des théories économiques et les solutions aux problèmes économiques (voir «Qu'est-ce que l'économétrie?», *F&D*, décembre 2011). Elle est souvent subdivisée en deux grandes catégories : théorique et appliquée.

«Je me suis beaucoup intéressée au côté théorique de l'économie et à la mise au point de méthodes pour traiter de gros volumes de données. C'était un problème analytique très passionnant, mais je m'intéressais surtout à ses applications pratiques. C'est Ben Bernanke qui m'a invitée à la Fed, lorsqu'il était au conseil des gouverneurs pour essayer de résoudre le problème concret auquel la banque centrale était confrontée : jour après jour, nous

Qu'est-ce que la prévision en temps réel?

La prévision en temps réel ou «nowcasting» est utilisée en économie et en météorologie pour décrire les conditions actuelles et celles du futur immédiat. En économie, l'expression fait référence à l'utilisation d'informations en temps réel pour présenter une image de l'économie actuelle et actualisée en continu.

Les économistes ne peuvent en général suivre les données économiques qu'avec un temps de décalage. Il leur faut donc prévoir le présent et même le passé immédiat. Les prévisionnistes en temps réel ont mis au point un modèle statistique qui permet de traiter de gros volumes d'informations sans nécessiter un jugement informel. Le modèle exploite les informations provenant d'une grande quantité de données à des fréquences différentes et avec des décalages de publication différents (Giannone, Reichlin et Small, 2008).

L'idée est que les signaux de variation du PIB peuvent être extraits de vastes sources d'informations diverses (les chiffres du chômage, les carnets de commandes des entreprises ou la balance commerciale) avant que le montant du PIB lui-même soit rendu public. La prévision en temps réel utilise ces données pour calculer des séquences d'estimations du PIB du trimestre en cours en fonction du flux en temps réel des données diffusées.

Des méthodes de prévision en temps réel à partir des informations véhiculées par les réseaux sociaux (Twitter, par exemple) ont été mises au point pour évaluer des choses telles que l'«état d'esprit» d'une population ou la présence d'une épidémie de grippe.

Reichlin a cofondé une société appelée Now-Casting Economics Ltd. pour exploiter ces techniques.

«Tout est passé à la machine, par exemple, un rapport sur l'emploi. Alors quand le rapport officiel est publié, il y aura une erreur, qui est la différence entre les chiffres publiés et nos anticipations. Cet écart aura une incidence sur notre prévision en temps réel du PIB ou quoi que ce soit d'autre. Tout est donc connecté par les informations. Quand j'étais à la Banque centrale européenne, nous présentions notre rapport au président et il disait : «Bon, la production effective d'aujourd'hui a été révisée à la hausse, mais qu'est-ce que ça signifie?» Et cette machine répond à cette question, si bien que pour tout ce que nous avons publié, nous pouvons dire ce que ça signifie pour tout le reste.

«C'est un vaste système de lecture des données et l'enjeu est de dire : «est-ce que la machine peut se substituer au jugement humain?» Et ce que montre notre évaluation, c'est qu'en général la machine fait aussi bien que le jugement humain.»

êtes bombardé d'une profusion d'informations, et il vous faut analyser activement le flot de données qui vous arrive chaque jour et le traiter à l'aide d'un modèle.»

En Europe, au Centre for Economic Policy Research de Londres et en collaboration avec la Banque d'Italie, elle a mis au point un indice de l'activité économique européenne, baptisé EuroCOIN, qui est toujours publié régulièrement, pour décrire l'ensemble de l'économie de la zone euro. Cet indice, conçu durant les premières années de l'euro, était le premier à rendre compte de l'ensemble de l'activité économique de l'union monétaire.

Reichlin a fondé le réseau Euro Area Business Cycle Network pour tenter de mettre en relations les chercheurs des banques centrales et des milieux universitaires, et elle a été la première présidente du Comité pour la datation des cycles économiques pour la zone euro. Ce comité suit l'historique des cycles économiques en identifiant les périodes de récession et d'expansion des 11 pays membres initiaux de la zone euro de 1970 à 1998 et de l'ensemble de la zone euro à partir de 1999.

«Ces travaux m'ont rapprochée du monde des banques centrales, ce qui m'a amenée à accepter un poste à la BCE et à m'intéresser à la politique monétaire», explique-t-elle. Elle y a passé quatre ans, avant de rejoindre la London Business School en 2008.

Reichlin a activement encouragé les études économiques sur l'Europe. Alors qu'elle travaillait à Bruxelles, elle a contribué à la création d'un programme doctoral, dont elle a pris la direction, au sein du Centre européen des hautes études économiques et statistiques.

Intégration de la recherche dans la politique économique

Selon Giannone, qui a travaillé avec elle tant sur le modèle de prévision en temps réel (voir l'encadré) que sur les politiques monétaires non conventionnelles pour la zone euro, estime que son principal apport à la BCE a été un effort pour «rapprocher la recherche de la politique économique».

«Plus précisément, elle a joué un rôle important dans le débat sur le rôle de la monnaie dans la politique monétaire de la BCE», explique-t-il (Fischer *et al.*, 2007; Lenza, Pill et Reichlin 2010). Elle a aussi amélioré la prévision à la BCE en période de crise.

Frank Smets, qui pris la succession de Reichlin à la BCE et est maintenant conseiller du président de la BCE, précise qu'elle y a encouragé plus d'empirisme, suivant le dicton (adapté) «un fait ou une image stylisée en dit plus que mille mots.»

Elle était favorable à «l'utilisation plus systématique de la recherche de pointe dans les débats de fond», ajoute Michele Lenza, économiste à la BCE, qui considère que ses travaux sur les modèles factoriels dynamiques pour le traitement des gros volumes de données à variables multiples constituent probablement sa contribution la plus durable à la science économique (Forni *et al.*, 2000 et 2009).

Avec Giannone, son ancien professeur à l'université de Modène, Marco Lippi, Mario Forni et Marc Hallin, elle faisait partie d'une équipe qui a travaillé pendant les années 90 et au début de la première décennie des années 2000 à l'élaboration des modèles factoriels dynamiques qui servent à l'analyse et aux prévisions économiques. James Stock et Mark Watson menaient une réflexion dans la même veine aux États-Unis. Reichlin et Watson ont présenté leurs travaux au Congrès mondial de la société économétrique en 2000.

Selon Lippi, Reichlin apporte à une équipe de recherche «un extraordinaire sentiment d'énergie et d'engagement» et la volonté de faire le lien entre la théorie et la réalité. «Lorsque le modèle ne fonctionnait pas, Reichlin essayait de revenir à la réalité en parlant franc.»

Parce qu'il est italien, Lippi emprunte une métaphore au monde des courses automobiles. «À certains moments, ceux d'entre nous qui étions plus branchés sur le côté technique nous sentions un peu comme les techniciens de l'équipe de course du champion Sebastian Vettel dans un mauvais jour.»

«Nous l'appelions la Princesse, dit Lippi, en raison de son caractère assez impérial, mais seulement en son absence!»

Des progrès satisfaisants

Reichlin est satisfaite des progrès que les femmes ont accomplis dans sa discipline. «C'est une époque grisante pour les femmes économistes», dit-elle en souriant.

«Auparavant, il m'arrivait souvent d'assister à des réunions où j'étais la seule femme. Mais maintenant les choses changent — Janet Yellen à la Réserve fédérale, Christine Lagarde au FMI, Elvira Nabiullina depuis peu à la tête de la Banque de Russie, Gill Marcus à la direction de la Banque centrale d'Afrique du Sud, et bien sûr, Zeti Akhtar Aziz, qui est en poste depuis 2000 en Malaisie.

«Et cela pourrait faire boule de neige, parce que dès qu'on a établi une base, même petite, on a brisé la barrière culturelle, et il faut espérer que les femmes s'entraideront pour faire comprendre les règles du jeu, développer des réseaux et hésiteront moins à se présenter à un poste de responsabilité. Mais nous n'en sommes pas encore là, et dans mon pays, par exemple, je note encore des tas de préjugés à l'encontre des femmes.»

Europe

Reichlin, qui est en train d'écrire un livre sur la BCE face à la crise économique, lui décerne ses louanges pour la manière dont elle a géré la crise, en dépit du manque d'intégration budgétaire et de l'absence de mécanismes communs de contrôle bancaire ou de règlement des faillites à l'échelle européenne.

«Elle a fait un travail extraordinaire, à mon avis. Au plus fort de la tempête, la BCE a tout simplement sauvé le système financier de l'effondrement. J'ai été impressionnée par la manière dont elle a réussi à mettre sur pied en 2008 un ensemble de mesures pour irriguer le système de liquidités, ce qui était essentiel pour éviter une crise bancaire de grande ampleur.

«Bien sûr, le fait que l'architecture était incomplète, que les banques étaient sous-capitalisées et que les tensions souveraines ont persisté après la reprise de 2009 signifie que la banque centrale elle-même s'est retrouvée dans une situation foncièrement instable, et bien plus instable qu'aux États-Unis, au Royaume-Uni ou même au Japon.

«Et dans cette situation, je pense que des erreurs ont été commises, certes, mais pour porter un jugement définitif, il faut prendre en compte ce que cela signifie d'être une banque centrale sans appui budgétaire, qui ne fait pas fonction de prêteur de dernier recours et qui est dépourvue d'outils pour résoudre la crise bancaire. Je pense que nous y arrivons petit à petit, mais je crains que la route soit cahoteuse.»

Pourquoi l'union bancaire est-elle essentielle?

À la question de savoir ce qu'il reste à accomplir, elle répond que la priorité est de réaliser l'union bancaire.

«C'est un projet extrêmement ardu, à l'heure où la BCE se voit soudain confier la responsabilité de la supervision des banques, et cela demande un gigantesque effort d'organisation. Ce qui n'est pas clair, c'est la nature du mécanisme — à quoi ressemblera le mécanisme de résolution selon les différents cas de figure ou en cas de manque de capitaux, etc.

«En Europe, les banques sont beaucoup plus puissantes que les pays parce que, avec l'intégration financière, l'un des résultats

du marché central a été de créer des banques transfrontalières. La situation est différente aux États-Unis, où les banques sont plus petites que les États souverains.

«Par conséquent, si une de ces banques [européennes] a des problèmes, il nous faut aller au-delà du cadre national pour résoudre les problèmes. Et c'est très difficile à mettre sur pied parce qu'il y a des conséquences budgétaires et nous n'avons pas d'outils budgétaires. Nous mettons donc à l'essai une formule selon laquelle la banque centrale assure la régulation des établissements privés, mais il lui manque un mécanisme budgétaire. C'est donc compliqué.

«Nous disposons maintenant d'un mécanisme de supervision commun, mais on ne sait pas encore au juste comment il fonctionnera. Et je ne suis pas particulièrement optimiste à l'heure actuelle. À moins qu'il y ait des progrès lors des élections [de mai], il sera difficile de poursuivre le projet de politique monétaire européenne commune», assure Reichlin, qui écrit régulièrement des articles pour le journal italien *Il Corriere Della Sera*.

Les menaces à l'horizon

Au sujet des risques de nouvelles crises, elle mentionne la menace du système bancaire parallèle — les institutions financières non bancaires qui fonctionnent comme des banques, mais ne sont pas réglementées.

«Des risques émergent çà et là dans le système financier et il faut avoir conscience qu'ils seront toujours présents, sous une forme ou une autre. Nous devons donc rester vigilants.»

À son avis, il faut réduire l'endettement public trop élevé, mais si possible, graduellement, de manière à limiter les retombées négatives à court terme sur la croissance. «Je n'ai pas grande foi en l'austérité», professe-t-elle.

La crise européenne est une crise de la dette, affirme-t-elle. Un de ses effets durables sera une croissance du PIB définitivement plus lente. «Cela signifie que nous pourrions peut-être avoir de la croissance, mais à un taux très bas.»

Quel que soit ce taux, elle en suivra l'évolution — en temps réel. ■

Jeremy Clift est le Responsable de l'édition du FMI.

Bibliographie :

- Fischer, Björn, Michele Lenza, Huw Pill, and Lucrezia Reichlin, 2007, "Money and Monetary Policy: the ECB Experience 1999–2006," in *Conference Volume of the 4th European Central Bank Conference, The Role of Money: Money and Monetary Policy in the Twenty-first Century (Frankfurt)*.
- Forni, Mario, Domenico Giannone, Marco Lippi, and Lucrezia Reichlin, 2009, "Opening The Black Box: Structural Factor Models with Large Cross Sections," *Econometric Theory*, Vol. 25, No. 5, p. 1319–47.
- Forni, Mario, Marc Hallin, Marco Lippi, and Lucrezia Reichlin, 2000, "The Generalised Dynamic Factor Model: Identification and Estimation," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 4, p. 540–54.
- Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin, and David Small, 2008. "Nowcasting: The Real-Time Informational Content of Macroeconomic Data," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55, No. 4, p. 665–76.
- Lenza, Michele, Huw Pill, and Lucrezia Reichlin, 2010, "Monetary Policy in Exceptional Times," *ECB Working Paper No. 1253 (Frankfurt: European Central Bank)*.



La voie de **l'INTÉGRATION** pour l'Europe

Reza Moghadam

L'histoire nous apprend que l'intégration est la voie à suivre pour surmonter une crise redoutable

LES GROS TITRES alarmants sur l'Europe étaient omniprésents ces dernières années, même si depuis quelque temps l'avenir s'annonce plus souriant. Les marchés et les médias doutaient que l'Europe puisse se remettre d'une grave crise financière et économique, allant jusqu'à faire craindre pour la viabilité de l'euro.

Si profonde qu'ait été la crise — et elle a été désastreuse, surtout pour les millions de personnes sans emploi — il ne faut pas oublier que l'Europe a réussi à se transformer en une région étroitement intégrée, où le niveau de vie est l'un des plus élevés au monde, accomplissement d'autant plus remarquable qu'elle y est parvenue après deux guerres mondiales dévastatrices, et la partition Est-Ouest du continent pendant la majeure partie du 20^e siècle.

Certains événements cruciaux de ces 25 dernières années ont fait avancer l'intégration européenne : la chute du Mur de Berlin en 1989, la vague d'adhésions des pays d'Europe

centrale à l'Union européenne (UE) en 2004 et le lancement de l'euro en 1999. La crise actuelle offre une bonne occasion de jauger les progrès accomplis et le chemin qui reste à parcourir.

L'Europe est bien plus vaste et plus peuplée que la seule Union européenne, mais c'est l'Union qui a été l'âme de l'intégration européenne, rassemblant des pays naguère ennemis et répandant ses bienfaits bien au-delà de ses frontières, grâce aux partenariats commerciaux et financiers (investissements) noués sur tout le continent et au puissant effet de catalyse qui a favorisé les réformes fondamentales de l'économie et de la gouvernance dans les pays admis ou candidats à l'adhésion.

Ces dernières années ont été agitées, et le chemin à venir sera sans doute cahoteux. La crise a mis au jour les faiblesses de l'architecture régionale et des politiques nationales, et a miné la volonté politique de resserrer les liens existants. Mais l'intégration a jusqu'à présent été très bénéfique pour l'Europe et reste la voie d'avenir.



Des origines complexes

Voici plus de soixante ans, six pays d'Europe occidentale (Allemagne de l'Ouest, Belgique, France, Italie, Luxembourg et Pays-Bas) décidaient de pousser plus avant la coopération économique. La vision des pères fondateurs de l'UE, énoncée dans la Déclaration Schuman de 1950, consistait à rendre la guerre impossible en tissant des liens étroits entre leurs économies, y compris l'économie ouest-allemande qui reprenait pied.

L'Europe ne se fera pas d'un coup, ni dans une construction d'ensemble : elle se fera par des réalisations concrètes créant d'abord une solidarité de fait.

— Robert Schuman

L'histoire de l'UE est celle d'une avancée à grands et à petits pas vers une intégration de plus en plus étroite. Dès l'abord, les dirigeants ont décidé d'intégrer leurs industries essentielles des années de guerre et d'après-guerre : le charbon et l'acier. Les droits de douane ont été abaissés, les subventions abolies et les cartels nationaux démantelés. Mais, à la différence d'autres formes de coopération économique qui ont vu le jour dans l'après-guerre, l'intégration de l'Europe a été marquée par la création d'institutions supranationales. Au fil des ans, ces institutions en sont venues à représenter les pouvoirs exécutif, législatif et judiciaire du projet européen. La durabilité et le renforcement continu de ces institutions démontrent la puissance et la réussite de ce projet. Un des jalons essentiels fut, en 1979, l'élection au suffrage universel direct du Parlement européen, son pouvoir législatif.

L'UE a connu plusieurs phases d'élargissement. En 1973, le Danemark, l'Irlande et le Royaume-Uni ont adhéré à ce qui était alors la Communauté européenne. La décennie 1970 a vu de profondes mutations sociales et politiques en Espagne, en Grèce et au Portugal, dont les régimes militaires et dictatures ont été renversés. Inspirées par la prospérité et la stabilité de la Communauté européenne, ces nations l'ont rejointe dix ans plus tard et affermi ainsi leurs démocraties naissantes. Ils ont énormément profité du libre-échange et des politiques communes, notamment des fonds structurels créés pour promouvoir la convergence en finançant infrastructures et investissements productifs dans les régions les plus pauvres.

L'après-communisme

La phase cruciale de l'intégration politique et économique de l'Europe d'après-guerre a été l'effondrement des économies centralisées à la fin des années 80, avec la chute du Mur de Berlin, tournant

décisif dans un long processus de libéralisation multiforme. En renonçant au communisme au profit d'une Europe démocratique, plus de vingt pays ont créé à la fois les plus grandes chances et les plus grands défis de l'intégration européenne depuis la fin de la guerre.

Dans tous les cas, le problème dans la phase initiale de transition était la stabilisation économique. L'éclatement des relations commerciales et financières traditionnelles et la dislocation de la demande intérieure ont contribué au début à l'effondrement brutal de la production, la chute allant de 10 % en Pologne et en Hongrie à quelque 40 % en Lettonie et en Lituanie. Avec la déréglementation, les prix s'envolaient, en partie parce que les prix étaient déterminés par l'offre et la demande et non plus par la planification centrale sous l'effet de réalignements relatifs, mais surtout de hausses phénoménales là où les recettes publiques s'asséchaient et l'État n'avait guère d'autre moyen pour se financer que de se tourner vers les banques centrales pour faire marcher la planche à billets. Les monnaies des pays de l'Est se sont rapidement dévaluées et les crises bancaires ont fait rage. Dans certains cas, où les gouvernants et les institutions ont fait le nécessaire pour assurer la discipline budgétaire et monétaire, la situation s'est stabilisée en un an ou deux; dans d'autres cas, il a fallu plus de temps et de multiples tentatives pour juguler l'inflation et assainir les finances publiques.

Après la stabilisation, il fallait avant tout renforcer les institutions pour améliorer le fonctionnement de l'économie, en s'inspirant des pratiques optimales de l'Europe occidentale et du reste du monde. Pour ces pays, les privatisations, la réforme du secteur public et l'établissement d'un climat propice aux réformes constituaient d'énormes enjeux. La mise en place de systèmes monétaires et de change crédibles (flottement ou divers formes de parité fixe) dans presque tous les pays a été la clé d'une transition réussie. L'intégration a été manifeste surtout dans le secteur financier, les banques d'Europe occidentale acquérant une position dominante dans la plupart des pays en transition. Elles avaient l'avantage crucial d'apporter à la fois leur savoir-faire et leurs financements. En même temps, l'afflux de capitaux pendant les années fastes du tout début du 21^e siècle a alimenté des bulles qui ont éclaté lors de la crise financière mondiale qui a suivi.

L'intégration a favorisé une puissante convergence des revenus. Le rapport du PIB par habitant moyen des pays émergents d'Europe à celui des pays avancés européens a augmenté d'environ 50 % entre 1995 et 2013, en dépit de la crise récente. La vigueur des

Les grandes étapes de l'intégration européenne



1945

Fin de la Seconde Guerre mondiale; reflux du nationalisme



1949

Création du Conseil de l'Europe



1951

Le Traité de Paris crée la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA)



1957

Création de la Communauté économique européenne (CEE)



1960

Création de l'Association européenne de libre-échange (AELE)

Encadré 1

Intégration Est-Ouest : les chaînes d'approvisionnement

L'apparition d'une chaîne d'approvisionnement Allemagne-Europe centrale est un bon exemple d'intégration réussie à la suite de la chute du Mur de Berlin.

Depuis les années 90, la Hongrie, la Pologne, la République slovaque et la République tchèque sont devenues des satellites manufacturiers — dans l'industrie automobile en particulier— d'un système de production centré sur l'Allemagne. Les éléments qui ont concouru à faire naître ce système axé sur l'exportation sont les écarts importants de coûts de main-d'œuvre, la proximité géographique, les affinités historiques et culturelles, le tout étant irrigué par des flux considérables d'investissements directs étrangers en provenance d'Allemagne.

La chaîne d'approvisionnement joue à l'avantage de l'Allemagne, car elle lui permet de produire et d'exporter des biens pour lesquels elle ne serait peut-être pas compétitive si elle était obligée de les fabriquer à l'intérieur de ses frontières nationales (voir «Ajouter de la valeur», *F&D*, décembre 2013). En jargon économique, la frontière de ses possibilités de production s'est élargie. Dans le même temps, les pays émergents de la chaîne d'approvisionnement ont bénéficié d'importants transferts de technologie, ce qui a permis une convergence particulièrement rapide des revenus. Selon la théorie économique, toutes choses égales par ailleurs, les pays pauvres devraient croître plus rapidement que les pays riches, mais les pays d'Europe centrale appartenant à la chaîne d'approvisionnement ont pu accroître leur production à un rythme encore supérieur à ce qui peut s'expliquer par les écarts de revenus. De plus, l'augmentation rapide des exportations de ces pays provient en majorité des secteurs à forte composante de savoir. La chaîne d'approvisionnement suscite donc une plus forte demande de main-d'œuvre qualifiée, ce qui donne à ces pays la possibilité de s'élever, à terme, dans la chaîne de valeur.

relations commerciales et des flux d'investissements de l'Europe occidentale a été le facteur clé de la croissance et de la convergence qui a porté le revenu moyen des pays émergents d'Europe à un niveau proche de la moitié de celui des pays avancés voisins.

L'UE a été un foyer de plus en plus important pour la transition. Dans les années 90, l'aide extérieure provenait principalement d'autres pays et d'institutions internationales telles que le FMI, la Banque mondiale et la toute nouvelle Banque européenne pour la

reconstruction et le développement. Mais à mesure que la course à l'adhésion s'accélérait, c'est l'UE qui a joué un rôle de premier plan dans le développement des institutions, l'orientation des politiques économiques et le financement des infrastructures. Ce processus a abouti à l'adhésion de 11 pays (dont 4 sont déjà membres de la zone euro) et la candidature de 3 autres. Cette réussite, impensable il y a 25 ans, a été extrêmement bénéfique tant pour les pays en transition que pour les membres existants de l'UE (encadré 1), du fait de l'accroissement des flux d'échanges, de capitaux et de main-d'œuvre.

Maastricht et l'euro

Dans l'intervalle, les pays du noyau de l'Europe ont continué à se rapprocher. À l'origine, la variabilité des taux de change entre les États membres était limitée grâce au mécanisme de change européen (MCE) : les monnaies fluctuaient autour d'un taux central à l'intérieur de bandes prédéfinies. En 1990, l'abolition du contrôle des changes au sein de la Communauté économique européenne, a permis la libre circulation des capitaux. Bien qu'il y ait eu des crises sous le régime du MCE, dont le Royaume-Uni dut sortir en 1992 parce que la livre était tombée au-dessous des limites du MCE, les réalignements de parité sont devenus moins fréquents grâce à la convergence des politiques monétaires et des taux d'inflation.

L'idée d'une monnaie unique a fait son chemin, mais ce n'est pas avant le Traité de Maastricht de 1992 que l'Union économique et monétaire, et avec elle une monnaie unique et une politique monétaire commune, ont véritablement commencé à prendre forme. La création d'une monnaie unique visait essentiellement à promouvoir l'intégration de l'Europe et à faciliter les transactions au sein de l'Union, mais elle a aussi contribué à placer l'Allemagne unifiée à l'intérieur d'un système institutionnel européen commun.

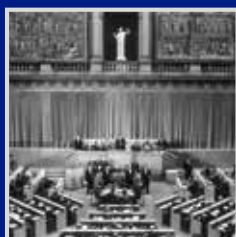
Le Traité de Maastricht établissait des critères de convergence visant à garantir que les pays se ralliant à la nouvelle monnaie unique soient suffisamment semblables pour être bien servis par une politique monétaire unique. Il donnait aussi aux forces du marché le rôle important de discipliner les États membres en établissant une clause de «non-renflouement». Pour dissiper le scepticisme et préserver la discipline budgétaire après l'introduction de la monnaie unique, les États membres ont signé en 1997 le Pacte de stabilité et de croissance, censé lier les politiques à des objectifs chiffrés pour le solde budgétaire et l'endettement.

Au fond, l'euro reposait sur l'idée que les forces du marché, et un minimum de coordination des politiques, suffiraient à



1973

Le Danemark, l'Irlande et le Royaume-Uni adhèrent aux Communautés européennes



1979

Première élection du Parlement européen au suffrage universel direct



1989

Chute du Mur de Berlin



1993

Création de l'Union européenne



1999

Introduction de l'euro

aligner les économies, à discipliner les politiques budgétaires, et à permettre aux pays de surmonter des chocs idiosyncrasiques.

De la crise mondiale à la crise de la dette européenne

Après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, la crise financière mondiale a déclenché celle des dettes souveraines dans la zone euro. La crise a mis au jour de graves déséquilibres au sein de la zone euro et des faiblesses dans l'architecture de l'Europe.

À la suite du lancement de l'euro en 1999, bien des pays, (Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal) ont vu chuter le coût de leurs emprunts, tant privés que publics. Le crédit facile, souvent alimenté par les banques du noyau de la zone euro, a attisé une explosion du crédit qui a engendré des taux de croissance rapides, lesquels ont attiré toujours plus de capitaux et d'investissements. Mais il a aussi accru l'endettement des ménages et des entreprises, et l'investissement s'est concentré dans le secteur des biens non échangeables (l'immobilier, par exemple), tandis que les hauts salaires minaient la compétitivité externe. Les soldes courants se sont fortement dégradés et les pays ont accumulé une grosse dette extérieure. Convaincus à tort que l'accroissement des revenus était permanent, les gouvernants ont nourri la croissance du secteur public.

La convergence des taux d'intérêt masquait l'absence de convergence structurelle. Les flux financiers transfrontaliers — stimulés par l'absence de coûts de transaction et de régulation financière — ont contribué à creuser les écarts de compétitivité. Mais quand le cycle du crédit s'est inversé, l'assèchement des flux de capitaux privés a laissé plusieurs pays de la zone euro au bord du gouffre, leurs banques étant grevées de créances improductives à cause de leurs surinvestissements et très exposées à des dettes souveraines dont la valeur diminuait. Non seulement les marchés n'avaient pas décelé les risques qui se profilaient, mais le Pacte de stabilité et de croissance avait été affaibli — un certain nombre d'États membres, y compris certains pays du noyau de la zone, avaient dépassé les limites qu'il imposait, minant sa crédibilité — et ne permettait pas d'instaurer suffisamment de discipline budgétaire.

Le système financier européen hautement intégré manquait de disjoncteurs et de supervision commune au début de la crise de la zone euro et était donc très vulnérable aux effets de contagion. Les troubles économiques et financiers spécifiques à certains pays se sont rapidement propagés dans l'ensemble de la région, en mettant en danger la viabilité de l'union monétaire.



2004

Vague d'adhésions à l'Union européenne

Riposte à la crise

Les gouvernements ont entrepris des programmes d'ajustement macroéconomique visant essentiellement à réduire les déficits budgétaires et à améliorer la compétitivité de leur économie — en corrigeant les déséquilibres qui s'étaient accrus au cours des années précédentes et en jetant les bases d'une croissance plus viable à long terme. Les gouvernants européens se sont rendu compte que l'Union devait encore se doter de moyens institutionnels et financiers pour soutenir les pays en crise, ce qui les a amenés à faire appel au FMI (encadré 2). L'UE a dû revenir sur le principe du «non-renflouement» et a porté secours aux pays souverains qui n'avaient plus les moyens de s'adresser aux marchés.

Une réaction plus vigoureuse aurait été préférable aux nombreux faux départs et aux solutions qui semblaient tout juste suffire pour maintenir l'intégrité de la monnaie, mais ne permettaient pas de sortir franchement de la crise. Mais il y a quand même eu bien des progrès. Un mécanisme de soutien financier permanent — le mécanisme européen de stabilité — a été institué. Au plus fort de la crise, la Banque centrale européenne est montée au créneau pour défendre l'intégrité de la zone euro en fournissant d'amples liquidités aux banques (par le système dit des opérations de refinancement à long terme) et en établissant le système des opérations monétaires sur titres (OMT).

Surtout, la crise a révélé la nécessité d'une démarche paneuropéenne pour le système bancaire, en réalisant l'union bancaire, qui est maintenant à l'œuvre (voir «Secousses tectoniques» dans ce numéro de *F&D*). Le but ultime est de réduire la fragmentation financière et de briser les rétroactions négatives en boucle entre les banques et les États souverains. L'UE a aussi pris des mesures importantes pour améliorer la gouvernance budgétaire et économique afin de détecter — et en définitive d'éviter — la résurgence de déséquilibres budgétaires et externes excessifs.

Aux moments critiques, les Européens ont répondu par plus d'intégration et de solidarité.

La crise financière mondiale et ses répercussions dans la zone euro ont aussi mis les pays émergents d'Europe dans une situation très difficile. Le gel des marchés financiers a rendu quasiment impossible l'émission d'obligations souveraines. Les flux de capitaux se sont tari, même ceux qui passaient par les filiales de banques occidentales. Comme leurs maisons mères se trouvaient à court de capitaux et de liquidités, les filiales du système interconnecté sont apparues au grand jour et leurs filiales dans les pays émergents ont amorcé une phase de désengagement qui n'est pas encore achevée.

Les exportations et la demande intérieure étant en chute libre, la production de la plupart des pays a nettement baissé, ce qui a provoqué une récession plus profonde dans les pays émergents d'Europe que dans ceux des autres régions. Quelques pays seulement y ont échappé — soit parce que l'expansion qu'ils avaient connue avant la crise était plus limitée, ce qui laissait une marge pour des mesures anticycliques, soit parce qu'ils étaient moins imbriqués dans le réseau de flux commerciaux et financiers.

Les pays ont pris tout un ensemble de mesures pour faire face à la crise, qui a ébranlé leur économie au-delà des prévisions les plus pessimistes. L'objectif initial était de stabiliser le secteur financier : les coefficients de réserves ont été assouplis, le taux de couverture des dépôts a été accru, et dans certains cas, l'État est intervenu directement pour renflouer des institutions financières naufragées.

Le FMI et l'Europe

Le FMI a été un partenaire assidu à toutes les étapes de ce remarquable processus d'intégration.

Aussi surprenant que cela puisse paraître, beaucoup de ses premiers plans de soutien ont été engagés en faveur de pays européens aujourd'hui «avancés», dont la Belgique, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal et le Royaume-Uni. L'Italie et le Royaume-Uni sont les derniers pays du G-7 qui, encore en 1977, bénéficiaient du soutien du FMI.

Son champ d'action sur le continent s'est élargi lors de la transformation historique de l'Europe de l'Est. La chute du Mur de Berlin a précipité le mouvement. Les défis de la stabilisation économique — la lutte contre l'effondrement de la production et, dans certains cas, contre l'hyperinflation, et la mise sur pied de nouvelles institutions — ont été au cœur des programmes du FMI dans beaucoup des pays qui cherchaient à passer, à coup de réformes structurelles cruciales, de l'ère communiste à un système d'économie de marché.

La vague suivante de programmes date du début de la crise financière mondiale. L'accalmie de la fin de la première décennie des années 2000 a été interrompue par les retombées dévastatrices qu'ont eues sur les pays émergents d'Europe les troubles que traversaient les pays avancés. L'Ukraine, la Hongrie et l'Islande ont été les premiers à mettre en place des programmes de redressement avec l'appui du FMI, en novembre 2008. D'autres leur ont emboîté le pas, alors que la crise s'étendait aux pays de la zone euro, dont la Grèce, l'Irlande et le Portugal, qui ont demandé à bénéficier de l'appui du FMI en 2010 et au début de 2011.

Cette dernière série d'engagements a marqué un changement dans le mode de soutien apporté aux pays. Ainsi, la Pologne, dont l'économie était foncièrement très solide, a bénéficié d'une nouvelle ligne de crédit s'apparentant à une assurance. Mais la plupart des autres pays ont aussi bénéficié de prêts de montants plus élevés, à la mesure de leurs besoins, et d'efforts pour centrer la conditionnalité sur les priorités macroéconomiques essentielles.

Comme le stock de la dette privée, libellé pour l'essentiel en monnaies étrangères, était considérable, il n'y avait guère moyen d'utiliser les leviers monétaires ou la politique de change. Et la relance budgétaire n'était pas non plus une option, car la récession qui gagnait la majeure partie de la région mettait à mal les finances publiques. Sans surprise, un certain nombre de pays se sont tournés vers le FMI. Ses prêts, souvent décaissés en début de période à l'appui de programmes économiques élaborés en collaboration avec les autorités nationales et les institutions européennes, ont apporté depuis le début de la crise le soutien nécessaire à 13 pays pour procéder de façon ordonnée aux ajustements nécessaires.

La marche continue

La reprise qui s'esquisse dans la zone euro risque d'engendrer la complaisance — de faire croire à tort que la crise est passée et que l'on peut relâcher les efforts d'intégration.

Des décisions de portée considérable ont été prises, mais l'intégration de la zone euro reste inachevée. Les marchés financiers sont fragmentés (les faibles taux d'intérêt de la Banque centrale européenne n'ont pas cours dans l'ensemble de la zone et les entreprises des pays sous pression ont souvent des coûts

d'emprunt élevés), les écarts de compétitivité restent larges, des rigidités structurelles empêchent l'intégration des marchés du travail et des produits et la coordination, sur le plan budgétaire et dans d'autres domaines, a encore bien du chemin à faire.

Il ne s'agit pas seulement de surmonter la crise et de réparer les dégâts, même si c'est là une tâche ardue, vu que la production et l'investissement n'ont pas encore regagné leurs niveaux d'avant la crise et que le chômage reste à un niveau inacceptable dans la plupart des pays de la zone euro. L'enjeu encore plus monumental consiste à édifier une zone euro plus robuste, capable de résister aux chocs futurs et où les troubles qui secouent tel ou tel pays ne peuvent pas aisément prendre une dimension systémique.

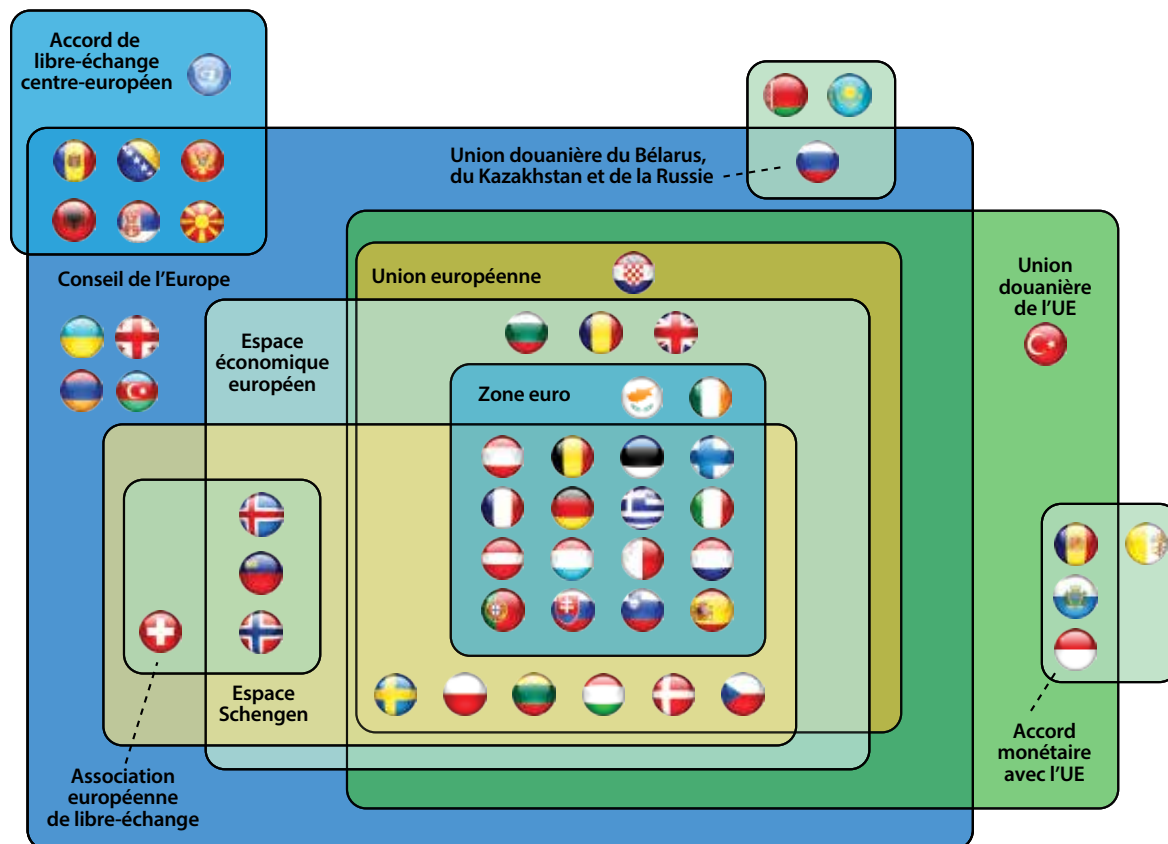
Pour résoudre la crise, il importe de repenser l'architecture économique et financière de la zone euro. Une démarche commune — qui vise à réaliser une union bancaire solide — met à juste titre l'accent sur la nécessité de renforcer l'intégration du système bancaire, de placer en son centre des institutions dotées de pouvoirs plus étendus, et de mieux cerner les répercussions de la crise.

La réponse à la crise marque aussi une rupture par rapport à certains principes du Traité de Maastricht, dont la clause de «non-renflouement», et a permis de mieux comprendre la souveraineté nationale dans le contexte des politiques communes. Il ne sera pas aisé de bâtir une union sur la base de ces nouvelles réalités. L'une des décisions les plus difficiles sera de trouver le consensus politique qui assure le juste équilibre entre la souveraineté nationale et le rôle d'un centre plus puissant et de politiques visant le bien commun. L'indispensable intégration économique nécessite un encadrement politique.

Le renforcement de l'union monétaire est crucial pour raviver les flux de capitaux transfrontaliers et rétablir l'efficacité de la politique monétaire au sein de la zone euro. L'union bancaire fait partie de ce processus et la mise en place d'un mécanisme de supervision unique est un pas important dans une démarche commune qui vise à asseoir le système bancaire sur des bases plus solides. L'évaluation en cours des bilans bancaires, qui dressera un tableau clair de la situation de la plupart des établissements, peut réduire l'incertitude quant aux risques qu'ils présentent. L'accord récemment trouvé sur un mécanisme de résolution unique (des faillites bancaires) et un fonds de résolution unique est un pas supplémentaire dans la voie d'une union bancaire mieux armée pour régler le problème des banques en difficulté, encore que la complexité de leur organisation et la pesanteur du système de décision risquent d'en restreindre l'efficacité. À terme, il faudra un mécanisme commun de protection financière efficace pour briser le cercle vicieux observé durant la crise entre les emprunteurs souverains et les banques (les États endettés avaient du mal à couvrir les coûts du secteur bancaire, qui était détenteur de la dette publique, ce qui minait la confiance dans les uns et les autres).

Une intégration budgétaire plus poussée de la zone euro peut remédier aux faiblesses de l'architecture du système, le rendre plus résistant aux crises futures et donner une crédibilité durable aux mesures adoptées face à la crise. Le renforcement de la supervision des politiques nationales et de l'application des règles est déjà à l'œuvre et permettra de rétablir la discipline dans les finances publiques et sur les marchés. Une gouvernance plus ferme est aussi essentielle pour mieux partager les risques budgétaires à l'avance; il y a encore des progrès à faire sur ce front et il importe de réduire la

La complexité de l'intégration européenne



Source : Wikipédia.

nécessité d'une assistance coûteuse après l'éclatement d'une crise. Un partage minimal des risques budgétaires — avec un renforcement des mécanismes de garanties budgétaires transfrontalières — est aussi indispensable pour restaurer la discipline sur les marchés en donnant plus de crédibilité aux accords de non-renflouement.

Les rigidités des marchés du travail et des produits sont depuis longtemps un frein à l'ajustement des prix relatifs et à la compétitivité, surtout dans les pays qui ont récemment traversé une passe difficile. On constate quelques progrès — notamment les réformes du marché du travail en Espagne et au Portugal —, mais il faut faire bien plus. Un nouvel effort pour améliorer la productivité en appliquant la Directive européenne sur les services — qui faciliterait la fourniture transfrontalière de services, à la manière de la libre circulation des biens — sera le bienvenu. L'octroi de crédits aux petites et moyennes entreprises et un nouveau cycle d'accords de libre-échange stimuleraient aussi la croissance et la placeraient sur une trajectoire plus équilibrée et durable, ce qui aiderait à réduire les déséquilibres au sein de la zone euro.

Dans les pays émergents d'Europe, la croissance d'avant la crise provenait pour l'essentiel des entrées frénétiques de capitaux qui ont alimenté l'expansion du crédit, surtout au bénéfice du secteur des biens non échangeables. Ces pays sont maintenant confrontés à une tout autre réalité, car les maisons mères des banques occidentales continuent à réduire leurs engagements et l'inversion des politiques monétaires très souples des pays avancés menace de faire refluer les capitaux. La diminution de la population en

âge de travailler qui va s'accélérer pendant les prochaines années signifie aussi que l'offre de main-d'œuvre va se réduire.

Compte tenu de ce qui précède, les chances de croissance de la région sont liées à l'amélioration de la productivité, au moyen de réformes structurelles. Pour certains, cela passe par des réformes soutenues du marché du travail : assouplissement du mode de fixation des salaires, réduction des disparités entre les contrats types et temporaires, et remaniement des prestations sociales. Pour d'autres, il est important d'améliorer le climat des affaires et d'achever les privatisations pour attirer des investissements étrangers dans le secteur des biens échangeables et améliorer les liens avec les chaînes d'approvisionnement en Europe. Pour d'autres encore, qui ont déjà un secteur exportateur compétitif et des liens bien établis avec les chaînes d'approvisionnement régionales, le défi consiste à monter dans l'échelle de valeur en améliorant les qualifications des travailleurs.

Si la crise récente en Europe diffère de celles qui l'ont précédée et appelle des mesures de vaste portée, l'histoire nous rappelle l'énormité des obstacles que l'Europe a dû surmonter par le passé et la voie qu'elle a choisie pendant ces années sombres : celle de l'intégration. Si elle parvient à nouveau à fédérer la volonté politique, l'approfondissement de l'intégration, couplé à des mesures de relance de la croissance, devrait asseoir la prospérité de la région sur des bases plus durables. ■

Reza Moghadam est Directeur du Département Europe du FMI.



Des jeunes au chômage manifestent contre les mesures d'austérité à Madrid.

Où va **L'EURO?**

Kevin Hjortshøj O'Rourke

Les historiens pourraient un jour se demander comment il a même pu voir le jour

L'ÉCONOMIE de la zone euro est dans une pagaille épouvantable.

En décembre 2013, le PIB était encore 3 % au-dessous de son niveau du premier trimestre 2008 dans la zone euro, alors qu'il le dépassait de 6 % aux États-Unis. Le PIB était inférieur de 8 % à ce qu'il était avant la crise en Irlande, de 9 % en Italie, et de 12 % en Grèce. Le taux de chômage de la zone euro dépasse 12 % — il atteint environ 16 % au Portugal, 17 % à Chypre et 27 % en Espagne et en Grèce.

Les Européens sont tellement habitués à ces chiffres qu'ils ne s'en émeuvent plus, ce qui est très alarmant. Or, ce ne sont pas de petits détails qui entachent une réussite par ailleurs impeccable, c'est la preuve d'un lamentable échec.

L'euro est une mauvaise idée, comme on l'a fait remarquer il y a une vingtaine d'années,

alors qu'il était en cours de conception. La zone monétaire est trop vaste et diverse — et compte tenu de la nécessité d'ajuster périodiquement les taux de change réels, le mandat anti-inflation de la Banque centrale européenne (BCE) est trop restrictif. La mobilité de la main-d'œuvre entre les États membres est trop limitée pour que les migrations entre les régions pauvres et les plus prospères soient un moyen de régulation viable. Et il n'y a quasiment pas de mécanismes budgétaires pour transférer des ressources d'une région à une autre en cas de chocs qui touchent plus durement certaines parties de la zone que d'autres.

Problèmes prévisibles

Toutes ces difficultés étaient clairement prédites par la théorie traditionnelle de la zone monétaire optimale. En 1998, l'Irlande vivait une phase



d'expansion sans précédent, et les prix des logements grimpaient à vive allure. Des taux d'intérêt plus élevés se justifiaient, mais lorsque l'Irlande a rejoint la zone euro en janvier 1999, le taux d'escompte de la banque centrale a été abaissé de 6,75 % au milieu de 1998 à tout juste 3,5 % un an plus tard. L'Irlande faisait la fête et la toute nouvelle BCE rajoutait du rhum dans le punch.

On entendait le même genre d'histoire à la périphérie de la zone euro, où les capitaux affluaient et faisaient monter les salaires et les prix. Mais ce qui monte ne redescend pas si facilement quand il n'y a pas de monnaie indépendante. La mobilité de la main-d'œuvre au sein de la zone euro reste limitée : les jeunes travailleurs irlandais émigrent en Australie ou au Canada, les jeunes portugais vont en Angola ou au Brésil. Et comme il n'y a pas de budget fédéral pour lisser les chocs asymétriques, l'austérité procyclique, qui exacerbe les récessions au lieu de les atténuer, a été l'arme choisie pour lutter contre la crise — que ce choix ait été imposé par les marchés ou par les politiciens et les banquiers centraux de la zone euro. Le chômage de masse à la périphérie est exactement ce que la théorie prédit dans de telles circonstances.

En vérité, depuis 2008, nous avons appris que la théorie traditionnelle de la zone monétaire optimale était trop optimiste au sujet de l'union monétaire européenne. Tout comme une bonne part de la macroéconomie courante, elle faisait fi du rôle des intermédiaires financiers tels que les banques, qui mettent en relations les épargnants et les emprunteurs. Beaucoup des

problèmes les plus insolubles de la zone euro ont pour cause les flux de capitaux du cœur vers la périphérie de la zone via les prêts interbancaires. Lorsque ces flux se sont taris ou inversés, les crises bancaires qui en ont résulté ont grevé les finances publiques des pays périphériques. Cela a encore détérioré les bilans des banques et la création de crédit, d'où la dégradation de la situation économique et la hausse des déficits publics — c'est la boucle infernale emprunteurs-souverains-banques.

Conséquences politiques

Les crises bancaires ont des conséquences politiques nocives du fait de leurs répercussions au-delà des frontières. Les décisions dictées par la panique ont été discrétionnaires et incohérentes — en Irlande en 2010, les créanciers des banques ont pour une large part tiré leur épingle du jeu, alors qu'en 2013 à Chypre, ils y ont laissé beaucoup de plumes. Cela va avoir des conséquences politiques à long terme. On peut comprendre que les bureaucrates européens souhaitent considérer que ces affaires sont de l'histoire ancienne, mais il reste que l'électeur moyen n'apprécie guère l'hypocrisie et l'intimidation. Les petits pays vulnérables ont reçu une cuisante leçon de realpolitik européenne qu'ils ne sont pas près d'oublier.

Que faire à partir de ce constat? Depuis 2010, la plupart des économistes centrent leur réflexion sur les moyens d'améliorer le fonctionnement de l'union monétaire. Même ceux qui étaient sceptiques quant à l'avenir de l'Union économique et monétaire (UEM) s'inquiétaient suffisamment des conséquences de son éventuelle dislocation pour ne pas plaider en faveur de la sortie de l'euro. Résultat : une série de suggestions en vue d'éviter l'effondrement de la monnaie unique à court et moyen terme et d'améliorer le fonctionnement de l'UEM à plus long terme.

À court terme, ce qu'il faut, c'est une politique monétaire moins rigide, assortie si possible d'une politique budgétaire plus accommodante. S'il y a une leçon que les historiens de l'économie ont retenue de la Grande Dépression, c'est que la correction par l'austérité et la dévaluation interne (c'est ainsi que l'on appelle de nos jours la déflation dans les États membres individuels de la zone euro) est un exercice périlleux. Primo, les salaires nominaux résistent à la baisse, si bien que la déflation, si on y parvient, aboutit à la hausse des salaires réels et du chômage. Secundo, la déflation accroît la valeur réelle de la dette privée et publique, fait monter les taux d'intérêt et incite les consommateurs et les entreprises à différer des achats onéreux dans l'attente d'une baisse des prix. La Grande-Bretagne a affiché de larges excédents primaires pendant les années 20, mais son ratio dette/PIB a fortement augmenté en raison du contexte déflationniste et de faible croissance de l'époque.

Tertio, les multiplicateurs budgétaires sont élevés lorsque le taux d'intérêt est proche de zéro, de sorte que la réduction des dépenses entraîne une lourde baisse du revenu national. Le FMI a calculé que durant la crise actuelle, les multiplicateurs budgétaires sont plus proches de 2 que de 1 — comme ce fut le cas dans l'entre-deux-guerres. La conclusion qui s'impose est que la BCE doit agir énergiquement, non seulement pour conjurer la déflation, mais en fixant l'objectif d'inflation au-dessus de 2 % pendant une période de transition afin de faciliter l'ajustement du taux de change réel et de préserver la solvabilité de ses États membres. Une dose supplémentaire d'investissements, dans les

pays qui en ont les moyens budgétaires ou de la part de la Banque européenne d'investissement, pourrait aussi être utile.

À plus long terme, tout le monde — sauf l'Allemagne — pense que la zone euro a besoin d'une union bancaire afin d'asseoir la stabilité financière et de substituer aux décisions discrétionnaires un processus davantage fondé sur des règles et politiquement plus légitime (voir «Secours tectoniques» dans ce numéro de *F&D*). Cela nécessiterait un système commun de supervision de la zone euro, une structure unique de règlement des faillites

Plus la crise perdure, plus le retour de bâton anti-européen sera rude.

bancaires à l'échelle de la zone, assortie d'une dotation budgétaire pour toute la zone et un mécanisme commun de garantie des dépôts. Le groupe des «euronomistes», composé d'économistes européens de renom, a proposé la création d'un actif «sûr» qui pourrait être détenu par les banques nationales. Cela briserait la boucle infernale emprunteurs souverains-banques évoquée plus haut, et il serait plus facile aux États souverains de restructurer leur dette si nécessaire (en réduisant les dégâts collatéraux causés à leur système bancaire). L'exemple des États-Unis suggère qu'un élément d'union budgétaire, en plus des ingrédients nécessaires pour établir une union bancaire digne de ce nom, serait un mécanisme de stabilisation important. L'établissement d'un système d'assurance chômage à l'échelle de la zone euro serait un petit pas dans la bonne direction.

Moins d'Europe

Tout cela plaide pour «plus d'Europe» et non moins. Comme bien d'autres, je m'en suis fait l'avocat depuis cinq ans. Mais à la longue, il devient de plus en plus difficile de défendre cette cause avec conviction.

Premièrement, depuis 2010, la crise a été incroyablement mal gérée, ce qui amène à se demander s'il est sensé pour un quelconque pays, surtout s'il est petit, de se placer à la merci des décideurs de Bruxelles, Francfort, ou Berlin. Ce n'est pas simplement une question d'idéologie de la monnaie forte, pourtant bien délétère, de la part des principaux acteurs. C'est une question d'incompétence flagrante. Le «renflouement» calamiteux de Chypre a marqué de ce point de vue un tournant décisif pour de nombreux observateurs, mais les hausses de taux d'intérêt décidées par la BCE en 2011 méritent aussi une mention déshonorable.

De graves questions juridiques, politiques et morales doivent être posées au sujet du comportement de la BCE durant cette crise — par exemple, la menace proférée en 2010 contre Dublin de torpiller le système bancaire irlandais (ou, si vous préférez, de forcer l'Irlande à quitter la zone euro) si les créanciers privés des banques privées n'étaient pas remboursés. On entend souvent dire que la BCE ne peut pas assouplir la politique monétaire parce que les gouvernements ne se sentiraient plus contraints de poursuivre les réformes structurelles que Francfort juge souhaitables. Outre que le bien-fondé de ces réformes est moins prouvé que ne le disent parfois les économistes, il est injuste de maintenir délibérément des gens au chômage contre leur gré, à

des fins politiques précises. Et il n'est pas légitime qu'un banquier central de Francfort, sans mandat électif, tente de peser sur les débats éminemment politiques en Italie ou en Espagne, parce que ce banquier central n'a pas de mandat électif et est à Francfort.

Deuxièmement, il est de plus en plus évident que l'avènement d'une union bancaire véritable, encore moins d'une union budgétaire ou d'un actif sûr pour la zone euro n'est pas pour demain. Depuis des années, les économistes répètent que l'Europe doit faire son choix : s'engager dans la voie du fédéralisme, ce que la logique de la monnaie unique semble exiger, ou revenir en arrière. Nous sommes maintenant en 2014 : à quel stade pourrions-nous conclure que l'Europe a choisi sa voie et qu'une union plus approfondie est hors de question? Plus la crise perdure, plus le retour de bâton politique sera rude, et c'est compréhensible : l'attentisme n'aidera pas les fédéralistes. Nous devrions laisser au nouveau gouvernement allemand quelques mois pour nous surprendre et, quand notre attente sera déçue, en tirer la conclusion logique. S'il n'y a pas moyen d'aller de l'avant, il devient peut-être inéluctable et souhaitable de faire marche arrière.

L'Europe a vécu un âge d'or, en grande partie grâce à l'intégration européenne. Elle a favorisé la croissance dans les années 50 et 60 et a donné aux Européens la liberté d'étudier, de travailler et de prendre leur retraite à l'étranger, qui est tenue pour acquise. Sous sa forme actuelle, l'UEM menace de ruiner l'ensemble du projet. Pendant l'entre-deux-guerres, les électeurs se ralliaient aux partis qui promettaient de dompter le marché et de le mettre au service des gens ordinaires au lieu de l'inverse. Lorsque le parti social-démocrate, en Suède, a proposé ce programme politique, il en a été récompensé par les urnes. Lorsque les démocrates se sont laissés enfermer dans des chaînes dorées et une idéologie de l'austérité, comme en Allemagne, les électeurs ont fini par leur tourner le dos.

À la croisée des chemins

L'Europe se caractérise aujourd'hui par les contraintes qu'elle impose aux gouvernements, et non par les possibilités qu'elle leur donne d'améliorer le sort de leurs concitoyens. C'est politiquement intenable. Il y a deux solutions : aller de l'avant vers une Europe politique fédérale, où la droite et la gauche pourront concourir sur un pied d'égalité, ou revenir à une Union européenne sans monnaie unique et laisser chaque pays décider de son propre destin. La deuxième option nécessitera l'imposition du contrôle des changes, des défauts de paiement dans plusieurs pays, des mesures pour lutter contre la crise financière qui s'ensuivra et des décisions concertées pour régler l'héritage de dettes et de contrats.

La disparition de l'euro causerait sans le moindre doute une crise majeure. Nous ne devrions pas l'appeler de nos vœux. Mais si la crise est inévitable, il vaut mieux sauter le pas, tant que les centristes et les europhiles sont encore aux manettes. Quelle que soit la direction choisie, nous devons procéder de manière démocratique, et il est absurde d'attendre éternellement. Si au bout du compte l'euro est abandonné, je prédis que dans 50 ans, les historiens se demanderont comment il a même pu voir le jour. ■

Kevin Hjortshøj O'Rourke est titulaire de la chaire d'histoire économique Chichele du All Souls College, Oxford.



Secousses tectoniques

Nicolas Véron

Reflet dans une flaque d'eau d'une sculpture représentant l'euro devant le siège de la BCE à Francfort.

LE 29 JUIN 2012, les dirigeants des pays de la zone euro ont posé la première pierre de ce qu'il est convenu d'appeler l'union bancaire européenne, c'est-à-dire le transfert de la politique bancaire du niveau national au niveau européen. La première décision, désignant la Banque centrale européenne comme l'autorité de supervision de la majeure partie du système bancaire de l'Europe, a de bonnes chances d'atteindre — vers la fin de 2014 ou le début de 2015 — l'objectif annoncé : remédier à la fragilité dont il souffre depuis longtemps. Mais l'union bancaire ne se limitera pas à une supervision centralisée, et aura de vastes implications structurelles.

Le problème bancaire de l'Europe

L'union bancaire vise à résoudre un problème pressant. La crise de la zone euro a illustré le cercle vicieux de la faiblesse des comptes publics, qui mine la solidité des banques comme ce fut le cas en Grèce, ou de la faiblesse des banques, qui mine le crédit de l'État comme ce fut le cas en Irlande. Cet enchaînement est devenu une menace pour l'ensemble de la zone euro

et son système financier au milieu de 2011 et a déclenché une réaction politique en 2012. Mais la cause profonde de la fragilité du système bancaire de la zone euro remonte bien plus loin que la crise des dettes souveraines de 2009-10.

Ce problème a été en général nié pendant les cinq premières années de la crise. Beaucoup de dirigeants ont incriminé le marché américain des créances hypothécaires, puis la gabegie budgétaire de pays tels que la Grèce. Ce discours était partout présent jusqu'en 2012, surtout en Allemagne et en France, où les dirigeants s'en servaient pour faire oublier les causes de la fragilité financière de leurs pays.

Or les racines du problème bancaire en Europe étaient bien plus profondes. Fondamentalement, les motivations des autorités de supervision bancaire de l'Europe étaient contradictoires. Dans la foulée de l'union monétaire établie dans les années 90, les pays de l'UE et les institutions européennes se sont fixé l'objectif ambitieux de supprimer toutes les barrières aux flux financiers transfrontaliers. Par réaction, les autorités nationales ont eu tendance à protéger et promouvoir leurs établissements bancaires pour leur fournir

**L'union
bancaire est
une entreprise
de longue
haleine qui
va modifier
en profondeur
le système
financier
européen**

un avantage dans un secteur de plus en plus compétitif, même si cela les menait à prendre davantage de risques.

Cette forme de «nationalisme bancaire» a eu pour effet d'émousser les précautions prudentielles contre l'accumulation des risques. Un exemple frappant est le feu vert donné par les autorités en 2007 à la reprise et au démantèlement de la banque néerlandaise ABN AMRO, qui a mal tourné et a contribué aux difficultés qu'ont ensuite rencontrées d'autres établissements, dont Fortis, la Royal Bank of Scotland, et la Banca Monte dei Paschi di Siena. Plus généralement, le nationalisme bancaire explique pour une large part l'accroissement massif des dettes et des risques aux bilans des banques européennes au cours de la décennie qui a précédé la crise.

Ce décalage entre la vision nationale de la supervision et la dimension européenne du système financier explique aussi pourquoi l'Europe a été incapable de remédier aux faiblesses de son système bancaire depuis le début de la crise jusqu'en 2012.

Ce n'était pourtant pas faute d'avertissements, de la part du FMI notamment. C'était un dysfonctionnement typique de l'action collective. La plupart des pays se refusaient à désigner les établissements en mauvaise santé par crainte de désavantager leur secteur bancaire par rapport à ceux de leurs voisins, surtout au sein de la zone euro. L'absence d'une autorité centrale forte a causé la paralysie ou des demi-mesures. Les tests de résistance successifs auxquels les banques ont été soumises dans toute l'Europe en septembre 2009, juillet 2010 et juillet 2011 n'ont pas restauré la confiance, car leurs résultats se sont vite avérés peu fiables.

Événements marquants

Le problème bancaire de l'Europe, resté sans solution, est devenu un facteur aggravant dans la crise des dettes souveraines de la zone euro.

C'est essentiellement parce que les banques de la zone euro — françaises et allemandes notamment — étaient très exposées au risque grec que la dette publique de la Grèce n'a pas été promptement restructurée dès le début de 2010. Quelques mois plus tard, des facteurs du même ordre ont interdit à l'Irlande de faire supporter les pertes de ses banques en faillite par leurs créanciers privilégiés, ce qui a conduit à l'effondrement des finances publiques du pays. Au milieu de 2011, la contagion du marché des obligations publiques avait gagné deux des plus grands pays de la zone euro, l'Italie et l'Espagne. En août 2011, même les banques françaises se sont vu brièvement refuser l'accès au marché des liquidités en dollars.

De plus en plus d'investisseurs et de dirigeants se sont mis à inclure dans leurs calculs l'éventualité de l'éclatement de la zone euro, soulevant la possibilité d'une prophétie autoréalisatrice aux conséquences désastreuses. La pression engendrée par ce climat délétère a déclenché un certain nombre de rebondissements majeurs dans des États membres clés et dans l'ensemble de l'Union européenne, tous entre l'été 2011 et l'été 2012.

Au Royaume-Uni, l'avalanche de mauvaises nouvelles en provenance de la zone euro a scellé la conviction que le pays devrait s'isoler du continent et ne plus participer à la construction européenne. Ce revirement a été résumé en juillet 2011 par le Chancelier de l'Échiquier George Osborne, citant la «logique implacable» de l'intégration politique de la zone euro, à laquelle la Grande-Bretagne s'abstiendrait de prendre part. Il rompait ainsi

brutalement avec des décennies de participation britannique aux initiatives européennes, même s'il s'agissait d'en modérer les ardeurs — la plus récente étant la formation en 2010 de l'Autorité bancaire européenne basée à Londres.

En France, les difficultés de financement rencontrées par les banques en août 2011 ont miné la confiance de la communauté financière et sa croyance en une politique bancaire nationale. Ce revirement psychologique explique pourquoi la France a vigoureu-

La plupart des pays se refusaient à désigner les établissements en mauvaise santé par crainte de désavantager leur secteur bancaire.

sement milité pour l'union bancaire en 2012, alors même qu'elle s'était farouchement opposée à l'idée d'une supervision bancaire supranationale lors des précédentes négociations des traités européens, dont ceux de Maastricht en 1992 et de Nice en 2001.

En Allemagne, les turbulences au sein de zone euro ont amené la BCE à prendre des initiatives sans précédent allant à l'encontre de l'orthodoxie de la Bundesbank, qui ont provoqué une rupture entre les deux institutions. Cependant, après sa riposte à la crise, qui entraîna la démission successive des banquiers centraux allemands Axel Weber et Jürgen Stark, mais reçut l'aval de la Chancelière Angela Merkel malgré le désaccord de la Bundesbank, la BCE a gagné la stature d'une institution indépendante ayant sa propre identité. Cette transformation est sans doute ce qui a motivé l'assentiment de tous les pays de l'UE à l'extension des pouvoirs de la BCE à la supervision des banques.

Dans l'ensemble de l'Union européenne, la doctrine selon laquelle il ne fallait pas laisser les banques faire faillite, affirmée par un engagement explicite des dirigeants européens à la mi-octobre 2008, est soudain devenue caduque. Jusqu'au début de 2012, même les créanciers de rang inférieur étaient à l'abri de toute injonction officielle d'assumer leur part des pertes des banques en faillite dans presque tous les États membres de l'UE, quelle que soit la taille des banques. Mais il devenait de plus en plus évident que cette protection accordée à tous les créanciers plombait les comptes publics et devenait politiquement inacceptable. Au début-juin 2012, la Commission européenne a proposé une directive basée sur le principe que les créanciers devraient assumer leurs pertes avant que l'on envisage un renflouement aux frais des contribuables. Parallèlement, l'autorité de la concurrence de la Commission a commencé à imposer la prise en charge des pertes par les créanciers de rang inférieur comme condition préalable d'une quelconque aide publique aux banques, d'abord en Espagne en 2012, puis dans l'ensemble de l'UE en août 2013.

L'amorce de l'union bancaire à la fin de juin 2012 ne s'est donc pas produite *ex abrupto*. Ce fut plutôt la plus visible d'une série de secousses tectoniques engendrées par le problème bancaire européen non résolu et la dégradation subséquente de la situation de la zone euro. On l'a décrite comme une condition pour l'annonce ultérieure par la BCE de son programme d'opérations

monétaires sur titres permettant le rachat d'obligations publiques. Cette évolution a considérablement réduit les craintes d'un éclatement de la zone euro depuis le milieu de 2012.

Perspectives de résolution en 2014

Cela dit, au début de 2014, le problème bancaire de l'Europe reste sans solution —, mais cela pourrait changer dans les mois qui viennent. La législation européenne établissant un système de supervision intégré désormais en vigueur prévoit que la majeure partie du système bancaire de la zone euro passe sous la supervision de la BCE en novembre 2014. Dans l'intervalle, la BCE procédera à une évaluation exhaustive de ces établissements, selon un processus amorcé en 2013 appelé communément «examen de la qualité des actifs». Outre l'analyse du bilan, ce processus inclut une évaluation des risques prudentiels et des tests de résistance à l'échelle de l'ensemble de l'UE, coordonnés par l'Autorité bancaire européenne.

L'examen de la qualité des actifs était à l'origine souvent perçu comme une exigence technique relativement mineure; il n'est requis qu'en vertu d'un sous-alinéa de la section finale de la législation sur le dispositif transitoire. Mais il a pour effet en pratique de déclencher en priorité un processus politiquement délicat de diagnostic, de recapitalisation et de restructuration des établissements bancaires. L'expérience des précédentes crises bancaires enseigne que ce processus est essentiel pour résoudre le problème. Il peut avoir pour conséquences de révéler d'autres erreurs passées des superviseurs nationaux, de mettre à contribution les actionnaires, les contribuables et les créanciers, et de mettre fin aux prêts accordés comme si de rien n'était à des emprunteurs louches, ce qui peut par ricochet entraîner une vaste restructuration des sociétés non financières. Cet examen est donc passé en tête des priorités européennes et fera sans doute la une des journaux pendant toute l'année 2014.

Il s'agit d'un exercice ambitieux et périlleux, car sans précédent. La BCE a peu d'expérience en matière de supervision, mais elle a consacré des ressources considérables à cette tâche. Elle a bien conscience que sa crédibilité est en jeu, en tant que futur superviseur et plus généralement d'institution respectée. Mais si le processus d'évaluation est entre les mains de la BCE, ses conséquences devront aussi être supportées par les États qui devront restructurer les banques dont l'examen aura révélé les faiblesses. La restructuration peut provoquer des perturbations financières et politiques dans tel ou tel pays, d'autant qu'il n'y aura pas de partage des risques financiers au niveau européen, du moins tant que la situation du marché ne se dégradera pas énormément. À ce stade précoce du processus, il est trop tôt pour dire quels sont les établissements et les pays les plus à risques.

Cela donne à penser que les relations entre les États, les autorités nationales chargées jusqu'ici de superviser les banques et la BCE seront de plus en plus tendues à mesure que l'exercice touchera à sa fin. Les États subiront l'influence du nationalisme bancaire et des liens innombrables qu'ils entretiennent avec leurs systèmes bancaires respectifs. En juillet 2011, ces facteurs ont fait échouer le processus des tests de résistance, ce qui a gravement écorné la crédibilité de l'Autorité bancaire européenne. Mais les enjeux sont différents cette fois-ci. La crédibilité de la BCE est cruciale pour tous les pays de la zone euro, car elle est le pilier central de la pérennité de l'euro.

L'incertitude, et sans doute aussi la volatilité des marchés, planeront sur l'évaluation jusqu'à son achèvement, probablement vers la fin de 2014. La coordination du processus de restructuration des banques sera un élément essentiel, y compris la possibilité de mettre en place une structure commune de gestion des actifs ou de défaillance, même si les risques financiers restent à la charge des États membres individuels. Tout bien considéré, il semble plus que probable que l'évaluation atteindra pleinement l'objectif des gouvernants — restaurer la confiance dans le secteur bancaire européen et résoudre ainsi le problème bancaire à court terme de l'Europe.

Le long terme


L'évaluation réussie et la restructuration des banques jugées trop fragiles qui s'ensuivra devraient permettre de panser progressivement les plaies du système bancaire européen. En ce cas, les conditions de financement pourraient revenir à la normale dans le courant de 2015, ce qui permettrait à la BCE de remiser progressivement les instruments d'intervention extraordinaires employés depuis 2008. L'évaluation des banques pourrait aussi entraîner une vague de fusions-acquisitions, souvent transfrontalières, qui redessinerait le paysage bancaire européen.

Cet exercice ne marquerait ni la séparation complète des bilans des banques et des comptes publics, ni l'achèvement de l'union bancaire. Cela requiert des initiatives plus amples, y compris l'intégration plus étroite des politiques budgétaires et des responsabilités politiques au niveau européen, souvent résumée en union budgétaire et politique. Cette union ouvrirait la voie à un système véritablement intégré pour résoudre les crises bancaires et à un mécanisme paneuropéen de garantie des dépôts qui permettrait en définitive de rompre les liens financiers entre les banques et les États. Il est impossible de prévoir si et quand cela se produira.

Néanmoins, l'avènement d'une autorité de supervision unique pourrait provoquer un certain nombre de transformations structurelles au cours des dix prochaines années, en fonction des décisions que prendra la BCE. Bien des modèles de gouvernance bancaire, façonnés par le contexte politique et juridique national ou infranational, pourraient en être affectés. Il se peut que des banques non européennes prennent pied sur le marché européen de la banque de détail et commerciale. Il se peut que le système financier de l'Europe devienne plus diversifié et moins dépendant de l'intermédiation bancaire qu'il ne l'est aujourd'hui. Il se peut que la géographie des activités d'investissement et des centres financiers en Europe change. Et il se peut que les États, ne pouvant plus se financer en faisant appel à leur secteur bancaire, deviennent plus disciplinés.

Comme l'illustre cette liste de suppositions, l'Europe a tout juste commencé un long voyage de découverte. L'union bancaire est un changement de régime pour la finance européenne. Si les perspectives sont encourageantes pour la première étape, il faudra beaucoup de temps avant que l'on puisse en mesurer complètement les conséquences pour la stabilité financière et les perspectives économiques de l'Europe. ■

Nicolas Véron est chercheur principal au centre de réflexion Bruegel basé à Bruxelles et chercheur invité au Peterson Institute for International Economics à Washington.



Lourde menace sur la croissance

File de chômeurs à l'entrée d'un forum pour l'emploi à Nice, en France.

Helge Berger et Martin Schindler

Maîtrise du chômage et relance de la croissance : les priorités absolues de l'Europe

MÊME si l'économie européenne tournait à plein régime — ce qui n'est clairement pas le cas — il y aurait des demandeurs d'emploi. Dès lors que de nouvelles entreprises innovantes entrent sur le marché et que des sociétés moins productives en sortent, la main-d'œuvre doit évoluer en conséquence, et trouver un nouvel emploi prendra toujours quelque temps. Un certain niveau de chômage fait donc partie intégrante d'une économie saine et prospère.

Mais nous vivons une époque peu ordinaire : depuis le début de la crise de la dette en Europe, le nombre de chômeurs dans la zone euro a atteint près de 20 millions de personnes. Fin 2013, on comptait quelque 12 % de demandeurs d'emploi, soit une fois et demie environ le niveau d'avant la crise (graphique 1). Pire, une part grandissante des chômeurs étaient sans emploi depuis plus d'une année. D'après les derniers chiffres connus, près de la moitié des chômeurs européens sont des chômeurs de longue durée.

Cette situation est préoccupante. Les sacrifices et les difficultés engendrés par le chômage de longue durée concernent de nombreuses familles européennes. De plus, la crise du chômage risque de peser lourdement sur la capacité de l'Europe de renouer demain avec la croissance. En effet, la récente progression du chômage a frappé surtout des groupes vulnérables, notamment les moins instruits et les jeunes : fin 2013, plus de la moitié des moins de 25 ans à la recherche d'un emploi en Espagne et en Grèce n'en avaient pas trouvé (graphique 2). La proportion est de plus d'un tiers en Italie et au Portugal, d'environ 25 % en Irlande et de près de 25 % en moyenne en Europe. De telles statistiques évoquent le spectre d'une génération perdue.

Connaître le chômage à un jeune âge peut avoir de graves conséquences. Faute de pratique, les jeunes bien formés ne peuvent pas utiliser leurs compétences et risquent par conséquent de les perdre, tandis que les moins qualifiés n'ont pas accès à l'apprentissage sur le tas, pourtant essentiel.



Ce problème pourrait avoir des conséquences durables et placer les jeunes dans une situation où ils gagneront toujours moins, ce qui risque de pérenniser une inégalité de revenus qui s'aggrave déjà.

Mais les répercussions à long terme du chômage des jeunes vont bien au-delà de la seule sphère économique : bien des jeunes chômeurs prennent leurs décisions en conséquence, en repoussant mariage et fondation d'une famille, ou en allant chercher du travail à l'étranger. Si les migrations favorisent l'ajustement macroéconomique quand les autres mécanismes sont inopérants, elles peuvent avoir un coût pour ceux qui partent : changement de culture, nécessité d'apprendre une langue nouvelle et non-reconnaissance des diplômes et formations peuvent obliger des travailleurs très qualifiés à se contenter d'emplois peu qualifiés. L'histoire de scientifiques étrangers très bien formés qui deviennent chauffeurs de taxi à Berlin ou à Stockholm n'est pas très loin de la réalité.

Un rapport réciproque

Il est manifestement urgent d'agir : le chômage atteint, dans beaucoup de pays, des niveaux tragiques et inacceptables, et menace de freiner la croissance de l'économie européenne dans les années à venir. Mais si l'appel lancé aux décideurs est limpide, il n'est pas simple d'aider les chômeurs à retrouver un emploi. Un nouvel ouvrage publié par le FMI, intitulé *Jobs and Growth: Supporting the European Recovery* et fondé sur une analyse approfondie effectuée par les services de l'institution, offre aux décideurs une feuille de route pour répondre à cet appel.

La relance de la croissance économique doit être la priorité. Comme l'a douloureusement rappelé la crise, le rapport entre emploi et croissance est réciproque. Le chômage de masse entraîne souvent une baisse de la consommation et des incitations à investir, d'où une croissance molle et des entreprises peu enclines à recruter. Inversement, des taux de croissance élevés favorisent la création d'emplois et soutiennent la demande privée. Ce lien entre chômage et croissance s'applique certainement à l'Europe

aujourd'hui (graphique 3). Le premier moyen et le plus efficace de résorber le chômage consiste donc à relancer la croissance.

Mais comment? Il n'existe pas de solutions rapides ou faciles. Relancer et entretenir la croissance est une tâche à la fois complexe et multiforme, qui nécessite d'agir sur bien des fronts à la fois avec des horizons différents. Certes, il semble que le pire de la crise soit passé, mais les taux de croissance et les volumes de production restent inférieurs à leurs niveaux antérieurs. La croissance euro-

Comme l'a douloureusement rappelé la crise, le rapport entre emploi et croissance est réciproque.

péenne ne devrait pas dépasser 1,6 % par an en moyenne entre 2013 et 2017, guère plus de la moitié des 2,6 % enregistrés au cours des cinq années d'avant la crise (FMI, 2014). Il convient donc, à court terme, de continuer d'utiliser le levier monétaire et de poursuivre le rééquilibrage progressif des finances publiques, là où les marchés le permettent, afin de préserver la reprise.

Mais il est tout aussi urgent de continuer à consolider sans relâche le cadre institutionnel de la zone euro. À cet égard, la mise en place des éléments d'une union bancaire constituerait un excellent point de départ. La capacité de régler en temps opportun, avec efficacité et à moindre coût la situation des banques en difficulté grâce à un accès à des ressources publiques communes permettrait de briser le cercle vicieux des difficultés qui se renforcent mutuellement dans les secteurs bancaire et public.

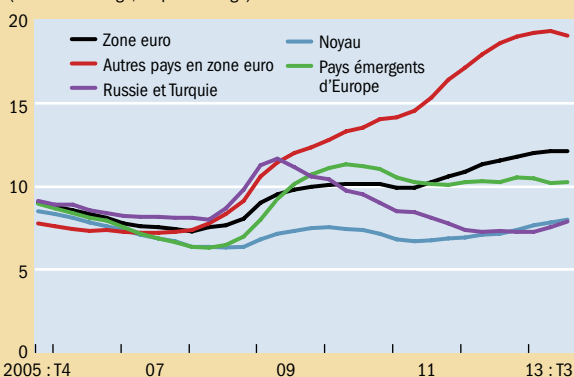
Une avancée sur le front institutionnel dans la zone euro réduirait aussi sensiblement l'incertitude résiduelle des investisseurs,

Graphique 1

Sans emploi

Dans beaucoup de pays, le chômage atteint des niveaux inacceptables depuis la crise.

(taux de chômage, en pourcentage)



Sources : Haver Analytics; calculs des services du FMI.

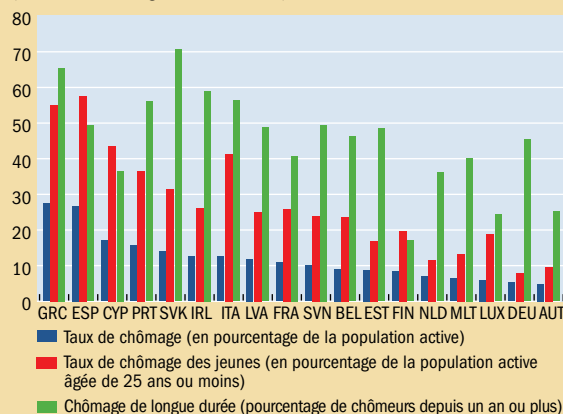
Note : Noyau = Allemagne, Belgique, France et Pays-Bas. Autres pays en zone euro = Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal. Pays émergents d'Europe = Bulgarie, Croatie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie et Ukraine. Tous les agrégats sont des moyennes simples.

Graphique 2

Une longue recherche

Le chômage des jeunes est environ deux fois plus élevé que pour le reste de la population; la plupart des chômeurs sont sans emploi depuis plus d'un an.

(mesures du chômage, novembre 2013)



Source : Eurostat.

Note : GRC = Grèce, ESP = Espagne, CYP = Chypre, PRT = Portugal, SVK = République slovaque, IRL = Irlande, ITA = Italie, LVA = Lettonie, FRA = France, SVN = Slovénie, BEL = Belgique, EST = Estonie, FIN = Finlande, NLD = Pays-Bas, MLT = Malte, LUX = Luxembourg, DEU = Allemagne, AUT = Autriche.

qui doivent être sûrs que la crise est bien finie avant d'engager des ressources importantes. En outre, la consolidation des bilans publics et privés doit être réellement engagée partout pour atténuer les facteurs de vulnérabilité. Et il ne fait guère de doute qu'il faut s'attaquer aux faiblesses anciennes sur les marchés du travail et des produits pour jeter les bases d'une croissance durable de la production et de l'emploi en Europe et réaliser la promesse de l'union économique et monétaire au sein de la zone euro.

Séquelles de la crise

Mais tout rebond durable de la croissance sera impossible tant que les séquelles de la crise n'auront pas été effacées des bilans. Dans beaucoup de pays européens, les taux d'endettement des ménages et des entreprises, déjà élevés, se sont aggravés du fait que les revenus ont augmenté moins vite ou ont diminué, tandis que les prix de l'immobilier chutaient. La dette du secteur public s'est aussi considérablement accrue pendant la récession. Vu la faiblesse de la demande mondiale, il est peu probable que l'un ou l'autre de ces secteurs parvienne à surmonter leurs problèmes de dette. Le besoin de désendettement qui en résulte — c'est-à-dire la nécessité de faire diminuer la dette en réduisant la consommation des ménages, l'investissement des entreprises et la dépense publique nette — menacent de freiner la reprise.

Cependant, toutes les formes de dette ne se valent pas. Les économistes débattent toujours du lien entre dette et croissance, mais les études du FMI montrent que des niveaux élevés d'endettement du secteur privé peuvent s'avérer particulièrement problématiques. En effet, si un endettement très élevé des ménages et des entreprises entraînent à coup sûr un ralentissement de la croissance — du fait surtout qu'ils créent des vulnérabilités et réduisent la consommation et l'investissement —, il semblerait que, lorsque la viabilité des finances publiques n'est pas menacée, la dette du secteur public en tant que telle peut être moins problématique. On peut donc en déduire qu'en facilitant dès aujourd'hui le désendet-

tement du secteur privé, les gouvernements pourraient favoriser une croissance autonome demain. En fonction de la situation du pays concerné, les décideurs pourraient ainsi mettre en place ou renforcer les microstructures adaptées, comme des dispositifs

Un rebond du chômage des jeunes peut avoir de graves conséquences économiques et sociales.

efficaces pour traiter les cas d'insolvabilité des entreprises — prévoyant par exemple des procédures de faillite rapides et souples pour les particuliers et les entreprises — pour éviter les périodes prolongées de désendettement et préserver la croissance.

À terme, bien sûr, la dette publique devra aussi baisser. L'histoire nous enseigne que cela est difficile, mais pas impossible, même en période de croissance faible. Ainsi, au début des années 90, la Belgique, le Danemark et l'Islande ont réussi à réduire la dette publique de plus de 30 % du PIB, malgré une croissance au départ proche de zéro, voire négative. L'astuce consiste à réduire les déficits budgétaires de manière progressive, là où les marchés le permettent, avec des politiques ancrées par l'engagement solide de poursuivre le rééquilibrage budgétaire à moyen terme et de limiter l'impact de l'assainissement des finances publiques sur la croissance grâce à des mesures judicieuses en matière de revenus et de dépenses. Par exemple, il sera utile de supprimer les dépenses moins productives, de préserver l'investissement public et de privilégier la fiscalité indirecte plutôt que la fiscalité directe, et dans certains pays il est peut-être encore possible de privatiser. Qui plus est, les épisodes de rééquilibrage peuvent aussi offrir l'occasion d'engager des réformes des impôts ou des subventions de nature à rehausser la croissance.

Créer les conditions nécessaires

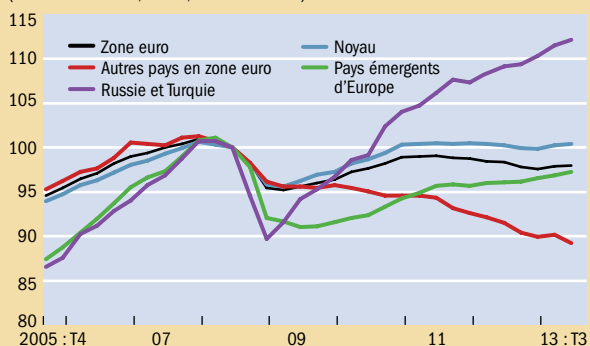
Les possibilités de réformes de nature à relancer la croissance à long terme ne se limitent pas au seul domaine budgétaire. La situation des pays varie, mais tout porte à croire que des réformes structurelles véritablement ambitieuses peuvent influencer considérablement sur ce que les économistes appellent la croissance potentielle — la capacité d'un pays d'enregistrer une croissance durable des revenus et de l'emploi —, ce qui aidera les ménages et les entreprises à consolider leurs bilans. Selon des études du FMI, des réformes simultanées sur les marchés des produits et de l'emploi sont celles qui ont le plus de chances de relancer la croissance potentielle, même si les réformes prioritaires et leur conception optimale varieront grandement d'un pays à l'autre. Ainsi, les mesures visant à rehausser la productivité dans le secteur des services en Allemagne, comme un renforcement de la concurrence et des investissements publics dans l'énergie et les transports, peuvent contribuer à relancer investissement, revenus et demande intérieure, alors qu'en Espagne l'ajustement pourra être facilité par une flexibilité accrue du marché du travail. Ailleurs, nombre d'économies des Balkans non membres de l'Union européenne (Albanie, Bosnie-Herzégovine, Kosovo, Macédoine, Monténégro et Serbie) doivent s'attaquer aux problèmes de fond engendrés par une transition retardée, un mauvais climat d'investissement et la faiblesse des flux d'investissement direct étranger.

Graphique 3

Un synchronisme malheureux

La crise a durement touché le PIB et les revenus, ce qui explique en grande partie le chômage en Europe.

(niveau du PIB réel, indice, 2008 T3 = 100)



Source : Haver Analytics; calculs des services du FMI.

Note : Noyau = Allemagne, Belgique, France, et Pays-Bas; autres pays en zone euro = Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal; Pays émergents d'Europe = Bulgarie, Croatie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie et Ukraine. Faute de données, l'Irlande et le Luxembourg sont exclus des moyennes du troisième trimestre 2013. Tous les agrégats sont des moyennes simples.



Un ouvrier sur un chantier à Athènes.

Une réforme globale est une des clés de la réussite — ne régler les problèmes que partiellement peut même aggraver la situation. C'est ce que montrent les deux dernières décennies de réformes parcellaires du marché de l'emploi dans nombre d'économies européennes. Bien que les marchés de l'emploi aient été dans l'ensemble assouplis, les efforts de réforme n'ont souvent été que partiels et asymétriques — avec, par exemple, la restriction des licenciements pour les emplois temporaires, mais pas pour les autres. Cette situation a souvent conduit, entre autres choses, à l'apparition de marchés du travail à deux vitesses, où les conditions applicables aux contrats permanents n'ont rien à voir avec celles des contrats de plus court terme. Des marchés du travail à deux vitesses, ajoutés à une absence de flexibilité salariale, surtout au bas de l'échelle, peuvent aboutir à ce que les entreprises pressées de réduire les coûts soient obligées de licencier, faute de pouvoir ajuster les salaires. Des groupes vulnérables, telles les personnes peu qualifiées et les jeunes, sont en général plus touchés, ce qui provoque de néfastes rebonds du chômage des jeunes dans certaines économies européennes. Cette situation peut avoir, on l'a vu, de graves conséquences économiques et sociales.

Profiter des changements

En s'attaquant à leurs faiblesses structurelles, les pays peuvent aussi mieux tirer parti de la dynamique d'exportation créée par les chaînes d'approvisionnement mondiales. Ces relations prennent une importance croissante, car les entreprises éclatent de plus en plus leurs processus de production et s'implantent là où elles trouvent les compétences et les facteurs de production qui leur conviennent le mieux. L'expérience de certains pays d'Europe de l'Est, comme la République tchèque et la Slovaquie, donne à penser que certaines des réformes visant à renforcer la croissance peuvent aussi améliorer la compétitivité d'un pays et sa capacité d'attirer les investissements étrangers dans des secteurs d'exportation à haute productivité, ce qui profite à l'économie toute entière. De telles dynamiques peuvent expliquer la chute du chômage en Slovaquie avant la crise. Entre autres choses, une plus grande intégration de la chaîne d'approvisionnement pourrait aussi aider à résorber les écarts croissants entre les soldes courants au sein de la zone euro

observés avant la crise. En fait, la réduction récente des déficits courants dans les pays les plus touchés par la crise a été provoquée en grande partie par la crise elle-même : en l'absence d'emplois et de croissance, les dépenses consacrées à la consommation de biens et de services intérieurs et importés sont généralement faibles. Il serait nettement préférable que ces déséquilibres soient résorbés par une croissance plus rapide des exportations, et non par une contraction des importations et des niveaux de vie.

Relancer l'emploi et la croissance en Europe ne sera pas chose facile. Certains signes encourageants permettent d'espérer que le pire est peut-être finalement derrière nous, mais l'impact de la crise se fera sentir encore pendant un certain temps, et les défis qui en résultent pour les décideurs sont immenses. On peut se réjouir toutefois qu'il existe une feuille de route pour parvenir à un redressement complet.

À court terme, les actions visant à stimuler la demande de biens et de services, notamment une politique monétaire accommodante, peuvent aider à préserver la reprise. L'achèvement de l'infrastructure institutionnelle de la zone euro — le plus urgent étant d'aller vers une union bancaire totale — réduira les incertitudes et le risque de nouvelles crises. Il existe aussi diverses possibilités pour, le cas échéant, remédier aux dégâts causés par la crise dans les bilans des ménages et des entreprises, et une réforme complète pourra éliminer les obstacles structurels à une croissance de la production et de l'emploi à long terme.

Rien de tout cela ne sera facile, mais il est temps que les gouvernements fassent le nécessaire pour que les Européens soient plus nombreux à retrouver enfin un emploi. ■

Helge Berger est conseiller et Martin Schindler économiste principal au Département Europe du FMI.

Cet article se base sur les conclusions d'une nouvelle étude du Département Europe du FMI intitulée Jobs and Growth: Supporting the European Recovery.

Bibliographie :

Fonds monétaire international (FMI), 2014, Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale (Washington, janvier).

Une Europe plus verte

Le continent s'est fixé un objectif ambitieux de réduction des émissions de carbone

Laszlo Varro

PAR UN APRÈS-MIDI froid et sombre de janvier 2013, une tempête venue de la Mer du Nord s'est abattue sur le Royaume-Uni. Les éoliennes se mirent à tourner de plus en plus vite, produisant de plus en plus d'énergie, puis s'arrêtèrent d'un seul coup, car la vitesse du vent avait atteint la limite à laquelle le système de sécurité stoppe la production. Résultat, une chute de la production d'énergie de son maximum théorique à zéro en quelques heures.

Mais personne ne s'en est rendu compte. Pas de gros titres à la une des journaux à propos de Londres plongée dans la pénombre. Le système a réagi comme programmé — en commençant par réduire, puis en augmentant rapidement la production d'électricité par des centrales à gaz.

Ce basculement sans heurts d'une source d'énergie à une autre n'a pas simplement gardé les lampes allumées. Il a donné un avant-goût de l'avenir énergétique sobre en carbone auquel les décideurs rêvent pour l'Europe. C'est un avenir prometteur, mais la voie est aussi semée d'embûches alors que le continent cherche à réduire d'ici à 2050 le niveau de ses émissions de carbone de 80 à 95 % par rapport à 1990. Cela signifie que 80 % ou plus de l'électricité produite dans l'Union européenne doit provenir du vent, du soleil et d'autres sources propres. Un objectif intermédiaire, proposé en janvier 2014 et en cours d'examen par la Commission européenne, consisterait à réduire les émissions de 40 % par rapport à 1990 à l'horizon 2030.

Obstacles à l'Europe verte

Ce sont des objectifs ambitieux. Et ils seront difficiles à atteindre. Comparée aux États-Unis et à la Chine, l'Europe a déjà une empreinte carbone faible et il n'y a donc pas de solutions de facilité pour réduire ses émissions.

Aux États-Unis, les centrales au charbon fournissent plus de 40 % de l'électricité; en Chine, c'est plus de 75 %. La simple substitution du gaz naturel,

bien plus propre, au charbon dans l'un ou l'autre pays entraîne une réduction notable des émissions de carbone (encore que la Chine continue à accroître beaucoup plus ses capacités de production d'énergie au charbon que celles d'autres sources).

Mais en Europe le charbon ne représente qu'environ 28 % de la production d'électricité, contre 38 % pour le nucléaire et l'hydroélectricité, qui n'émettent pas du tout de carbone. Le passage au gaz n'y aide donc guère à réduire les émissions. Même si on substituait le gaz au charbon dans toutes les centrales qui en brûlent actuellement, le secteur énergétique de l'Europe émettrait encore deux fois plus de dioxyde de carbone que l'objectif fixé par l'UE.

Cela signifie qu'il n'est possible de réaliser ces ambitions qu'en déployant un énorme arsenal de production à base de sources produisant peu de carbone. Et il faudra y parvenir alors même que l'Europe remplace son parc d'installations nucléaires datant des années 60 et 70. Comme l'avenir du nucléaire est problématique en Europe, une grande partie des investissements nécessaires pour atteindre l'objectif du plan carbone devra se faire dans les sources renouvelables d'énergie — éolienne et solaire, dont les États européens subventionnent le développement.

Mais il y a des jours où le soleil ne brille pas, d'autres où le vent ne souffle pas. Ou bien, comme en Angleterre, le vent souffle trop fort. Les données géographiques de base — la variabilité du vent et de l'ensoleillement — sont immuables. C'est là que le gaz sera utile : il permettra de continuer à exploiter en toute sécurité et à bon marché le réseau électrique européen, de plus en plus tributaire de sources renouvelables, et il faut que l'Europe se dote d'une politique énergétique visant à intégrer plus étroitement les marchés, l'exploitation des systèmes et la réglementation de l'électricité. Et, comme l'incident de Londres l'indique, le système électrique se servira judicieusement du gaz naturel pour garder les lampes allumées quand les sources renouvelables d'énergie en sont incapables.

Accumulation de savoir-faire

En une dizaine d'années, une somme considérable de savoir-faire a été accumulée en ce qui concerne l'exploitation de systèmes électriques où entre une grande part d'énergie renouvelable. Certains pays européens ont aujourd'hui une production éolienne et solaire plusieurs fois supérieure aux prévisions initiales. Cette amélioration des connaissances à l'échelle du système est sans doute aussi importante que les progrès technologiques dans la production de l'énergie éolienne et solaire.

Pour atteindre ces objectifs ambitieux, les décideurs doivent accomplir les tâches suivantes :

Parachever le marché unique de l'énergie de l'Union européenne. Malgré des déclarations de soutien de principe, beaucoup



de pays continuent à rechercher l'autosuffisance énergétique, ce qui va à l'encontre de l'unification du marché, qui permettrait d'utiliser de l'énergie solaire produite en Allemagne pour chauffer des radiateurs électriques à Paris, comme ce fut le cas lors d'une vague de froid en 2012.

Créer un marché rationnel du gaz naturel. Le gaz doit être l'énergie de remplacement qui fait tourner les installations lorsque les sources renouvelables font défaut. Même dans les hypothèses les plus optimistes, les centrales conventionnelles resteront essentielles pour assurer la production d'électricité pendant des décennies à venir. Même s'il n'y avait pas d'obstacles politiques aux centrales nucléaires, cela coûterait trop cher de s'en servir pour la production de secours. Le charbon produit deux fois plus d'émissions de carbone que le gaz naturel, qui est donc la meilleure solution de remplacement.

Une turbine à gaz moderne peut en une heure passer de zéro à une production d'un million de chevaux-vapeur, puis redescendre à zéro — si nécessaire — avec une efficacité ahurissante. Une seule centrale peut prendre en souplesse le relais de 600 grosses éoliennes. D'après les estimations de l'Agence internationale de l'énergie, dans un système énergétique européen sans carbone, les vastes capacités des centrales au gaz serviront seulement pendant 3 heures et demie par jour en moyenne pour combler le déficit solaire ou éolien ou répondre aux variations de la demande en fonction de la météo. Les turbines à gaz seront parfois au repos pendant plusieurs jours, parfois, elles devront monter de zéro à plein régime plusieurs fois par jour. Mais ce n'est pas comme cela qu'on utilise les centrales au gaz dans un système où domine l'énergie conventionnelle : elles tournent en général de 10 à 12 heures par jour et réduisent leur production ou s'arrêtent la nuit. La récession de la zone euro a fait baisser la demande d'énergie et accéléré la transition à un mode d'utilisation faible et variable en Europe, mais la configuration du marché de l'électricité n'a pas évolué en même temps, ce qui a fait naître la crainte que certains investissements soient perdus. Il faut que l'Europe repense l'organisation des marchés de l'électricité et se dote d'une infrastructure gazière souple permettant de faire face à des fluctuations rapides de la demande et capable de stocker et de transmettre du gaz presque instantanément. Elle a aussi besoin de marchés spot liquides, sur lequel les compagnies d'électricité puissent se procurer du gaz avec peu de préavis. Elle a besoin de nouveaux gazoducs et de sources sûres pour un carburant qui coûte cher et il lui faut trouver des fournisseurs, alors que tout ce qu'elle peut garantir aux producteurs de gaz est une demande variable, en fonction des fluctuations de la production solaire et éolienne et de l'évolution des modes de consommation des usagers.

Améliorer le rapport coût-efficacité des sources renouvelables. Le développement des énergies renouvelables est subventionné par les pouvoirs publics selon le principe que ce sont des industries naissantes qui ont besoin d'aide pour atteindre les économies d'échelle de leurs concurrents. Mais dans certains cas, les subventions excessives ont provoqué des bulles d'investissement — dans les panneaux solaires par exemple. Dans d'autres cas, la politique énergétique n'a pas tenu complètement compte des conditions géographiques et de l'avancement de la technologie. Parce que les subventions des énergies renouvelables diffèrent d'un pays et d'une technologie à l'autre, il y a plus de 3.000 prix subventionnés différents pour le même produit, ce qui fausse les investissements. Les parcs d'éoliennes et de panneaux solaires sont

souvent implantés là où les subventions sont attrayantes et non là où il y a beaucoup de vent ou de soleil, et des raccordements aux infrastructures efficaces par rapport à leur coût.

Revoir l'organisation des marchés de l'électricité. Certains pays européens ont une production éolienne et solaire plusieurs fois supérieure aux prévisions initiales et les coûts technologiques ont baissé; ce sont deux facteurs positifs. Mais il n'y a pas de formule magique pour remédier à la volatilité de la production qui en résulte. Pendant un siècle, la planification de l'industrie énergétique s'est faite du côté de l'offre : les consommateurs utilisent ce dont ils ont besoin quand ils en ont besoin et c'est au système de répondre à la demande. Cette organisation, inefficace même dans un système conventionnel, devient inabordable lorsqu'on dépend du vent et du soleil.

L'Europe pourrait adopter une démarche axée plutôt sur la demande. Si on parvient à convaincre un million d'usagers de baisser un peu leur climatiseur, cela revient à économiser une centrale électrique d'un milliard de dollars. C'est ainsi que le système électrique du Japon a pu fonctionner en toute sécurité après la perte de la production nucléaire. Une autre démarche consiste à intégrer simplement les marchés énergétiques, en fluidifiant le commerce de l'électricité à travers le continent, ce qui permettrait de tirer parti du fait que les pics de demande varient d'un pays à l'autre. Pour satisfaire la demande de pointe totale de l'Europe, il faut 30 gigawatts de moins que la somme des demandes de pointes nationales à des moments différents — ce qui équivaut au total des besoins d'électricité d'un pays de taille moyenne. Les pics de demande se produisent en hiver en Europe du Nord et en été en Europe méridionale. Un flux d'échanges nord-sud pourrait produire des gains d'efficacité considérables.

Des progrès lents

Mais le système de transmission énergétique de l'Europe est loin d'être prêt à fonctionner de manière intégrée et d'alimenter un marché émettant peu de carbone. L'expansion des capacités de transmission a été lente parce que presque tous les projets de nouvelles lignes se heurtent à une forte résistance locale. Bien que certains obstacles puissent être surmontés, les capacités de transmission demeureront une ressource rare. De plus, le réseau est encore organisé au niveau national. Il faut que l'électricité puisse franchir facilement les frontières nationales en Europe. Avec des réseaux de transmission beaucoup plus robustes reliant les diverses régions de l'Europe et permettant à des marchés intégrés de réagir en temps réel aux variations météorologiques, la production éolienne et solaire pourrait en définitive quadrupler, avec l'addition de plus de 100.000 nouvelles éoliennes et d'un demi-milliard de panneaux solaires.

Cet avenir sobre en carbone aura un prix plus élevé —, mais le surcoût dépendra des mesures que l'Europe prendra pour transformer son paysage énergétique en mettant en place des politiques faisant du gaz naturel un combustible «de secours», en faisant baisser le coût des énergies renouvelables, en améliorant le transport du gaz et la transmission de l'électricité et en brisant les barrières nationales. Elle peut bien sûr atterrir — ce serait sans doute le choix le plus coûteux. ■

Laszlo Varro est Chef de la Division des marchés du gaz, du charbon et de l'électricité à l'Agence internationale de l'énergie.



Planète football

Le succès du football européen tient en partie à la libéralisation du marché des joueurs. Mais qu'en sera-t-il demain?

Stefan Szymanski

LA COUPE du monde de football au Brésil s'annonce comme le plus important événement sportif de 2014, qui va probablement dominer l'actualité et la vie de nombreux supporters durant quelques mois. Pour certains joueurs, elle va aussi constituer un moment crucial de leur carrière.

Tous les yeux seront braqués sur des stars du football comme l'Argentin Lionel Messi et le Portugais Cristiano Ronaldo, notamment pour voir s'ils arriveront à faire aussi bien pour leurs pays que pour leurs clubs (Barcelone et le Real Madrid, respectivement).

La Coupe du monde produira aussi plusieurs nouveaux joueurs millionnaires — des footballeurs jouant actuellement dans des petits clubs, par exemple au Costa Rica, en Croatie, en Grèce ou au Japon, et qui peuvent espérer signer des contrats lucratifs avec des géants comme le Bayern de Munich ou le Manchester United s'ils se font remarquer au Brésil. Le rêve de pratiquement tous les footballeurs est de jouer dans un club européen de haut niveau.

La mobilité internationale sur le marché européen des footballeurs a beaucoup progressé ces 20 dernières années, entre autres grâce à certains changements essentiels intervenus dans la réglementation. Aujourd'hui, le pourcentage de travailleurs expatriés (plus d'un tiers du total) est nettement plus élevé dans le secteur du football européen que dans l'ensemble du marché du travail européen où les étrangers ne représentent que 7 % de la main-d'œuvre (Besson, Poli et Ravenel, 2008; Commission européenne, 2012). Cette internationalisation est un facteur clé du succès du football européen.

Les débuts

Le football a commencé à s'organiser en Angleterre en 1863 et s'est étendu rapidement au reste de l'Europe. Il a été l'une des premières manifestations de la mondialisation avec la Coupe du monde, qui remonte à 1930. Aujourd'hui, la Fédération Internationale de Football Association (FIFA), l'instance dirigeante du football mondial, a davantage de membres nationaux que l'ONU.

Mais si le football se pratique dans le monde entier, c'est en Europe que l'on trouve les plus grandes équipes et les marchés de joueurs les plus importants. D'après l'enquête Big Count de la FIFA publiée en 2006, on dénombre environ 113.000 footballeurs professionnels dans le monde, dont 60.000 travaillent au sein de l'Union des associations européennes de football (UEFA), l'instance dirigeante européenne (Kunz, 2007). Selon les calculs de l'UEFA, en 2011, les revenus du football européen ont atteint 16 milliards d'euros, dont 6,9 milliards pour les salaires. Le foot-

ball européen offre l'image du succès en ce sens qu'il a les plus grands clubs, les meilleures équipes nationales (seuls le Brésil et l'Argentine arrivent au même rang que des pays européens comme l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie ou les Pays-Bas), les plus grandes ligues nationales, et les compétitions les plus importantes.

La mobilité du travail a largement contribué à maintenir la domination européenne. Jadis, les joueurs changeaient souvent d'équipe pendant la même saison au gré d'éventuelles offres plus alléchantes. Mais les clubs ont institué un système de transfert obligeant tout joueur professionnel à être enregistré auprès d'un club. L'enregistrement était la propriété du club, et le footballeur ne pouvait pas jouer ailleurs tant qu'il n'était pas transféré. Initialement, le club détenait l'enregistrement à perpétuité, sauf s'il le vendait; le joueur était ainsi lié au club. Le principal objectif de ce système était de maintenir les salaires des joueurs à un niveau bas. Dans les années 60, les joueurs ont commencé à réclamer davantage de droits, notamment la liberté de changer de club à la fin de leurs contrats.

La migration internationale des joueurs est devenue un élément important du football à partir des années 50. À cette époque, l'Argentin Alfredo Di Stefano et le Hongrois Ferenc Puskás étaient les piliers de la grande équipe du Real Madrid, et dans les années 60, les clubs espagnols et italiens ont fait la chasse aux meilleurs joueurs d'Europe et d'Amérique du Sud. Mais jusqu'aux années 90, la mobilité était surtout intranationale.

Avec le développement du câble et du satellite, le nombre de matches retransmis à la télévision a augmenté dans les années 80, entraînant une forte hausse de la demande de contenus sportifs et créant un public international pour les matches de ligue. L'accroissement de la compétition a aussi encouragé les clubs à aller chercher davantage de talents en dehors des frontières. Alors que seulement 9 footballeurs étrangers jouaient dans la Premier League anglaise en 1992, ils étaient 290 en 2013, soit les deux tiers du total des effectifs. Même si les chiffres sont moins astronomiques dans les autres ligues européennes, le pourcentage de joueurs étrangers atteint environ 50 % en Allemagne et environ 40 % en Espagne.

L'arrêt Bosman

La déréglementation a été un facteur important de la diversification du marché du travail européen des footballeurs. Les organisations sportives sont des associations privées, et en tant que telles, elles jouissent d'une très grande latitude pour définir leurs règles sans aucune ingérence de l'État. Néanmoins, des contrats de travail



trop restrictifs peuvent être contraires au droit, et c'est ce qui s'est produit avec l'arrêt Bosman dont la portée a été immense.

Le contrat de Jean-Marc Bosman, footballeur belge du club de Liège, en Belgique, était arrivé à expiration et un club français (Dunkerque) souhaitait le recruter. L'indemnité de transfert offerte par Dunkerque pour son enregistrement, qui appartenait toujours à Liège en vertu de la réglementation de l'époque, a été jugée insuffisante par Liège, qui a empêché Bosman de partir. La Cour de justice européenne, saisie par Bosman, a statué en 1995 que les règles de transfert contrevenaient à la législation de l'UE sur la libre circulation des travailleurs et que la limitation du nombre de joueurs étrangers était aussi contraire au droit (CJE, 1995). Pour beaucoup, cette décision est à l'origine d'une forte augmentation de la migration internationale des joueurs.

La réglementation sur les transferts a donc été remodelée en négociation avec la Commission européenne : désormais, les indemnités de transfert ne concernent que les joueurs qui n'ont pas terminé leur contrat, sauf ceux qui ont moins de 23 ans afin de dédommager le club pour la formation dispensée. Les clubs participant aux compétitions de l'UEFA doivent engager au moins huit joueurs «formés localement» : quatre formés par le club lui-même et quatre autres issus de l'association nationale.

À l'époque, beaucoup pensaient que l'arrêt Bosman allait détruire le marché des transferts et la viabilité économique des petits clubs. Rien de tout cela ne s'est produit. Le record d'indemnité a été battu à plusieurs reprises, la dernière fois en 2013 : Gareth Bale, ayant encore trois ans à faire au club de Tottenham avant la fin de son contrat, a été transféré au Real Madrid pour 100 millions d'euros. Beaucoup de clubs se débattent dans de graves difficultés financières, mais la situation n'est pas nouvelle dans le monde du football, et pourtant les clubs quittent rarement le marché. Leurs pertes sont souvent épongées par de riches bienfaiteurs trop heureux de recueillir le prestige dont sont auréolés les propriétaires de clubs de foot.

L'efficacité du marché du travail

Le succès du football européen est incontestable avec son marché du travail flexible, mais son efficacité économique est moins nette. En moyenne, sur les 20 dernières années, la relation entre les dépenses salariales et le succès de l'équipe est fortement corrélée pour les deux premières divisions anglaises (voir graphique). La relation de causalité semble solide : les joueurs se négocient en toute liberté sur le marché, leurs caractéristiques sont bien connues et fréquemment observées, les meilleurs joueurs remportent en général davantage de matches, et les équipes gagnantes génèrent des revenus plus élevés. D'une certaine manière, le marché du travail des footballeurs représente une concurrence parfaite.

La relation de causalité inverse semble peu probable : même si les joueurs peuvent toucher des primes quand l'équipe gagne, il paraît peu vraisemblable qu'un club obtenant de bons résultats verse des salaires plus élevés uniquement parce qu'il peut le faire; la plupart des clubs veulent investir dans l'avenir et sont prêts à échanger des joueurs qu'ils ne jugent plus performants. Globalement, les modèles plus sophistiqués s'efforçant de neutraliser les rétroactions possibles confirment que le lien de causalité va dans le sens des salaires vers le succès (Peeters et Szymanski, à paraître). De plus, la relation décrite ici pour le football anglais se retrouve dans d'autres ligues, comme l'Espagne, l'Italie et la France.

Maintenir l'intérêt des supporters

Les données semblent montrer qu'en moyenne, les joueurs se négocient à un prix efficace sur le marché, en ce sens que les salaires versés sont en rapport avec la réussite de l'équipe. Il est moins certain néanmoins que ce résultat soit efficace pour l'ensemble du football européen.

D'un point de vue économique, les joueurs devraient aller dans les équipes où leur «productivité marginale» est maximisée — c'est-à-dire là où ils peuvent apporter la

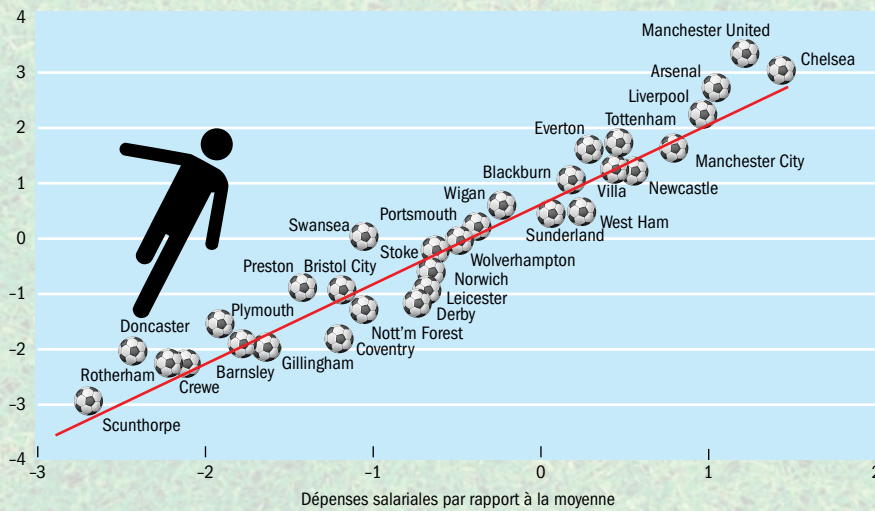


Le Portugais Cristiano Ronaldo, footballeur le mieux payé du monde.

Les clubs en ont pour leur argent

Les équipes de foot mieux payées gagnent en général plus de matches.

(position moyenne dans la ligue)



Source : site Internet Companies House (<http://www.companieshouse.gov.uk>).

Note : Le graphique comprend des données sur les dépenses salariales pour un échantillon de clubs des deux premières divisions de football anglaises (Premier League et Championship) entre 2003 et 2012. Les données proviennent des états financiers des clubs.

meilleure contribution possible au succès de l'équipe. La contribution d'une victoire aux revenus est manifestement maximale dans un petit nombre de clubs traditionnellement dominants au sein des ligues nationales, mais de nombreux économistes font valoir que, sur le plan de l'efficacité, il n'est pas bon que les mêmes équipes dominent toujours une ligue.

Ils estiment qu'un certain degré d'équilibre compétitif est nécessaire pour qu'une ligue intéresse le public, faute de quoi il n'y a pas d'incertitude sur le résultat et les supporters s'en désintéressent, même s'il s'agit de très bonnes équipes. Les très bonnes équipes tuent l'intérêt du public pour la compétition lorsqu'elles dominent trop (voir Rottenberg, 1956). La ligue devrait favoriser un équilibre compétitif en redistribuant les ressources.

Sur le plan du marché du travail, il apparaît ainsi que les clubs dominants sont incités à surinvestir dans les talents par rapport à l'intérêt maximal de la ligue et des supporters, tandis que les petits clubs choisissent de sous-investir. Par conséquent, l'affectation des joueurs sur un marché non soumis à des restrictions est socialement inefficace : les grands clubs seront trop forts et les petits clubs trop faibles. Ce problème est pris au sérieux aux États-Unis, où un large éventail de mécanismes ont été adoptés par les ligues de sport professionnel pour rendre la compétition égale.

Par exemple, à la National Football League (NFL), la ligue de sport qui gagne le plus d'argent dans le monde, 40 % des recettes de la billetterie sont partagées avec l'équipe visiteuse, et tous les droits de diffusion et les ventes de produits dérivés sont partagés à parts égales entre les 32 équipes de la ligue. Les salaires que les équipes peuvent verser à leurs joueurs sont plafonnés, il existe un salaire minimum, et le système de recrutement (le *draft*) permet à l'équipe ayant obtenu les moins bons résultats de choisir en premier dans le réservoir de jeunes talents. Toutes ces règles visent à rendre la compétition égale et la NFL se targue que «chaque dimanche, n'importe quelle équipe de la ligue peut gagner». Il n'y a pour

ainsi dire aucune corrélation entre les dépenses salariales et les performances des équipes, car les premières ne varient pratiquement pas.

Les avantages du système de la NFL ne sont pas aussi nets qu'on pourrait le croire, car malgré son caractère extrêmement déséquilibré, le système européen continue d'attirer les foules de supporters (Borland et MacDonald, 2003). Mais les règles imposées au nom de l'équilibre compétitif tendent à limiter les salaires et la mobilité des joueurs. Le *draft* de la NFL donne des droits de négociation exclusifs à une seule équipe, par exemple, alors que les joueurs entrant dans la ligue sont liés par un contrat de 4 ans. Si un joueur se révèle bien meilleur que prévu, il a peu de perspectives d'obtenir des conditions plus avantageuses avant la fin de son contrat. Ce régime a été négocié avec le syndicat des joueurs,

qui impose en contrepartie des conditions contractuelles minimales. Ces contraintes garantissent la rentabilité des équipes de la NFL et assurent la sécurité des joueurs. En Europe au contraire, les équipes ne sont en général pas rentables, et d'après la FIFPRO, le syndicat des footballeurs, de nombreux joueurs sont payés en retard ou ne reçoivent qu'une partie de leur salaire.

Cette année, un nouveau système de réglementation financière appelé «fair-play financier» va entrer en vigueur en Europe, afin d'imposer des obligations contractuelles aux clubs et de limiter les sommes versées aux joueurs. Ces mesures permettront probablement de réduire la mobilité des joueurs et d'accroître la rentabilité des clubs. L'avenir nous dira si c'est là l'amorce d'une évolution vers une organisation plus proche de celle des ligues américaines. ■

Stefan Szymanski est professeur titulaire de la chaire Stephen J. Galetti de gestion du sport à l'Université du Michigan.

Bibliographie :

- Besson, Roger, Raffaele Poli, and Loïc Ravenel, 2008, Demographic Study of Footballers in Europe, *International Center for Sports Studies report* (Neuchâtel, Switzerland).
- Borland, Jeff, and Robert MacDonald, 2003, "Demand for Sport," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 19, No. 4, p. 478-502.
- European Commission, Eurostat, 2012, European Union Labour Force Survey—Annual Results 2012 (Luxembourg).
- European Court of Justice, 1995, Case No. C-415/93, Report p. I-04921 (Luxembourg).
- Kunz, Matthias, 2007, "265 Million Playing Football," *Big Count Survey*, FIFA Magazine, July.
- Peeters, Thomas, and Stefan Szymanski, forthcoming, "Financial Fair Play in European football," *Economic Policy*.
- Rottenberg, Simon, 1956, "The Baseball Players' Labor Market," *Journal of Political Economy*, Vol. 64, No. 3, p. 242-58.



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 2015–2016 program begins in July of 2015. Applications are due by January 5, 2015.

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

Vous aimez ce que vous lisez?



FINANCES et DÉVELOPPEMENT



Alors aimez-nous sur Facebook!

www.facebook.com/financeanddevelopment

Le choc des seniors

Les effets de la politique monétaire pourraient se réduire à cause du vieillissement des pays avancés

Patrick Imam

LE MONDE connaît une évolution démographique sans précédent. La population mondiale vieillit, en particulier dans les pays avancés. Les répercussions de ce vieillissement sur la politique budgétaire ont été largement étudiées, et, de l'avis général, il faut à la fois augmenter les impôts, réduire les prestations de retraite et allonger la vie active pour faire face à la charge que représente le vieillissement de la population pour le budget de l'État, bien que les enjeux politiques de telles décisions soient énormes.

Mais on n'a guère étudié l'impact du vieillissement sur la politique monétaire, voie par laquelle les banques centrales influent sur les taux d'intérêt et la masse monétaire pour stabiliser l'inflation, emploi et croissance.

L'hypothèse du cycle de vie, qui postule que les ménages empruntent surtout quand ils sont jeunes, accumulent des actifs et remboursent leurs prêts avant leur retraite et vivent ensuite de leur patrimoine, fait apparaître un lien évident entre efficacité de la politique monétaire et démographie. Si les économistes ne s'y sont guère intéressés, c'est en partie parce que la politique monétaire est généralement conçue pour réagir à des chocs à court terme, sur une période d'un ou de deux ans, et non à des facteurs qui changent lentement, tels que les changements démographiques, qui prennent des décennies pour se matérialiser.

Aussi lente et silencieuse que puisse être l'évolution démographique, mes recherches semblent indiquer qu'elle peut avoir des répercussions sensibles sur la politique monétaire dans les pays avancés, notamment pour les politiques non conventionnelles, comme l'assouplissement quantitatif, que ces pays appliquent ces dernières années. Théoriquement, l'impact du vieillissement est ambigu : les personnes âgées ne sont pas touchées comme les jeunes par les différents canaux de transmission de la politique monétaire. Dans l'ensemble, cependant, j'ai constaté qu'une société vieillissante atténue les effets de la politique monétaire.

Des effets réduits

La politique monétaire a été rendue en grande partie responsable de la maîtrise et de la stabilisation de l'inflation, qui ont encouragé une croissance régulière et une forte réduction de la volatilité des cycles conjoncturels dans les pays avancés entre le milieu des années 80 et la crise financière mondiale en 2008. En maîtrisant les anticipations inflationnistes, les banques centrales ont réduit

l'incertitude qui peut compliquer les décisions d'investissement et freiner la consommation, et elles ont pu réagir aux chocs avec souplesse. La Guerre du Golfe en 1991 et l'éclatement de la bulle Internet en 2000 ont été suivis d'un rapide assouplissement de la politique monétaire qui a relancé l'activité économique. La faiblesse des anticipations inflationnistes a permis de réagir aussi rapidement.

Mais la crise financière mondiale de 2008 a ébranlé la foi dans l'efficacité de la politique monétaire. Depuis le début de la crise, les banques centrales ont eu du mal à soutenir la croissance et les prix — au Japon, aux États-Unis et en Europe. Il semble de plus en plus que, même durant les quelque 25 années de la «Grande Modération» avant la crise, la politique monétaire ait été moins toute-puissante qu'il n'y paraissait.

Ces nouveaux éléments indiquent que les effets de la politique monétaire sur des variables comme le chômage et l'inflation, mesurés par l'impact des variations des taux d'intérêt sur le chômage et l'inflation, se réduisent depuis le début des années 80. Cela s'explique généralement par le meilleur ancrage des anticipations d'inflation et de production, qui sont ainsi moins touchées par

La politique monétaire était moins toute-puissante qu'il n'y paraissait.

les variations des taux d'intérêt (Boivin, Kiley et Mishkin, 2010). L'inflation est généralement moins sensible aux variations de la différence entre ce qu'une économie peut produire en situation de plein emploi et ce qu'elle produit réellement lorsque les anticipations inflationnistes restent bien ancrées sur l'objectif de la banque centrale, y compris pendant des récessions profondes comme la récente crise financière mondiale (FMI, 2013). De nombreux économistes prétendent que ces facteurs expliquent pourquoi l'expansion sans précédent de la politique monétaire depuis 2008 n'a pas eu plus d'effet sur l'inflation ou la production.

Les chercheurs ont deux grandes explications à la réduction des effets de la politique monétaire.

La transformation structurelle de l'économie, en particulier sur le marché du crédit : Certains analystes font valoir que des changements institutionnels sur le marché du crédit expliquent l'affaiblissement des effets de la politique monétaire. Ils notent



qu'au cours des dernières décennies, les restrictions réglementaires ont été assouplies et les marchés du crédit libéralisés. De nouvelles formes de prêt (comme la titrisation, qui transforme les prêts en titres) ont permis à un éventail plus large d'institutions d'octroyer des prêts dans le «secteur bancaire parallèle» (voir «Qu'entend-on par «banque parallèle»?», *F&D*, juin 2013). Les banques parallèles (par exemple les sociétés d'investissement et les compagnies d'assurances) ont facilité l'accès au crédit pour des personnes qui avaient du mal à emprunter, surtout les faibles revenus. Ces changements devraient en principe accroître l'efficacité de la politique monétaire. Toutefois, ils se sont produits tandis que les bilans des ménages, en particulier la valeur de leur logement, ont commencé à jouer un rôle croissant dans les décisions de consommation. Les consommateurs ont constaté qu'ils pouvaient exploiter la valeur acquise de leur logement en refinançant leurs prêts hypothécaires. Les prêts à la consommation et les taux d'intérêt standard ont donc perdu de leur importance, le canal du crédit aussi, et l'activité économique est devenue moins sensible aux changements de la politique monétaire.

L'évolution de la manière dont la politique monétaire influe sur les anticipations des agents économiques (entreprises et consommateurs) : Selon certains économistes, les banques centrales, grâce à leur grande crédibilité, gèrent de plus en plus les anticipations par la seule voie de la communication, sans avoir à modifier les taux d'intérêt autant qu'avant. Comme on s'attend à une vive réaction de la politique monétaire en cas d'écart de la production par rapport à son potentiel ou d'écart de l'inflation par rapport à l'objectif fixé, les anticipations de revenu et d'inflation sont plus stables. Cela se traduit par une plus grande stabilité des dépenses et de l'inflation réelles, ce qui réduit l'effet des variations des taux d'intérêt.

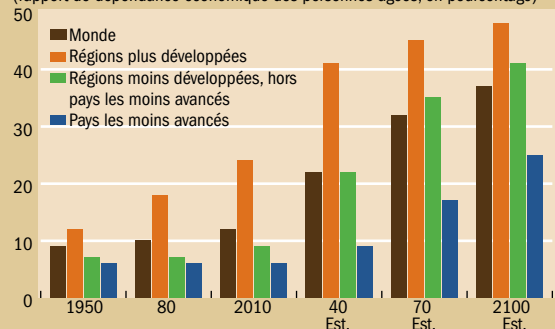
Ces facteurs sont importants, mais ne suffisent pas à expliquer l'efficacité réduite de la politique monétaire. L'évolution démographique dans cinq grands pays avancés que j'ai étudiés (Allemagne, Canada, États-Unis, Japon et Royaume-Uni) est un autre facteur qui n'a guère recueilli d'attention.

Les profils démographiques de ces pays varient considérablement. Certains, comme l'Allemagne et le Japon, vieillissent plus vite que d'autres, mais nul n'est épargné. Le rapport inactifs/actifs, appelé rapport de dépendance économique des personnes âgées, augmente (voir graphique). De plus, comme le taux de fécondité s'effondre partout, le monde vieillit rapidement. D'après l'hypothèse du cycle de vie, les sociétés plus âgées, surtout dans les pays

Grisonner

Certaines sociétés vieillissent plus vite que d'autres, mais aucune n'est épargnée par l'évolution démographique, qui se traduit par une hausse du ratio personnes âgées/population en âge de travailler.

(rapport de dépendance économique des personnes âgées, en pourcentage)



Source : Nations Unies.

Note : Le rapport de dépendance économique des personnes âgées est le nombre de personnes de plus de 65 ans divisé par le nombre de personnes de 15 à 65 ans. Les chiffres après 2010 sont des estimations. Les régions plus développées incluent l'Australie, le Canada, les États-Unis, l'Europe, le Japon et la Nouvelle-Zélande. Les régions moins développées comprennent tous les pays d'Afrique, d'Asie (hors Japon), d'Amérique latine et des Caraïbes, plus la Mélanésie, la Micronésie et la Polynésie, sauf les pays les moins avancés. Il y a 49 pays dans la catégorie des pays les moins avancés : Afghanistan, Angola, Bangladesh, Bénin, Bhoutan, Burkina Faso, Burundi, Cambodge, Comores, République démocratique du Congo, Djibouti, Érythrée, Éthiopie, Gambie, Guinée, Guinée-Bissau, Guinée équatoriale, Haïti, Kiribati, Lesotho, Libéria, Madagascar, Malawi, Maldives, Mali, Mauritanie, Mozambique, Myanmar, Népal, Niger, Ouganda, République centrafricaine, République démocratique populaire lao, Rwanda, îles Salomon, Samoa, São Tomé-et-Principe, Sénégal, Sierra Leone, Somalie, Soudan, Tanzanie, Tchad, Timor-Leste, Togo, Tuvalu, Vanuatu, Yémen et Zambie.

avancés, devraient compter une part élevée de ménages créanciers et moins sensibles aux variations des taux d'intérêt, surtout si ces derniers sont fixes et ne varient pas avec l'inflation, comme c'est généralement le cas dans les pays étudiés. Par contre, les sociétés plus jeunes devraient avoir une part plus élevée de débiteurs plus sensibles aux variations des taux d'intérêt résultant de la politique monétaire. En d'autres termes, la démographie contribue, au même titre que les changements structurels et les anticipations, à atténuer l'effet de la politique monétaire sur l'inflation et le chômage.

Des effets différents

La politique monétaire influe différemment sur les différents groupes de la population, en fonction du groupe lui-même et du canal de transmission (voir tableau). Elle provoque des changements de comportement en ajustant les taux d'intérêt (en particulier pour les personnes âgées dans les pays avancés) de plusieurs manières :

Taux d'intérêt : D'après l'hypothèse du cycle de vie, les individus achètent des biens (maisons, actions et obligations) pendant leur vie active et les vendent après qu'ils prennent leur retraite. Les schémas d'épargne et de consommation des ménages suivent une trajectoire bien établie, qui évolue avec l'âge. L'endettement progresse au début du cycle, puis commence à baisser (quoique plus graduellement ces dernières années, à cause de la crise mondiale, ainsi que de l'augmentation du coût des études et de l'éducation des enfants, notamment). Les ménages plus jeunes, généralement des débiteurs nets, sont plus sensibles aux variations des taux d'intérêt, surtout si les taux hypothécaires sont principalement variables, alors que les ménages plus âgés, qui n'ont en général pas besoin d'emprunter, y sont moins sensibles. Dans les sociétés majoritairement jeunes, la politique monétaire serait plus efficace pour freiner ou stimuler la demande que dans une société plus âgée.

Crédit : Ce canal amplifie le canal des taux d'intérêt en influant sur la «prime de financement extérieur», la différence de coût pour les ménages ou les entreprises entre l'usage de ses propres fonds pour financer des achats et un emprunt à l'extérieur. Les ménages plus âgés ayant une valeur nette supérieure à celle des ménages plus jeunes, ils ont plus de chances de s'autofinancer pour investir ou consommer. Par ailleurs, les personnes plus âgées ayant beaucoup d'actifs à proposer en garantie, la prime de risque en cas d'emprunt est

plus faible, et le coût de financement extérieur devrait aussi être plus bas. De par leur capacité à s'autofinancer et à emprunter à meilleur compte, les sociétés plus âgées sont moins sensibles à l'effet de la politique monétaire sur le canal du crédit. Dans les pays avancés, beaucoup de personnes âgées sont pauvres, mais, normalement, elles ne sont guère touchées par les variations de la politique monétaire puisqu'elles ne peuvent pas obtenir de crédit de toute façon.

Effet de richesse : Selon l'hypothèse du cycle de vie, l'évolution démographique influe sur le prix des actifs. Les jeunes ont généralement moins de biens, alors que les personnes âgées peuvent en posséder beaucoup. Lorsqu'un ménage a acquis des actifs considérables, une grande partie d'entre eux produit des intérêts : les variations des taux influent davantage sur le revenu des ménages plus âgés que sur celui des ménages ayant peu d'actifs portant intérêts. Dans les sociétés vieillissantes, les effets de richesse sont sans doute plus importants, parce que la richesse est généralement concentrée parmi les personnes âgées (du moins dans les pays avancés) et généralement davantage investie dans des produits à revenu fixe sensibles aux taux d'intérêt (comme les dépôts bancaires ou les obligations) que dans des actions. L'évolution démographique aurait donc tendance à augmenter l'importance relative du canal de l'effet de richesse, accroissant l'efficacité de la politique monétaire. Mais l'assouplissement monétaire depuis la crise mondiale pourrait avoir affaibli la politique monétaire par le canal de l'effet de richesse. Les taux plus bas qui résultent des politiques plus souples ont réduit le revenu de l'épargne ou d'une rente, ce qui a peut-être encouragé les ménages plus âgés à épargner davantage et à consommer moins. Toutefois, il n'y a pas encore beaucoup de données empiriques convaincantes allant dans ce sens.

Quoique moins étudiés et plus difficiles à discerner, d'autres canaux peuvent influencer sur la transmission de la politique monétaire :

Prise de risque : La politique monétaire agit sur la perception du risque des particuliers et des entreprises. Ce canal influe sur la prise de risques en encourageant la recherche de rendement. Les entités financières empruntent plus quand les taux d'intérêt baissent, et vice versa. Les personnes âgées ayant moins de temps pour récupérer les pertes, il y a peut-être dans une société plus âgée davantage de ménages allergiques au risque et moins de prise de risque en général, donc moins d'investissements en actions et plus en obligations. Le canal de la prise de risque étant moins puissant dans une société vieillissante, la politique monétaire risque d'être moins efficace.

Anticipations : L'évolution démographique a sans doute peu d'impact sur les anticipations, car elles sont fort tributaires de la crédibilité de la banque centrale, ce qui ne devrait pas changer quand une société vieillit. Mais des études récentes fondées sur des données d'enquêtes indiquent que, toutes choses étant égales par ailleurs, les anticipations inflationnistes augmentent avec l'âge de la population, avec pour conséquence une aversion pour le risque (Blanchflower et MacCoille, 2009). Les économistes de la finance comportementale expliquent cette aversion plus forte par le fait que les ménages plus âgés sont généralement créanciers et ont plus à perdre d'une inflation plus élevée que les plus jeunes, qui peuvent en fait en bénéficier. En pratique, donc, il est possible que les banques centrales répondent à la crainte croissante de l'inflation dans une société plus âgée et accordent plus d'importance à la stabilité des prix.

Canaux de transmission de la politique monétaire

La politique monétaire se transmet par divers canaux, et l'âge de la population peut influencer son efficacité.

Canal	Société jeune	Société âgée	Mode de fonctionnement
Taux d'intérêt	Plus important	Moins important	Demande de crédit : les jeunes adultes ont plus besoin de crédit que leurs aînés
Crédit	Plus important	Moins important	Prime de risque extérieur : les jeunes adultes ont davantage besoin d'emprunter auprès de sources extérieures
Effet de patrimoine	Moins important	Plus important	Distribution du revenu : les jeunes ont peu d'actifs, tandis que les personnes âgées en ont beaucoup, ce qui les rend plus sensibles aux changements de la politique monétaire
Prise de risque	Plus important	Moins important	Aversion au risque : les adultes plus âgés sont plus allergiques au risque et réagissent moins aux évolutions de la politique monétaire
Anticipations	Moins important	Plus important	Anticipations inflationnistes : les adultes plus âgés sont plus sensibles à l'inflation que les plus jeunes

Pour estimer l'impact net de ces effets contradictoires de l'évolution démographique sur l'efficacité de la politique monétaire, j'ai analysé les estimations de la politique monétaire des cinq plus grands pays avancés ayant mené une politique monétaire indépendante entre 1963 et 2007 par rapport à leur structure démographique. J'ai choisi l'année 2007 pour éviter

Pour que la politique monétaire soit plus efficace dans une société vieillissante, elle devra être plus volontariste, et les ajustements des taux d'intérêt devront être plus marqués.

toute complication liée à la crise mondiale. En comparant l'évolution de l'efficacité de la politique monétaire à celle des ratios de dépendance dans chacun de ces cinq pays et en cherchant à déterminer dans quelle mesure le vieillissement peut expliquer les variations de la sensibilité aux taux d'intérêt, j'ai étudié l'impact des modifications de la politique monétaire sur l'inflation et le chômage. Mon analyse a confirmé une corrélation robuste entre la tendance démographique et l'efficacité de la politique monétaire.

Elle a fait apparaître aussi une relation entre le vieillissement et la baisse de l'efficacité de la politique monétaire qui est un phénomène à long terme et insensible à des facteurs à court terme comme le cycle conjoncturel. Une augmentation de 1 point de pourcentage du ratio de dépendance réduit la capacité de la politique monétaire à agir sur l'inflation de 0,1 point de pourcentage, et sa capacité à modifier le taux de chômage de 0,35 point de pourcentage. Ces chiffres sont particulièrement importants lorsqu'on les rapporte, par exemple, à l'augmentation de 10 points du taux de dépendance qui est prévue en Allemagne pour les dix prochaines années. Dans les sociétés plus âgées, la baisse de l'efficacité de la politique monétaire est donc plus marquée.

De nouveaux arbitrages

Il ressort de mon analyse que l'évolution démographique explique en partie pourquoi la relance monétaire n'a pas plus d'impact. Si les sociétés plus âgées ont tendance à être moins sensibles aux variations des taux d'intérêt, la politique monétaire sera moins efficace dans une société vieillissante. Du fait des changements démographiques, les taux directeurs resteront bas très longtemps dans les pays avancés (sauf si, par exemple, la baisse de valeur des actifs amène les ménages plus jeunes à se sentir plus riches que les retraités). De nouveaux arbitrages apparaîtront dans une société vieillissante, et la politique monétaire devra probablement opérer différemment pour avoir le même impact.

Premièrement, l'arbitrage entre la stabilisation de l'inflation et de la production risque de changer, parce que les ménages plus âgés possèdent en moyenne plus d'actifs et ont donc plus à perdre d'une inflation inattendue. Une aversion grandissante à l'inflation peut alors conduire à un objectif d'inflation optimale plus bas. Les banques centrales du monde entier devront réfléchir à ces arbitrages et pourraient durcir leur politique monétaire

pour maîtriser l'inflation, au prix peut-être d'une plus grande variabilité de la production. En d'autres termes, il pourrait y avoir moins d'inflation, mais aussi plus de récessions et de reprises.

Deuxièmement, si la politique monétaire est moins efficace dans une société vieillissante, les banques centrales devront ajuster davantage le taux d'intérêt qu'elles utilisent pour transmettre leur politique afin d'avoir le même effet sur l'inflation ou le chômage que dans une société plus jeune. Un ajustement de 25 points de base, qui était la norme au cours des décennies précédentes, ne suffira peut-être pas. (Ou, dans le contexte actuel de la plupart des pays avancés, où les taux sont déjà nuls, une politique agressive d'assouplissement quantitatif fera partie de la boîte à outils ordinaire et sera utilisée plus souvent.) Pour que la politique monétaire soit plus efficace dans une société vieillissante, elle devra être plus volontariste, et les ajustements des taux d'intérêt devront être plus marqués.

Troisièmement, la politique monétaire étant moins efficace, d'autres politiques telles que la fiscalité et les dépenses contribueront davantage à stabiliser l'économie et le système financier. Des mesures «macro-prudentielles» peuvent aussi jouer un rôle (voir «Une protection globale», *F&D*, mars 2012). Il s'agit d'utiliser des outils prudentiels de la réglementation financière — quotité de financement obligatoire pour les banques, normes de fonds propres et niveau prescrit des actifs quasi liquides au bilan — pour répondre à des problèmes concernant l'ensemble de l'économie. Ainsi, si la transmission de la politique monétaire semble paralysée, il est possible d'encourager (ou de freiner) le crédit en modifiant ces ratios prudentiels, sans compromettre la stabilité financière (Haldane, 2011).

Mon analyse porte sur les pays avancés, qui ont été les premiers à connaître cette évolution démographique. Même si les pays émergents et les pays à faible revenu vont aussi vieillir progressivement, l'impact sur la politique monétaire risque d'être différent parce que la richesse n'est pas aussi déséquilibrée en faveur des générations plus âgées, et la société dans son ensemble restera probablement plus sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. ■

Patrick Imam est économiste principal au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Cet article repose sur un document de l'auteur intitulé IMF Working Paper 13/191, «Shock from Graying: Is the Demographic Shift Weakening Monetary Policy Effectiveness».

Bibliographie :

Blanchflower, David, and Conall MacCoille, 2009, "The Formation of Inflation Expectations: An Empirical Analysis for the UK," NBER Working Paper No. 15388 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Boivin, Jean, Michael Kiley, and Frederic Mishkin, 2010, "How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?" NBER Working Paper No. 15879 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Fonds monétaire international (FMI), 2013, «Telle l'histoire du chien qui n'a pas aboyé : l'inflation a-t-elle été muselée, ou s'est-elle simplement assoupie?», Perspectives de l'économie mondiale (Washington, avril), chapitre 3, p. 83-100.

Haldane, Andrew, 2011, "Risk Off" Bank of England Speech, August 18. www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech513.pdf.



LE DOLLAR règne en maître, par défaut

Eswar Prasad

Les arrangements monétaires internationaux sont examinés à la loupe depuis la crise financière mondiale

LE DOLLAR a été la principale monnaie mondiale de réserve pendant la majeure partie du siècle écoulé. Sa suprématie a été renforcée par la confiance que les marchés américains des capitaux inspirent aux investisseurs internationaux, banques centrales étrangères comprises. Cette confiance expliquerait en grande partie les entrées de capitaux aux États-Unis, qui ont explosé ces vingt dernières années. Nombreux sont ceux qui estiment que cette suprématie du dollar a permis aux États-Unis de vivre au-dessus de leurs moyens en finançant leurs déficits courants considérables au moyen d'emprunts à faibles taux consentis par le reste du monde. Certains pays sont irrités par ce «privilege exorbitant» dont jouissent les États-Unis.

Qu'un pays riche comme les États-Unis soit importateur net de capitaux provenant de pays

à revenu intermédiaire comme la Chine a en outre fini par être considéré comme un très bon exemple des déséquilibres mondiaux des balances courantes. Ces flux ascendants de capitaux — contredisant les modèles économiques courants qui veulent que les capitaux circulent des pays riches vers les pays pauvres — ont fait s'élever plusieurs voix en faveur d'une restructuration de la finance mondiale et d'un réexamen des rôles et de l'importance relative des diverses monnaies de réserve.

La crise financière mondiale de 2008–09, dont les contrecoups continuent de se faire sentir partout dans le monde, a alimenté les spéculations concernant le déclassement prochain, voire imminent, du dollar comme première devise mondiale.

Plusieurs facteurs semblent en effet menacer le statut du dollar. Les États-Unis doivent faire

face à un niveau élevé et croissant d'endettement public. La dette brute du gouvernement fédéral s'élève à 16.800 milliards de dollars (graphique 1), ce qui équivaut à peu près à la production annuelle nationale de biens et de services. Les politiques monétaires non conventionnelles mises en œuvre de façon énergique

Dans l'ensemble, les étrangers ont considérablement étoffé leurs portefeuilles d'actifs financiers américains.

par la Réserve fédérale (la banque centrale américaine) ont accru l'offre de dollars et introduit des risques dans le système financier. L'impasse politique a, en outre, rendu inopérante, voire contre-productive parfois, l'action gouvernementale en faveur de la reprise économique. Il y a aussi fort à craindre que le récent durcissement de la politique budgétaire ait réduit la possibilité pour l'administration américaine d'engager des dépenses dans des domaines importants pour une croissance durable de la productivité, comme l'éducation et les infrastructures.

Tous ces facteurs devraient avoir provoqué le déclin économique des États-Unis et accéléré l'érosion de l'importance du dollar. Or c'est loin d'avoir été le cas. La suprématie du dollar comme monnaie mondiale de réserve a à peine été entamée par la crise financière mondiale. Non seulement la part du dollar dans les réserves mondiales de change ne s'est guère modifiée pendant la décennie qui a précédé la crise, mais elle est restée aux alentours de 62 % depuis le début de celle-ci (graphique 2). Dans l'ensemble, les étrangers ont considérablement étoffé leurs portefeuilles d'actifs financiers américains. Les investisseurs étrangers détiennent actuellement près de 5.600 milliards de dollars de titres du Trésor américain (graphique 3), contre 1.000 milliards en 2000. Ils en ont en fait acheté pour 3.500 milliards de dollars pendant et après la dernière crise (depuis la fin de 2006). La part qu'ils détiennent de la dette fédérale américaine «aux mains du secteur privé» (c'est-à-dire non détenue par d'autres parties de l'administration américaine ou la Réserve fédérale) a régulièrement augmenté alors même que l'encours de la dette fédérale progressait. Cette part atteint maintenant 56 %. Le dollar a donc vu, à certains égards, son rôle de principale monnaie de réserve renforcé depuis la crise.

Comment cette évolution qui défie la logique a-t-elle été possible? La situation est-elle tenable?

La ruée vers la sécurité

L'un des changements marquants survenus dans l'économie mondiale au cours des quinze dernières années a été la montée en puissance des pays émergents. Derrière la Chine et l'Inde, ces pays ont contribué à une part substantielle de la croissance du PIB mondial pendant cette période. Fait intéressant, la crise ne les a pas dissuadés de laisser les capitaux circuler plus librement sur leur territoire. Bien que cela ait pu paraître risqué, ces pays ont réussi à modifier la composition de leurs engagements

extérieurs en substituant à l'endettement des formes plus sûres et plus stables d'entrées de capitaux, comme l'investissement direct étranger. Il reste que, même s'ils sont moins vulnérables aux crises monétaires, ces pays sont exposés aux nouveaux risques liés à un accroissement des entrées de capitaux comme une montée de l'inflation et les cycles expansion-récession qui affectent les marchés d'actifs.

La crise financière mondiale a fait voler en éclats les thèses traditionnelles sur le niveau des réserves qu'un pays doit détenir pour se protéger des effets de contagion des crises mondiales. Même les pays dotés de réserves importantes ont vu celles-ci fondre rapidement pendant la crise tandis qu'ils s'efforçaient d'empêcher leur monnaie de s'effondrer. Treize pays que j'ai étudiés ont perdu en huit mois environ entre un quart et un tiers de leurs stocks de réserves au plus fort de la crise.

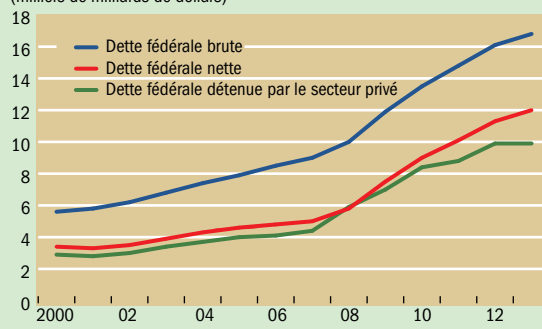
La plus grande ouverture financière et l'exposition accrue à la volatilité des flux de capitaux ont augmenté la demande publique

Graphique 1

Gonflement de la dette

La dette publique brute des États-Unis s'élève à environ 16.800 milliards de dollars, ce qui équivaut à leur PIB annuel.

(milliards de milliards de dollars)



Source : U.S. Treasury Bulletin, décembre 2013, tableaux OFS-1, OFS-2 et FD-1.

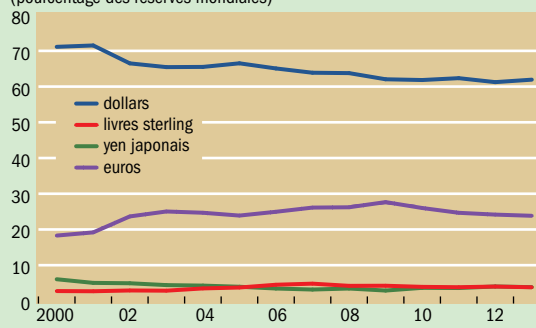
Note : La dette brute inclut la dette intragouvernementale, y compris la dette détenue par les fonds de la sécurité sociale. La dette nette inclut les titres du Trésor américain détenus par la Réserve fédérale. Les données pour 2013 s'arrêtent en juin.

Graphique 2

Le dollar s'accroche

La suprématie du dollar comme monnaie de réserve internationale n'a été que légèrement entamée ces dix dernières années.

(pourcentage des réserves mondiales)



Source : FMI, base de données COFER (composition en devises des réserves de change). Note : Seules les quatre principales monnaies de réserve sont considérées.

d'actifs financiers sûrs — investissements qui protègent au moins le principal et sont relativement liquides (faciles à négocier). Les pays émergents sont plus que jamais incités à accumuler des réserves massives de change pour se protéger des effets de la volatilité des flux de capitaux. Ils ont en fait augmenté leurs stocks de réserves d'environ 6.500 milliards de dollars depuis 2000, la Chine ayant contribué à elle seule à la moitié de cet accroissement (graphique 4).

En outre, nombre de ces pays ainsi que certains pays avancés comme le Japon et la Suisse sont fortement intervenus sur les marchés des changes pour acheter des devises étrangères en vue de limiter l'appréciation de leur propre monnaie et protéger ainsi la compétitivité de leurs exportations. Ces interventions sur le marché des changes se traduisent aussi par l'accumulation de réserves qui doivent être placées dans des actifs sûrs et liquides

tels que des obligations d'État. Cela a donc favorisé un accroissement de la demande d'actifs jugés sûrs.

Les réformes des réglementations qui obligent les institutions financières à détenir des actifs sûrs et liquides pour se protéger contre les chocs financiers dommageables renforcent encore cette demande. À cela s'ajoute le fait que ce type d'actifs est très apprécié des investisseurs privés du monde entier.

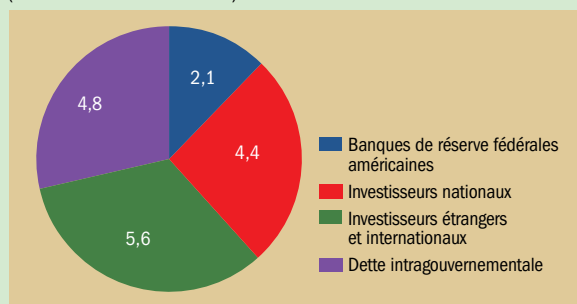
Il en est résulté un déséquilibre, l'offre d'actifs sûrs diminuant alors même que la demande s'envolait. La crise a porté un coup à l'idée que les titres du secteur privé, y compris ceux qui sont émis par des entreprises et des institutions financières très solides, peuvent être considérés comme sûrs. En même temps, les obligations d'État de plusieurs grands pays, comme ceux de la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni, ont semblé moins fiables après la crise, ces pays voyant leurs perspectives de croissance se détériorer et leur endettement s'alourdir fortement. Avec leurs marchés de capitaux étoffés et leur dette publique croissante, les États-Unis ont ainsi consolidé leur position de premier fournisseur mondial d'actifs sûrs.

Graphique 3

Des titres prisés

Les investisseurs étrangers et internationaux détenaient 5.600 milliards de dollars de titres du Trésor américain fin 2012, contre 1.000 milliards en 2000.

(milliers de milliards de dollars)



Source : U.S. Treasury Bulletin, juin 2013, tableaux OFS-1, OFS-2 et FD-1.

Note : Les investisseurs étrangers sont des organismes officiels comme les banques centrales et les fonds souverains étrangers.

Paradoxes

Est-il judicieux pour les autres pays d'acheter de plus en plus de titres de la dette publique américaine et de les considérer comme sûrs quand cette dette augmente rapidement et pourrait menacer la solvabilité budgétaire des États-Unis? L'importance de la part de leur dette qui est détenue par des étrangers rend tentant pour les États-Unis de réduire le service de leur dette en faisant simplement marcher la planche à billets, ce qui aurait pour effet de réduire la valeur réelle (c'est-à-dire après inflation) de cette dette, et en n'honorant pas ainsi totalement leurs obligations à l'égard de ces investisseurs étrangers. Bien que tentante, une action de ce type est évidemment peu attrayante au bout du compte parce qu'elle alimenterait l'inflation et affecterait aussi l'économie et les investisseurs américains.

En fait, un subtil équilibre politique interne incite les investisseurs étrangers à ne pas craindre que les États-Unis réduisent la valeur des titres du Trésor américain qu'ils détiennent en jouant sur l'inflation. La dette américaine est aussi détenue par des retraités, des fonds de pension, des institutions financières et des compagnies d'assurance américains, un puissant groupe d'intérêts politique qui ferait lourdement payer à l'administration en place une forte hausse de l'inflation. Cela permet aux investisseurs étrangers d'espérer que la valeur de leurs investissements aux États-Unis sera protégée.

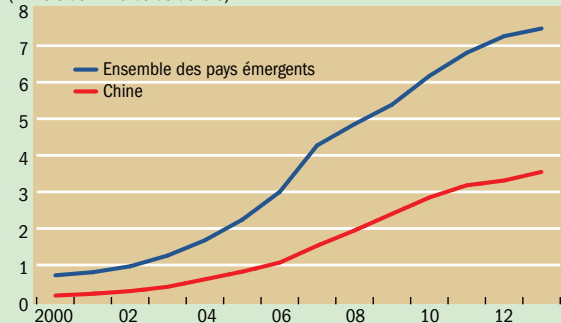
Les pays émergents regrettent quand même de ne pouvoir placer leurs réserves que dans des actifs en dollars, et ce d'autant plus que les taux d'intérêt versés sur les titres du Trésor sont restés durablement bas et ont à peine suivi l'inflation. Ils le regrettent d'autant plus que, malgré l'avantage que lui confère son statut de première monnaie de réserve, le dollar risque de perdre de sa valeur à long terme. La Chine et les autres principaux pays émergents devraient continuer d'enregistrer une croissance de la productivité plus forte qu'aux États-Unis de sorte qu'une fois que les marchés mondiaux de capitaux seront stabilisés, le dollar va probablement à nouveau se déprécier petit à petit, comme il l'a fait à partir du début des années 2000. Autrement dit, les investisseurs étrangers devraient accuser une perte de change quand

Graphique 4

Accroissement des réserves

Les pays émergents ont accru leurs réserves de quelque 6.500 milliards de dollars depuis 2000. La Chine a contribué pour moitié environ à cet accroissement.

(milliers de milliards de dollars)



Sources : FMI et Banque populaire de Chine.

Note : Les données sur les réserves de change en 2013 vont jusqu'à la fin du deuxième trimestre.

ils vendront leurs investissements en dollars. C'est pourquoi ils semblent disposés à payer le prix fort — en investissant dans des titres du Trésor américain rapportant peu plutôt que dans des placements mieux rémunérés — pour détenir ces actifs qui sont par ailleurs considérés comme sûrs et liquides.

Des concurrents possibles

Le statut de monnaie de réserve procure des avantages tangibles et intangibles au pays qui l'émet. En dehors du prestige que ce statut lui confère, il lui permet d'avoir accès à des financements bon marché dans la monnaie en question et de bénéficier de recettes

Les investisseurs du monde entier sont devenus tributaires des actifs financiers libellés en dollars.

de seigneurage — la différence entre le pouvoir d'achat de la monnaie et le coût de sa production — qui peuvent être perçues auprès des détenteurs nationaux et étrangers de la monnaie.

Les autres grands pays avancés ont soit des marchés de capitaux beaucoup plus étroits, soit, dans le cas des pays européens et du Japon, des perspectives de croissance à long terme relativement faibles et un niveau d'endettement public déjà élevé. Leurs monnaies ne devraient donc pas retrouver de sitôt leur lustre d'antan. Mais, étant donné les avantages que son statut de monnaie de réserve a conférés au dollar, d'autres monnaies devraient, en principe, chercher à en bénéficier aussi.

Un concurrent possible du dollar, dont on parle beaucoup, est le renminbi chinois. L'économie chinoise est la deuxième du monde et elle est partie pour être la première au cours des dix prochaines années. Les autorités chinoises sont en train de prendre plusieurs dispositions pour favoriser l'utilisation du renminbi dans les opérations financières et commerciales internationales. Ces mesures font rapidement sentir leurs effets étant donné la taille du pays et ses prouesses commerciales. Le renminbi deviendra aussi une monnaie de réserve viable une fois que les restrictions à la mobilité internationale des capitaux seront levées et qu'il sera librement convertible.

Compte tenu, toutefois, du développement limité des marchés de capitaux et de la structure des institutions politiques et juridiques en Chine, il est peu probable que le renminbi devienne un actif de réserve important vers lequel les investisseurs étrangers, y compris les autres banques centrales, se tourneront pour mettre leurs fonds à l'abri. Au mieux, le renminbi érodera la suprématie du dollar sans toutefois la remettre sérieusement en question. Aucun autre pays émergent ne peut prétendre hisser sa monnaie au niveau de monnaie de réserve et *a fortiori* défier le dollar.

Il va sans dire que ce n'est pas parce qu'il reste la principale valeur de réserve que le dollar va nécessairement continuer de régner en maître à d'autres égards. Il va probablement voir s'éroder, au fil du temps, ses rôles de moyen d'échange et d'unité de compte. L'évolution des marchés de capitaux et des

technologies, qui facilite la réalisation d'opérations financières internationales dans d'autres monnaies, réduit l'utilité du dollar. La Chine a signé des accords bilatéraux avec plusieurs de ses principaux partenaires commerciaux pour pouvoir régler dans leur monnaie les opérations commerciales qu'elle effectue avec eux. De même, rien ne justifie vraiment que les marchés conclus pour des produits de base, comme le pétrole, continuent d'être libellés et réglés uniquement en dollars.

En revanche, le statut de principale valeur mondiale de réserve dont jouit le dollar n'est pas menacé pour l'instant puisque les investisseurs désireux de protéger leurs investissements continuent d'accorder leur préférence aux actifs financiers libellés dans cette devise, et plus particulièrement aux titres du Trésor américain.

Ce à quoi il faut s'attendre

Les investisseurs publics et privés du monde entier sont devenus tributaires des actifs financiers libellés en dollars du fait surtout de la taille des marchés de capitaux américains et de la diversité des instruments qu'ils offrent. Les titres du Trésor américain, qui représentent les emprunts du gouvernement américain, continuent d'être considérés comme les actifs financiers les plus sûrs des marchés mondiaux. Maintenant que les investisseurs étrangers, y compris les banques centrales étrangères, ont accumulé d'énormes investissements dans ces titres et d'autres actifs en dollars, ils sont fortement incités à empêcher un effondrement de la valeur du dollar. Aucune autre monnaie ni aucun autre investissement n'offre en outre un degré équivalent de sécurité et de liquidité à l'échelle souhaitée par les investisseurs. C'est là que le «piège du dollar» trouve son origine.

Ce qui fait la spécificité des États-Unis dans les finances mondiales, ce n'est pas seulement la taille de leur économie, mais aussi leurs institutions — gouvernement démocratique, institutions publiques, marchés des capitaux et cadre juridique — qui, malgré leurs défauts, restent une référence pour le monde entier. Par exemple, bien que la Réserve fédérale ait mis en œuvre de façon énergique et prolongée des politiques monétaires non conventionnelles, les investisseurs du monde entier restent apparemment convaincus qu'elle ne va pas laisser l'inflation s'emballer et entamer la valeur du dollar.

En fin de compte, pour échapper au piège du dollar, d'importantes réformes financières et institutionnelles devront être effectuées dans les pays qui aspirent à voir leur monnaie éroder la suprématie du billet vert. La gouvernance mondiale devra en outre faire l'objet de profondes réformes pour réduire la demande publique d'actifs sûrs en offrant aux pays de meilleurs dispositifs de sécurité financière. Il ne serait alors plus nécessaire d'accumuler des réserves de change pour se protéger contre les crises monétaires et financières.

Le dollar restera encore longtemps la principale monnaie de réserve, essentiellement faute de mieux. ■

Eswar Prasad est professeur à la Dyson School de l'université Cornell, directeur de recherche à la Brookings Institution et chercheur associé au National Bureau of Economic Research.

Cet article s'inspire du dernier ouvrage publié par E. Prasad sous le titre The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance.



Qu'est-ce que le monétarisme?

Ce courant de pensée qui souligne l'importance de la monnaie a gagné en popularité dans les années 70

Sarwat Jahan et Chris Papageorgiou

QUELLE est au juste l'importance de la monnaie? La monnaie joue un rôle essentiel dans l'économie. Rares sont ceux qui diraient le contraire.

Mais pour les tenants d'un courant de pensée économique appelé «monétarisme», la masse monétaire (la quantité totale de monnaie en circulation dans une économie) est le principal déterminant du PIB nominal à court terme et du niveau des prix sur une longue période. La politique monétaire — l'un des leviers dont disposent les pouvoirs publics pour influencer sur les performances économiques du pays — utilise différents instruments, dont les taux d'intérêt, pour faire varier la quantité de monnaie en circulation. Les monétaristes pensent que le meilleur moyen d'atteindre les objectifs de la politique monétaire est de jouer sur le taux de croissance de la masse monétaire. Le monétarisme a gagné en importance dans les années 70 — en faisant reculer l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni — et a fortement influencé la décision de la banque centrale des États-Unis de stimuler l'économie pendant la récession mondiale de 2007–09.

Aujourd'hui, le monétarisme est surtout associé au nom de Milton Friedman, lauréat du prix Nobel d'économie. Dans son ouvrage fondateur *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, coécrit avec sa consœur Anna Schwartz en 1963, Friedman affirme que la Grande Dépression qui a frappé les États-Unis dans les années 30 a été provoquée avant tout par la mauvaise politique monétaire menée par la banque centrale américaine (la Réserve fédérale). De leur point de vue, la Fed (comme on l'appelle habituellement) a eu le tort de ne pas contrer les forces qui tendaient à réduire la masse monétaire et de chercher à diminuer le stock de monnaie, alors qu'il aurait fallu faire exactement l'inverse. Ils soutiennent aussi que, les marchés évoluant naturellement vers un point d'équilibre, le fait de fixer la masse monétaire à un niveau incorrect a entraîné un comportement erratique des marchés.

Le monétarisme a gagné en popularité dans les années 70. En 1979, alors que l'inflation avait atteint 20 % aux États-Unis, la Fed a adopté une stratégie d'intervention conforme à la théorie monétariste. Le monétarisme a perdu néanmoins du terrain au cours des décennies suivantes, faute de pouvoir expliquer l'évolution de l'économie des États-Unis. Malgré tout, les monétaristes ont apporté à l'analyse économique certaines idées qui ont été reprises par des économistes non monétaristes.

Les fondements

Le monétarisme repose sur la théorie quantitative de la monnaie, qui est une identité comptable — c'est-à-dire qu'elle doit être vraie : la masse monétaire multipliée par la vitesse de circulation de la monnaie (la vitesse à laquelle l'argent change de mains) est égale

aux dépenses nominales dans l'économie (le nombre de biens et de services vendus multiplié par leur prix de vente moyen). Puisqu'il s'agit d'une identité comptable, cette équation n'est pas contestable. Mais ce qui l'est, c'est la vitesse de circulation. Selon la théorie monétariste, la vitesse de circulation de la monnaie est en règle générale stable, et le revenu nominal est donc essentiellement une fonction de la masse monétaire. Les variations du revenu nominal reflètent l'évolution de l'activité économique réelle (le nombre de biens et de services vendus) et l'inflation (leur prix de vente moyen).

La théorie quantitative forme la base de plusieurs principes et prescriptions fondamentaux du monétarisme :

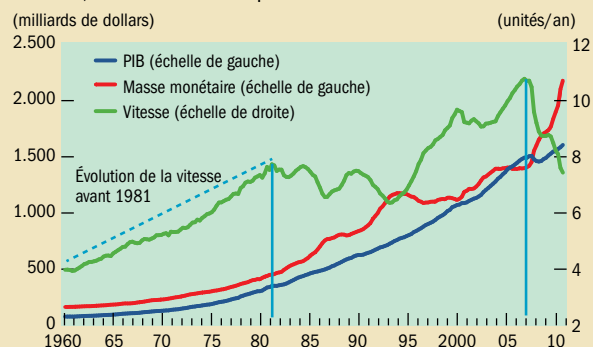
- **La neutralité de la monnaie à long terme** : une augmentation du stock de monnaie est suivie d'une hausse du niveau général des prix à long terme, sans effet sur les facteurs réels tels que la consommation ou la production.

- **La non-neutralité de la monnaie à court terme** : une augmentation du stock de monnaie a des effets temporaires sur la production réelle (PIB) et sur l'emploi à court terme, car les salaires et les prix mettent du temps à s'ajuster (on dit qu'ils sont rigides).

- **Une règle constante de croissance de la monnaie** : Milton Friedman, mort en 2006, a proposé une *règle monétaire fixe*, selon laquelle la Fed devrait être tenue de viser un taux de croissance de la monnaie égal au taux de croissance du PIB réel, ce qui laisserait le niveau des prix inchangé. Ainsi, si l'on prévoit un taux de croissance économique de 2 % une année donnée, la Fed devrait

Variation de la vitesse de circulation

Lorsque les dollars changeaient de mains à un rythme prévisible avant 1981, la monnaie et la production augmentaient ensemble. Mais quand la vitesse de circulation de la monnaie est devenue instable, cette relation a disparu.



Source : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis.
Note : Les données trimestrielles sont corrigées des variations saisonnières. Masse monétaire = argent liquide en circulation et comptes chèques (M1). Vitesse = nombre de fois qu'un dollar change de mains en une année. Le PIB est réduit d'un facteur 10 pour tenir dans le graphique.

laisser la masse monétaire augmenter de 2 %. Elle devrait suivre des règles fixes pour conduire la politique monétaire, car un pouvoir discrétionnaire peut déstabiliser l'économie.

• **La flexibilité des taux d'intérêt** : la règle de croissance de la monnaie est destinée à assurer la flexibilité des taux d'intérêt, qui influent sur le coût du crédit, afin que les emprunteurs et les prêteurs puissent tenir compte de l'inflation anticipée ainsi que des variations des taux d'intérêt réels.

De nombreux monétaristes estiment aussi que les marchés sont intrinsèquement stables en l'absence de fluctuations importantes imprévues de la masse monétaire. Ils considèrent également que l'intervention de l'État risque souvent de déstabiliser l'économie au lieu d'apporter une aide. Les monétaristes pensent par ailleurs qu'il n'y a pas d'arbitrage à long terme entre l'inflation et le chômage, car l'économie atteint un équilibre à long terme lorsque le niveau de production correspond au plein emploi (voir «Qu'est-ce que l'écart de production», *F&D*, septembre 2013).

Le grand débat

Bien que le monétarisme ait rencontré un certain succès dans les années 70, il a été critiqué par l'école de pensée qu'il s'employait à supplanter : le keynésianisme. Les keynésiens, inspirés par le grand économiste britannique John Maynard Keynes, considèrent que la production économique est déterminée avant tout par la demande de biens et de services. Ils prétendent que le monétarisme ne permet pas d'expliquer correctement le fonctionnement de l'économie, car la vitesse de circulation de la monnaie est intrinsèquement instable, et ils attachent peu ou pas d'importance à la théorie quantitative de la monnaie ni aux règles que préconisent les monétaristes. L'économie évoluant en dents de scie et traversant des périodes d'instabilité, il est dangereux que la Fed soit l'esclave d'un objectif monétaire pré-ordonné, estiment-ils : la Fed devrait avoir une certaine marge de manœuvre pour agir. En outre, les keynésiens ne croient pas que les marchés s'adaptent aux perturbations et reviennent rapidement au niveau de production de plein emploi.

Le keynésianisme a prédominé pendant le premier quart de siècle qui a suivi la Seconde Guerre mondiale. Mais la théorie keynésienne traditionnelle a été mise à mal par les monétaristes durant les années 70, décennie marquée par une inflation galopante et une croissance économique atone. Alors que le keynésianisme n'apportait pas de solution satisfaisante, Friedman et les autres monétaristes offraient une explication convaincante aux taux d'inflation élevés : l'accroissement rapide de la masse monétaire. La maîtrise de la masse monétaire était donc la clé d'une politique économique avisée.

En 1979, Paul A. Volcker devint président de la Fed et fit de la lutte contre l'inflation sa grande priorité. La Fed limita la masse monétaire (conformément à la règle énoncée par Friedman) afin de juguler l'inflation, et cette mesure fut couronnée de succès. L'inflation recula considérablement, au prix toutefois d'une grande récession.

Le monétarisme engrangea une autre victoire en Grande-Bretagne. Lorsque Margaret Thatcher fut élue Premier ministre en 1979, le pays était aux prises avec une inflation élevée depuis plusieurs années. Margaret Thatcher utilisa le monétarisme pour combattre la hausse des prix et réussit à diviser le taux d'inflation par deux, le ramenant en dessous de 5 % en 1983.

L'heure de gloire du monétarisme fut cependant de courte durée. En effet, intervenir sur la masse monétaire n'est utile que si la relation

entre la monnaie et le PIB nominal, et donc l'inflation, est stable et prévisible; autrement dit, si la masse monétaire augmente, le PIB nominal augmente aussi, et vice-versa. Mais pour obtenir cet effet direct, la vitesse de circulation de la monnaie doit être prévisible.

Dans les années 70, la vitesse de circulation a progressé à un rythme relativement constant et la théorie quantitative de la monnaie apparaissait valide (voir graphique). Le taux de croissance de la monnaie, ajusté pour un niveau prévisible de vitesse de circulation, déterminait le PIB nominal. Au cours des années 80 et 90 en revanche, cette vitesse est devenue très instable, avec des hauts et des bas imprévisibles. Le lien entre la masse monétaire et le PIB nominal s'est rompu, et l'utilité de la théorie quantitative de la monnaie a été remise en cause. Bon nombre d'économistes qui avaient été convaincus par le monétarisme dans les années 70 ont abandonné cette doctrine.

Pour la plupart des économistes, le fait que la vitesse de circulation de la monnaie n'est plus aussi prévisible qu'avant s'explique surtout par la modification des règles bancaires et d'autres innovations financières. Dans les années 80, les banques ont ainsi été autorisées à proposer des comptes chèques rémunérés, ce qui a estompé la frontière entre les comptes d'épargne et les comptes courants. De plus, beaucoup de ménages ont découvert que les marchés financiers, les fonds communs de placement et d'autres actifs constituaient des solutions plus intéressantes que les dépôts bancaires traditionnels. Tout cela a eu pour effet de modifier la relation entre la monnaie et les performances économiques.

Des idées malgré tout intéressantes

L'interprétation monétariste de la Grande Dépression n'a toutefois pas été totalement oubliée. Dans une allocution prononcée fin 2002 à l'occasion du 90^e anniversaire de la naissance de Milton Friedman, Ben S. Bernanke, alors gouverneur de la Fed et qui allait en prendre la présidence quatre ans plus tard, déclara : «Je voudrais dire à Milton et à Anna [Schwartz] : concernant la Grande Dépression, vous avez raison. C'est nous [la Fed] qui en sommes responsables. Nous sommes infiniment désolés. Mais grâce à vous, nous ne referons plus la même erreur». En tant que président de la Fed, Ben Bernanke fit référence aux travaux de Friedman et de Schwartz lorsqu'il décida d'abaisser les taux d'intérêt et d'augmenter la masse monétaire pour stimuler l'économie pendant la récession mondiale qui a démarré en 2007 aux États-Unis. D'éminents monétaristes (dont Anna Schwartz) protestèrent que les mesures de la Fed allaient faire flamber les prix. Il n'en fut rien : la vitesse de circulation de la monnaie chuta et la déflation est considérée comme un risque beaucoup plus grave.

Bien que la plupart des économistes rejettent aujourd'hui l'attention aveugle portée à la croissance de la monnaie qui est au cœur de l'analyse monétariste, certains principes importants du monétarisme ont trouvé leur place dans l'analyse non monétariste moderne, rendant plus floue la distinction entre monétarisme et keynésianisme qui semblait si nette il y a 30 ans. Le plus important est sans doute que l'inflation ne peut pas continuer indéfiniment sans augmentations de la masse monétaire, et contrôler cette masse monétaire doit être l'objectif majeur, sinon unique, de la banque centrale. ■

Sarwat Jahan est économiste et Chris Papageorgiou est chef de division adjoint au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.



Prédire les

John C. Bluedorn, Jörg W. Decressin et Marco E. Terrones

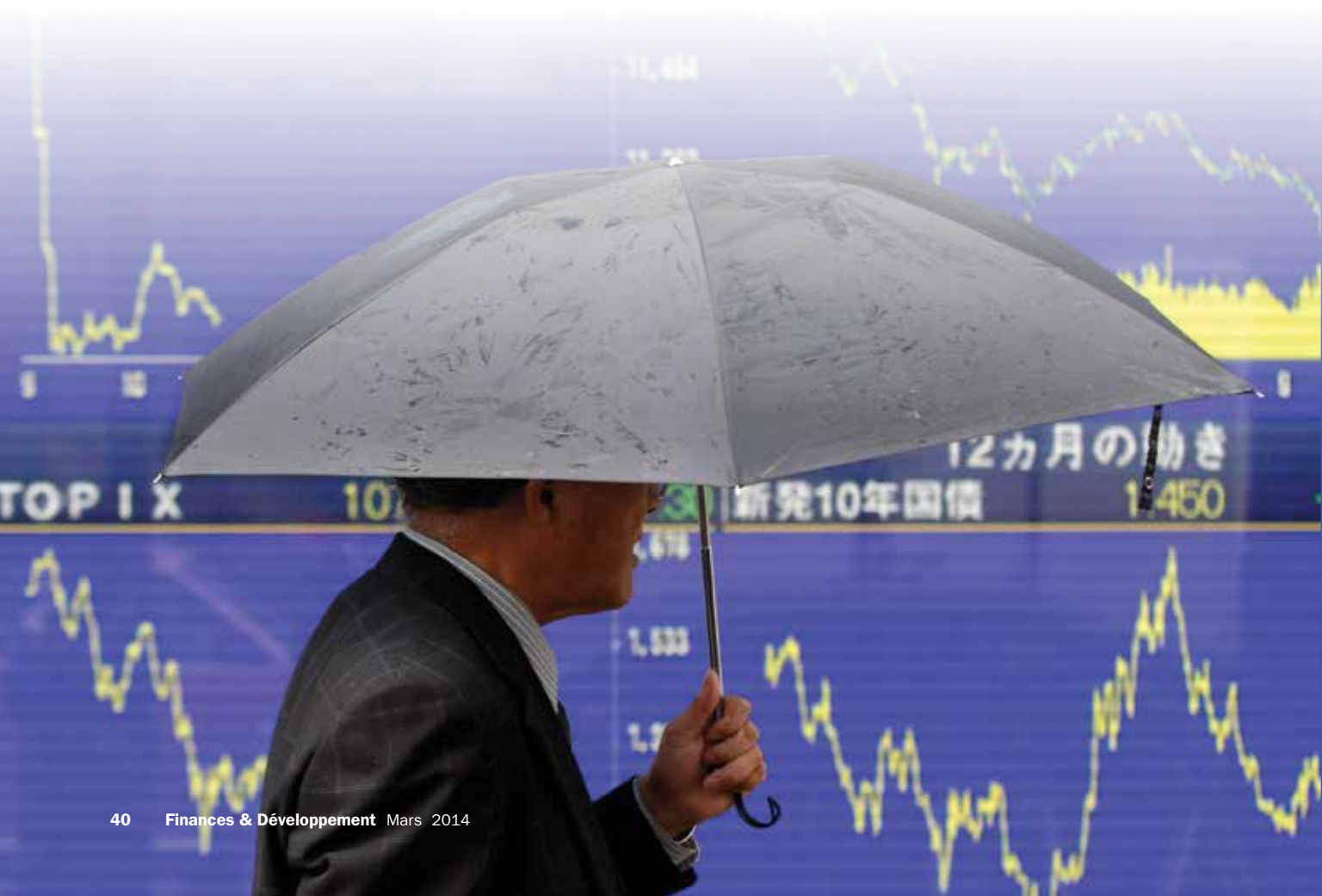
L'évolution des prix des actifs permet de prédire les ralentissements économiques

DEUX points de vue s'opposent sur le lien entre l'évolution des prix des actifs et les cycles conjoncturels, les récessions en particulier. Pour certains, les récessions sont souvent précédées ou accompagnées d'une correction des prix des actifs. Le krach boursier et la Grande Dépression de 1929, l'effondrement des prix des actifs du début des années 90 et la récession qui s'ensuit au Japon ainsi que la chute généralisée des prix des actifs et la Grande Récession de 2008 figurent parmi les exemples les plus flagrants de récessions annoncées par une correction des prix des actifs.

Pour d'autres, les fluctuations des prix des actifs peuvent être trop importantes pour être de bons indicateurs du risque de récession. L'effondrement

brutal du marché boursier n'a guère perturbé la reprise économique aux États-Unis en 1962. De même, le krach boursier d'octobre 1987 n'y a pas sensiblement affecté l'activité économique alors même qu'une forte récession était prédite pour 1988. Selon ce point de vue, les variations des prix des actifs reflètent souvent un excès d'optimisme ou de pessimisme dans l'évolution des attentes des investisseurs et sont, de ce fait, de piètres indicateurs de la conjoncture.

Ces deux points de vue soulèvent d'importantes questions sur le lien entre les prix des actifs et le cycle de l'activité économique. Que dit la théorie? Ces implications sont-elles corroborées par les données? Les corrections des prix des actifs permettent-elles de prédire la survenue



récessions

d'une récession? Pour tenter de répondre à ces questions, nous exposerons d'abord ce que l'on peut attendre du lien entre prix des actifs et cycle conjoncturel d'après la théorie économique et examinerons si ces attentes sont confirmées par les données des 40 dernières années pour les pays avancés (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni) du G-7. Nous verrons ensuite si les prix des deux principaux actifs — actions et logements — permettent de prédire la survenue d'une récession dans ces pays, et nous examinerons l'incidence sur la valeur explicative de ces prix de l'inclusion dans l'analyse d'autres variables considérées comme liées au cycle de l'activité économique.

Fluctuations des prix des actifs et de la production

Les raisons théoriques de l'existence d'un lien entre les variations des prix des actifs et le cycle conjoncturel sont nombreuses. Tout d'abord, les prix des actifs affectent le patrimoine net des ménages et leur capacité d'emprunt, ce qui peut avoir une forte incidence sur leurs intentions de consommation. Ensuite, selon la théorie du ratio q de Tobin, l'investissement doit évoluer dans le même sens que le ratio q , qui correspond au rapport entre les valeurs de marché et de remplacement du capital. L'investissement doit donc être élevé quand les prix des actifs, qui sont directement liés à la valeur de marché du capital, sont élevés, et vice versa. Enfin, les variations des prix des actifs peuvent affecter les bilans des entreprises en ayant un effet positif ou négatif sur la qualité de leur signature, qui augmente ou réduit leur disposition et leur aptitude à investir. Les fluctuations des prix des actifs peuvent aussi affecter les bilans des banques en incitant celles-ci à ajuster leurs fonds propres et leurs opérations de crédit. Ces effets peuvent être amplifiés par les marchés de capitaux quand emprunteurs et prêteurs n'ont pas accès aux mêmes informations et que les premiers ont une capacité d'engagement limitée.

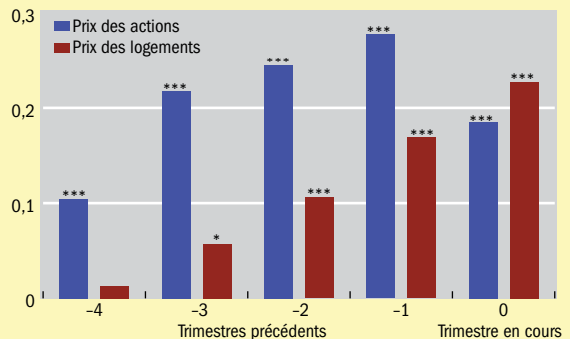
Enfin, d'après l'équation de base utilisée dans le secteur financier pour fixer le prix des actifs, celui-ci doit correspondre à la valeur actuelle des revenus que les actifs en question produisent et devraient produire à l'avenir. Ces revenus sont les dividendes, dans le cas des actions, et les loyers, dans celui des logements. Puisque les variations de ces revenus accompagnent ou anticipent l'évolution de la situation économique, les prix des actifs devraient permettre de prévoir le niveau d'activité économique. L'évolution du taux d'actualisation (appliqué au flux de revenus attendus pour calculer la valeur actuelle des actifs) accentue cette corrélation si elle reflète la recherche de rendement des investisseurs : en période d'expansion, les investisseurs prennent davantage de risques, ce qui fait baisser le taux d'actualisation et augmenter le prix des flux inchangés de dividendes ou de loyers, et en période de contraction économique, ils font exactement le contraire.

Graphique 1

Les prix des actifs mènent le jeu

Les variations des prix des actifs ont tendance à devancer celles de la production dans les pays du G-7, ce qui permet de penser qu'une baisse des prix des actifs pourrait annoncer une récession.

(Coefficient de corrélation)



Source : calculs des auteurs.

Note : Ce graphique mesure la corrélation entre les variations des prix des actions et des logements pendant le trimestre en cours (0) et les trimestres précédents, et les variations de la production du moment dans les pays du G-7 — Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni. Une corrélation positive (négative) indique que la variation des prix des actifs considérés pendant le trimestre en cours ou le trimestre précédent va dans le même sens (le sens opposé) que celle de la production du moment. * = probabilité de 90 % et *** = probabilité de 99 % d'une concomitance de la variation des prix des actifs considérés et de la variation de la production. Les données utilisées se rapportent à la période 1970-2012.

Nous déduisons de ce qui précède deux importantes implications pour le lien entre prix des actifs et cycle économique. Les premiers devraient, d'une part, être procycliques (évoluer de pair avec la production réelle), et d'autre part, entraîner le cycle économique. Ces deux suppositions sont-elles corroborées par les données? Nous tenterons de répondre à cette question à l'aide des données relatives aux pays du G-7 pour la période 1970–fin 2012. Le graphique 1 montre les coefficients moyens de corrélation croisée contemporaine et avancée pour l'évolution des prix réels des actifs et la croissance de la production dans les pays considérés.

Deux résultats importants se dégagent de l'analyse. Premièrement, les prix des actifs sont effectivement procycliques, comme la théorie le prédit. Les corrélations contemporaines entre les variations des prix réels des actifs et la croissance de la production sont positives (elles évoluent dans le même sens) et significativement différentes de zéro (donc statistiquement significatives). La faiblesse des coefficients de corrélation indique toutefois que les prix des actions et des logements ne sont que légèrement procycliques. Deuxièmement, les variations des prix des actifs ont jusqu'à un an d'avance sur celles de la production. C'est pour une avance d'un trimestre que l'on observe la plus forte corrélation croisée avec la croissance de la production pour les variations des prix



des actions et de l'immobilier. Mais ces coefficients croisés ne sont significativement différents de zéro à chaque horizon que dans le cas des variations des prix des actions pour une avance maximale de quatre trimestres sur une variation de la production. On peut donc penser que les prix des actifs pourraient effectivement être d'utiles indicateurs coïncidents et précurseurs du cycle économique.

Prédiction des récessions

Voyons maintenant comment les variations des prix des actifs peuvent permettre de prédire les récessions à l'aide d'un modèle de régression logistique qui est souvent utilisé pour étudier le comportement de variables binaires dépendantes. Ce sont des variables qui peuvent prendre une de deux valeurs possibles. Dans notre analyse, la valeur utilisée est l'unité si la récession survient le trimestre suivant (la production par habitant culmine pendant le trimestre en cours) et zéro autrement. Dans ces modèles, la valeur prédite se situera entre zéro et 1 et on peut considérer qu'elle représente le risque de récession pendant le trimestre suivant. Une hausse de la valeur prédite indiquerait que, d'après le modèle, les risques de récession se sont accrus. En nous concentrant sur le moment où une récession s'amorce plutôt que sur la question de savoir si une économie est ou non en récession pendant un trimestre donné, nous nous démarquons nettement de nombreuses études antérieures. De ce fait, le modèle statistique que nous avons élaboré est une sorte d'indicateur précurseur de l'entrée en récession auquel on a généralement recours avec un décalage de plusieurs trimestres.

Les prix réels des actifs permettent-ils donc de prédire la survenue des récessions? En un mot : oui. Nous avons constaté une corrélation négative et statistiquement significative entre les variations des prix réels (corrégés de l'inflation) des actions et le risque d'une entrée en récession pendant le trimestre suivant. La corrélation négative signifie que le risque de récession augmente quand les prix réels des actions baissent et qu'il diminue quand ces prix montent. Nous avons également constaté l'existence d'une corrélation négative

entre les variations des prix réels de l'immobilier et le risque d'une entrée en récession, mais à la différence des variations des prix des actions, cette corrélation n'est pas significativement différente de zéro. Quand on inclut simultanément dans le modèle les variations des prix des deux types d'actifs, on obtient des coefficients et une signification comparables à ceux des modèles qui les considèrent séparément. La performance de ces modèles pendant la période d'observation est très satisfaisante, comme en témoigne le chiffre élevé obtenu pour l'AUC (aire sous la courbe). Cette statistique sert en l'occurrence à montrer l'exactitude avec laquelle un modèle prédit la survenue des récessions. La valeur obtenue est d'environ 0,8 quand les prix des actions sont inclus, ce qui est sensiblement supérieur au niveau de référence de 0,5 correspondant à une estimation aléatoire. Cela dit, le modèle n'est pas parfait : il produit des fausses alertes du fait que les récessions ne sont pas très fréquentes.

Pour examiner le rôle d'autres facteurs souvent considérés comme des signes annonciateurs de récession, nous avons introduit les variables suivantes : l'écart de taux d'intérêt (la différence de rendement entre les obligations d'État à 10 ans et à trois mois), la volatilité implicite des cours boursiers qui composent l'indice S&P 500 (indicateur couramment utilisé pour mesurer l'incertitude mondiale et l'aversion pour le risque) et l'évolution des prix réels du pétrole. Une réduction de l'écart de taux d'intérêt (indiquant un durcissement de la politique monétaire), une montée de l'incertitude et de l'aversion pour le risque (qui a un effet négatif durable sur la consommation et l'investissement) et une hausse des cours du pétrole (qui augmente les coûts du transport et des moyens de production) sont souvent citées comme des facteurs qui augmentent la probabilité de récession.

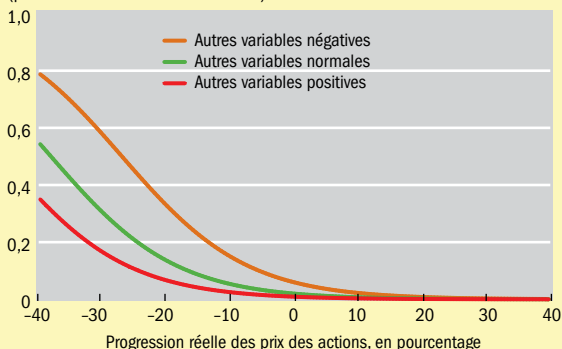
L'inclusion de ces autres variables explicatives ne modifie en rien l'effet négatif et significatif des variations des prix réels des actions. Fait intéressant, lorsque les autres variables sont incluses, l'effet négatif estimé des variations des prix réels de l'immobilier est plus important que lorsque les variations des

Graphique 2

Un pronostic complet

L'évolution des autres variables du marché – prix des logements, écart de taux d'intérêt, volatilité des cours boursiers et prix du pétrole – affecte le degré auquel une baisse des cours des actions dans les pays du G-7 accroît les risques d'une entrée en récession au cours du trimestre suivant.

(probabilité d'une nouvelle récession)



Source : calculs des auteurs.

Note : La ligne rouge représente la probabilité qu'une récession survienne après une baisse des cours des actions alors que les autres indicateurs sont dans l'ensemble positifs. La ligne verte représente la situation lorsque les autres indicateurs sont normaux. La ligne orange représente la probabilité d'une récession lorsque les autres indicateurs signalent aussi des problèmes. Les «autres» indicateurs sont les variations des prix réels des logements, l'écart de taux d'intérêt (différence entre les rendements des actions d'État à 10 ans et à trois mois), la volatilité implicite des cours des actions dans l'indice américain S&P 500 (VXO/VIX), et la hausse des prix réels du pétrole. Le graphique repose sur les données de la période 1970-2012.

prix de l'immobilier sont considérées séparément ou avec les cours des actions. Dans le premier cas, les variations des prix de l'immobilier sont statistiquement significatives. Sans surprise, la réduction de l'écart de taux d'intérêt et la montée des incertitudes du marché et de l'aversion pour le risque sont associées à une plus forte probabilité de nouvelle récession. En revanche, les variations des prix réels du pétrole ne semblent pas permettre de prédire les récessions, peut-être parce qu'une hausse des cours du pétrole peut aussi découler d'une forte demande globale. Le modèle est aussi performant quand il inclut les autres variables que sans elles, ce qui suggère que ces autres variables n'ont guère d'impact sur son aptitude à prédire les récessions.

Dans l'ensemble, donc, les variations des prix réels des actions sont l'un des meilleurs indicateurs de l'imminence d'une récession, comme l'illustre le graphique 2. Une baisse des cours boursiers accroît sensiblement le risque d'entrée en récession au trimestre suivant, comme l'indiquent les lignes descendantes du graphique. À l'inverse, une hausse des cours réduit ce risque. Mais le risque de base de récession étant faible (4 % environ à n'importe quel trimestre), les hausses des cours boursiers n'ont guère d'effet tangible sur le pronostic. Autrement dit, la valeur prédictive des cours des actions est fondamentalement entachée d'une asymétrie. S'il faut se méfier d'une chute brutale des cours boursiers, leur hausse n'accroît guère les risques de récession. La valeur prédictive des prix des actifs change aussi quand les autres variables en temps réel sont au rouge — la ligne orange est partout au-dessus de la ligne verte. Si une inversion de l'écart de taux d'intérêt et une baisse des prix de l'immobilier accompagnent une forte chute des cours boursiers, une récession est très probablement en vue, d'après le modèle.

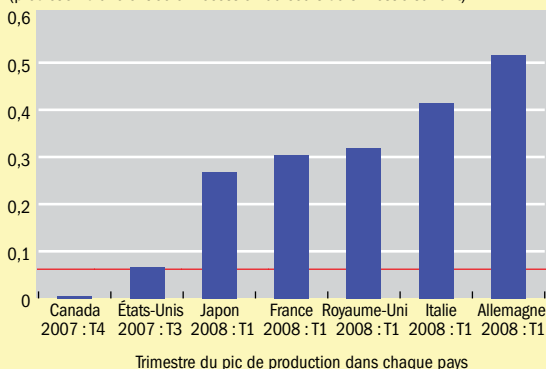
Enfin, le modèle semble avoir prédit avec assez d'exactitude le début des dernières récessions dans les pays du G-7. Le graphique 3 montre les prévisions d'entrée en récession qu'il a établies ces dernières années avec un trimestre d'avance pour chaque pays du G-7. Dans le cas des pays européens du G-7 (Allemagne, France, Italie et Royaume-Uni) et du Japon, il a tapé dans le mille. Dans le cas des États-Unis, il a annoncé une récession, mais de justesse, et dans celui du Canada il n'a rien vu venir.

Graphique 3

Plus de succès que d'échecs

Les baisses de prix des actifs ont bien annoncé l'arrivée de la dernière forte récession dans les grands pays européens et au Japon, l'ont prédite de justesse aux États-Unis, mais ne l'ont pas anticipée au Canada.

(prédiction d'une entrée en récession au cours du trimestre suivant)



Source : calculs des auteurs.

Note : La ligne rouge (0,06) représente le point de coupure optimal probable pour prédire une entrée en récession au cours du trimestre suivant, choisi à la lumière des informations disponibles jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2007 (le point de coupure de l'indice de Youden). Les colonnes représentent l'exactitude avec laquelle le modèle a prédit l'entrée en récession dans chacun des pays du G-7. Les trimestres indiqués sont ceux qui ont immédiatement précédé le début de la récession dans chaque pays (alors que la production culminait) et les colonnes représentent la force du signal donné d'une entrée en récession au cours du trimestre suivant.

Des indicateurs utiles

Les corrections des prix réels des actifs permettent de prédire les récessions. Les corrections prononcées des prix réels des actions, en particulier, sont associées à un accroissement notable du risque de récession au cours du trimestre suivant. Si, en même temps, les prix de l'immobilier s'effondrent et l'écart de taux d'intérêt devient négatif, le risque de récession augmente nettement. Le message est clair : les gouvernants doivent être attentifs aux chutes brutales des prix des actifs — surtout lorsqu'elles s'accompagnent d'une réduction des écarts de taux d'intérêt. Ces évolutions annoncent probablement des ennuis dans un très proche avenir. ■

John C. Bluedorn est économiste et Jörg W. Decressin est directeur adjoint du Département Europe du FMI. Marco E. Terrones est assistant du Directeur du Département des études du FMI.

Cet article s'inspire du document de travail 13/203 du FMI rédigé par les auteurs sous le titre «Do Asset Price Drops Foreshadow Recessions?».

L'homme face à la nature



Nicole Laframboise et Sebastian Acevedo

Dans la lutte contre les catastrophes naturelles, des politiques macroéconomiques prospectives peuvent aider les pays à se préparer au choc inévitable et à l'atténuer

NOUS avons toujours en tête les images de destruction et de mort qui ont suivi le passage du typhon Haiyan sur les Philippines, en novembre 2013. Ces images-là rappellent d'autres scènes de désolation, après le tsunami qui a dévasté le Sud de l'Asie en 2004 ou l'ouragan Katrina dont les États-Unis ont été victimes en 2005. Mais les dommages provoqués par ces catastrophes ne se limitent pas à leurs effets immédiats.

En novembre 2013, le *New York Times* mettait en une l'histoire bouleversante d'un jeune Philippin et le calvaire qu'il avait vécu après une simple fracture de la jambe (Bradsher, 2013). Il était resté allongé sur un brancard cinq jours durant dans un hôpital de fortune, entouré de ses enfants, avant de mourir des suites d'une infection, faute de soins.

Les catastrophes ont bien évidemment des conséquences psychologiques à long terme. Outre leurs coûts humains directs et immédiats, les catastrophes naturelles aggravent souvent la pauvreté et font reculer la justice sociale. Les pays en développement et leurs populations très vulnérables sont particulièrement exposés.

Les catastrophes naturelles sont-elles plus fréquentes et plus graves qu'avant? Ou bien sommes-nous simplement mieux informés? Comment y faisons-nous face? La technologie et les moyens de communication perfectionnés nous permettent-ils de nous préparer et d'agir pour sauver des vies et limiter le préjudice économique?

Durant les 50 dernières années, la fréquence de ces phénomènes s'est effectivement accrue (graphique 1). La couverture médiatique des catastrophes a considérablement progressé, mais il est vrai aussi que les catastrophes climatiques se multiplient et s'intensifient et qu'un nombre croissant de personnes et de biens sont concentrés dans des zones à risque. Il convient de noter que le nombre de catastrophes a baissé pendant la dernière décennie, mais que le nombre de personnes touchées et les coûts ont continué d'augmenter.

Les pauvres sont les plus menacés

Dans les pays en développement (pays à revenu faible ou intermédiaire selon la définition de la Banque mondiale), les catastrophes naturelles sont plus fréquentes et font plus de victimes qu'ailleurs (Laframboise et Loko,

2012) (graphique 2). Environ 99 % des personnes touchées par des catastrophes naturelles depuis les années 60 vivaient dans des pays en développement (87 % dans des pays à revenu intermédiaire, 12 % dans des pays à faible revenu) et 97 % des personnes décédées à la suite de catastrophes naturelles habitaient dans ces pays (64 % dans des pays à revenu intermédiaire et 32 % dans des pays à faible revenu). Proportionnellement à leur superficie et leur population, les petits États insulaires sont ceux où ces phénomènes sont les plus fréquents. Dans les Caraïbes orientales, une catastrophe naturelle susceptible d'entraîner des dommages équivalant à plus de 2 % du PIB peut survenir tous les deux ou trois ans.

Les pays avancés sont plus en mesure d'absorber le coût des catastrophes naturelles, car ils ont recours aux assurances privées, disposent d'une épargne intérieure plus substantielle et se financent sur les marchés. Ils consacrent également plus de ressources à la prévention des facteurs de vulnérabilité, notamment en élaborant et appliquant des normes de construction.

La valeur monétaire des dommages consécutifs aux catastrophes naturelles est bien plus importante dans les pays avancés, du fait des volumes de capitaux et de leur concentration, mais en pourcentage de la richesse et de la production nationales, les dommages tendent à être bien supérieurs dans les pays en développement : les coûts directs du séisme majeur qui a eu lieu au Japon en 2011 ont été estimés à environ 3,6 % du PIB; en Haïti, le coût direct du séisme de 2010 a largement dépassé le PIB total de cette année.

Dans les pays en développement, les habitants sont plus susceptibles de vivre dans des zones à haut risque et les infrastructures sont généralement très insuffisantes. La dépendance vis-à-vis de secteurs comme l'agriculture et le tourisme, eux-mêmes tributaires des conditions météorologiques, y est plus importante. En outre, leurs secteurs économiques sont plus interconnectés, ce qui accroît la vulnérabilité de chaque économie aux chocs dans d'autres secteurs, y compris en raison des participations croisées intersectorielles et des liens entre les différentes infrastructures. Pourtant, il leur manque des mécanismes appropriés pour intervenir en urgence.

Que ce soit dans les pays riches ou à faible revenu, les membres les plus fragiles de la société sont les premières victimes des catastrophes. Ils n'ont (quasiment) pas d'économies pour financer leurs dépenses de consommation courantes et le fait de vendre même une partie de leur capital (du bétail, par exemple) diminue leur capacité productive et la valeur cumulée de tous leurs gains. Leurs qualifications professionnelles et leur mobilité étant limitées, ils subissent de façon disproportionnée les effets indirects des catastrophes tels que l'inflation. (Les catastrophes naturelles entraînent souvent de l'inflation, car les pénuries de biens et de services essentiels accentuent la pression de la demande.) Tous ces facteurs cumulés engendrent des pertes définitives de bien-être.

Répercussions économiques

À brève échéance, une catastrophe naturelle provoque une baisse de la production économique et un creusement du déficit budgétaire. Le potentiel d'exportation souffre aussi, ce qui accentue les déficits vis-à-vis du reste du monde dans le secteur du commerce et des services. Ces effets peuvent être atténués par l'aide et l'investissement étrangers, mais après des catastrophes de grande ampleur, les incidences sur la croissance

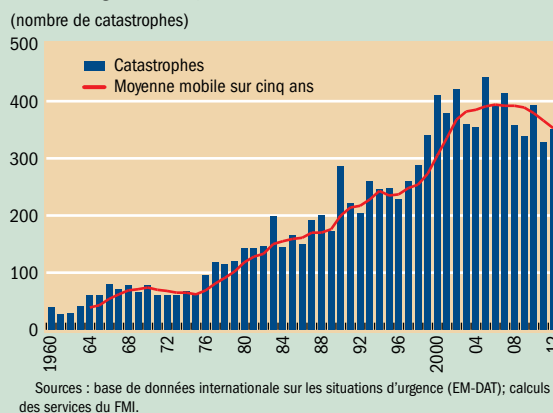
et le revenu tendent à persister. Le taux de croissance baisse d'en moyenne 0,7 % la première année qui suit, avec, au bout de trois ans, une perte de production cumulée d'environ 1,5 % venant s'ajouter aux pertes directes immédiates. Le PIB réel par habitant recule d'environ 0,6 % en moyenne et de 1 % dans les pays à faible revenu. Les sécheresses sont les phénomènes dont les retombées sont les plus importantes, sauf dans les petits États insulaires (aux Caraïbes, par exemple; voir encadré), où les dommages les plus graves sont imputables aux ouragans.

Après une catastrophe majeure, les autorités doivent décider si les dépenses urgentes seront financées par une réduction ou une réaffectation des dépenses existantes ou par l'emprunt. Quand le choc est jugé transitoire, c'est-à-dire si la réparation des dommages matériels doit prendre moins d'un an, il peut être judicieux d'emprunter pour soutenir l'économie intérieure et compenser les effets négatifs des chocs. Cette solution permet aussi de maintenir le revenu des populations les plus durement touchées et d'aider les plus vulnérables. Si les effets de la catas-

Graphique 1

Frappés par la calamité

À l'échelle mondiale, la fréquence des catastrophes naturelles n'a cessé d'augmenter depuis 1960, sauf durant la dernière décennie.

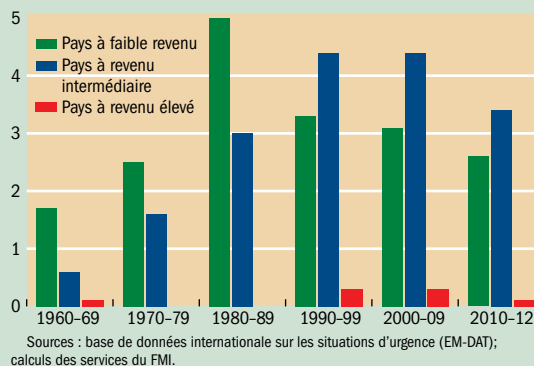


Graphique 2

Un lourd tribut

Les catastrophes touchent plus de monde dans les pays en développement que dans les pays riches.

(pourcentage moyen d'habitants touchés, par an)



Conséquences des catastrophes dans les Caraïbes

Les Caraïbes sont l'une des régions du monde les plus exposées au risque de catastrophe. En termes de catastrophes par habitant et par kilomètre carré, les pays caribéens figurent parmi les 50 endroits les plus menacés de la planète (Rasmussen, 2006). Plus de 400 catastrophes ont frappé la région entre 1950 et 2012, dont 267 cyclones tropicaux (en majorité des ouragans) et 113 inondations. La probabilité qu'un pays de la région soit touché par une tempête tropicale au cours d'une année donnée est de 14 % en moyenne, et de plus de 10 % pour la plupart d'entre eux.

Dans les Caraïbes, les catastrophes ont des effets variables sur la croissance et la dette. D'après Strobl (2012), un ouragan ampute la production d'un pays de près de 1 % en moyenne; Acevedo (2013) observe des résultats comparables pour les tempêtes et les inondations graves et des conséquences plus minimes pour

les tempêtes d'intensité modérée (0,5 %). La croissance suit en général une trajectoire de redressement typique : l'activité repart juste après la catastrophe, pendant la phase de reconstruction. Le rebond est souvent de courte durée et ne compense pas les dommages initiaux; en définitive, l'effet sur le PIB est donc négatif.

L'effet sur la dette est encore plus spectaculaire. Dans l'Union monétaire des Caraïbes orientales, le ratio dette/PIB gagne 5 points de pourcentage en moyenne l'année de survenue d'une tempête (Acevedo, 2013). Plus globalement, les inondations font augmenter la dette dans les Caraïbes, ce qui n'est pas le cas des tempêtes. Cela est dû en partie au fait que les ouragans bénéficient d'une couverture médiatique plus large, favorisant l'afflux d'aide du monde entier et les allègements de dette (Eisensee et Strömberg, 2007); l'écho donné aux inondations, en revanche, est plus local.

trrophe s'inscrivent dans le long terme, l'économie doit s'adapter lentement à un nouvel équilibre et le gouvernement doit faciliter la transition et préserver la stabilité macroéconomique.

Après une catastrophe naturelle, les petits États insulaires et les pays à faible revenu voient souvent augmenter leur dette publique, même quand ils reçoivent de l'aide et des fonds de l'étranger. Dans les Caraïbes orientales, l'effet a été significatif : ouragan Ivan, par exemple, qui a balayé la Grenade en 2004, a fait 39 victimes, 60.000 déplacés et provoqué des dommages estimés à 890 millions de dollars (150 % du PIB). La production s'est effondrée et le ratio dette/PIB a atteint 95 %, soit une hausse de 15 points en tout juste un an. Une restructuration a été opérée en 2005, mais aujourd'hui encore, le niveau de la dette grenadine reste élevé.

Les conséquences des catastrophes naturelles dépendent de nombreux paramètres, parmi lesquels la taille et la structure de l'économie, la densité de population dans les zones à haut risque, le revenu par habitant et le développement du système financier. Des études récentes montrent qu'un meilleur niveau de qualification, des institutions plus efficaces (collectivités locales, services de santé, police, état de droit, etc.), une ouverture plus grande aux échanges et une hausse des dépenses publiques aident à maîtriser le coût économique des catastrophes naturelles (Noy, 2009). L'amélioration des institutions et les progrès de l'instruction permettent à un pays de réagir avec compétence et efficacité en cas de catastrophe, de répartir judicieusement l'aide extérieure et de faire appliquer des mesures structurelles (normes de construction, règlements de zonage) qui contribuent à atténuer les dommages. En outre, les pays disposant de réserves de change substantielles et réglementant les sorties de capitaux sont plus à même d'enrayer la fuite des capitaux qui suit généralement une catastrophe naturelle.

Les pays dont le système financier est plus dense sont moins durement touchés en cas de catastrophe. Leurs déficits budgétaires se creusent, mais leurs pertes de production sont moindres que dans les autres pays. Des marchés de la dette plus actifs permettent d'accéder plus vite aux capitaux locaux pour financer la reprise, ce qui rend moins nécessaire le recours aux capitaux étrangers, qui peut se révéler plus laborieux voire impossible. Les pays ayant un système financier actif et un taux élevé de couverture par l'assurance sont ceux qui s'en tirent le mieux, car le risque est alors transféré à des tiers (même dans le cas des assureurs locaux,

par le biais de la réassurance); l'investissement et la reconstruction ne grèvent donc (quasiment) pas les finances publiques. La Nouvelle-Zélande, par exemple, a été frappée par deux violents tremblements de terre en 2010 et 2011. Ils ont provoqué des dégâts considérables, estimés à 10 % du PIB, mais compte tenu des montants assurés (6 % du PIB), une fraction importante des coûts a été transférée à l'étranger. L'activité n'a pas diminué et la croissance a même augmenté durant la phase de reconstruction.

Généralement, la réaction des pouvoirs publics consiste à contracter de nouveaux emprunts et à puiser dans les réserves, tout en procédant à des ajustements macroéconomiques (baisse des dépenses courantes et hausses d'impôts). Le FMI intervient à ce stade, y compris en incitant d'autres bailleurs à prêter et en aidant les gouvernements concernés à préserver la stabilité macroéconomique et à définir les bonnes mesures pour amorcer la reprise.

Gestion des risques

La plupart des catastrophes naturelles sont impossibles à prévenir, mais nos travaux montrent que l'on pourrait faire davantage pour réduire les coûts humains et économiques et minimiser les pertes de bien-être. Des mesures gouvernementales peuvent être prises en amont pour atténuer les effets des catastrophes sur la population et la production, en particulier dans les pays très exposés en raison des conditions géophysiques ou météorologiques. Dans ces régions, un cadre d'action prenant explicitement en compte les risques et les coûts des catastrophes peut permettre aux autorités de mieux se préparer et de réagir aux chocs provoqués par les catastrophes naturelles (voir tableau).

Plusieurs obstacles empêchent une prévention plus globale. Premièrement, nombre de pays à faible revenu n'ont pas les moyens budgétaires ni les ressources techniques et humaines nécessaires pour parer aux catastrophes, construire des digues ou équiper les bureaux et les maisons de manière à ce qu'ils résistent aux tempêtes. Les pays dont le niveau d'endettement est excessif se retrouvent dans une situation particulièrement délicate. Tous ces facteurs freinent l'élaboration de mécanismes visant à réduire les risques ou à s'autoassurer (c'est-à-dire à épargner pour les jours difficiles ou à s'assurer en prévision).

Deuxièmement, il est difficile d'affecter à ce risque des ressources déjà limitées, qui, en d'autres circonstances, financeraient

des dépenses sociales ou d'infrastructure très utiles, d'autant qu'il peut toujours s'écouler un temps assez long avant la grande catastrophe suivante. C'est pourquoi la prévention et l'atténuation des risques doivent s'appuyer sur une évaluation de la probabilité de survenue d'une catastrophe et des principales vulnérabilités.

Troisièmement, pour des pays en développement, l'aide et les financements d'urgence peuvent être une incitation puissante quoique logique à ne pas investir suffisamment dans la réduction des risques. Ces capitaux sont assortis de taux d'intérêt si bas qu'il paraît absurde de puiser dans les maigres ressources disponibles en prévision d'une catastrophe; la dépense pourrait ne pas valoir le bénéfice qu'on en escompte. Après le séisme de 2010, par exemple, Haïti a reçu pour 9,9 milliards de dollars de promesses de dons, soit 1,5 fois son PIB nominal. Le pays n'aurait jamais pu réunir un tel budget pour s'assurer contre les dommages du séisme.

Enfin, il se peut que les pays sous-estiment l'accentuation progressive du risque de catastrophes, en particulier climatiques.

Devrait-on parler d'argent quand il s'agit d'éviter des drames humains? Le premier impératif devrait être de sauver des vies, mais il faut aussi veiller à réduire le coût économique des catastrophes, qui induit à son tour des coûts humains et sociaux pour parfois plusieurs générations. Les dirigeants doivent se demander si, du sommet jusqu'à la base du processus décisionnel, la gestion des risques de catastrophe se voit accorder suffisamment d'attention.

Planification de l'avenir

S'appuyant sur des études de cas récentes, nous tirons quelques leçons élémentaires et d'autres, un peu moins évidentes. Il ressort que des politiques macroéconomiques avisées, avant et après les catastrophes, changent la donne. L'une des leçons fondamentales est que disposer d'une marge de manœuvre budgétaire pour financer des dépenses d'urgence permet d'atténuer et de résoudre les crises et de s'assurer, tandis qu'un faible niveau d'endettement donne plus de latitude budgétaire s'il faut financer la reconstruction; en outre, les investissements publics destinés à réduire les risques se révèlent payants à terme.

Une conclusion moins évidente mais importante est que l'action publique peut être largement améliorée en matière de gestion des

risques et d'atténuation des coûts économiques et sociaux (voir tableau). Dans les régions à risque, les autorités devraient estimer la probabilité des chocs et identifier les faiblesses à l'échelle locale.

Les politiques fiscales et budgétaires doivent être souples pour permettre au besoin une réaffectation rapide des dépenses.

Avant une catastrophe, les pays pourraient obtenir des aides extérieures pour la prévention des risques, ce qui est sans doute plus payant que des financements d'urgence accordés après coup.

Quand la catastrophe a eu lieu, une coopération plus efficace avec les partenaires étrangers est aussi essentielle, surtout dans les pays à faible revenu ou dotés de capacités administratives limitées.

S'assurer est le meilleur moyen de minimiser les coûts réels d'une catastrophe naturelle sans devoir augmenter les impôts ou tailler dans les dépenses. Certains instruments innovants sont apparus ces dernières années, mais la communauté internationale pourrait faire davantage pour mutualiser les ressources et les idées afin d'aider les pays vulnérables. Le Mécanisme d'assurance contre les risques liés aux catastrophes dans les Caraïbes (CCRIF), par exemple, qui a financé récemment des aides d'urgence en faveur de pays des Caraïbes, s'inscrit dans cette démarche. Toutefois, en raison de leur situation budgétaire délicate, certains pays ne sont pas assez assurés par le biais du CCRIF.

Telles sont les pistes de mesures concrètes descendantes qu'il serait bon d'étudier pendant le calme précédant les inévitables tempêtes à venir. La plupart des pays attendent la catastrophe suivante puis tentent de vite réparer les dégâts. Les dirigeants et leurs partenaires étrangers devraient plutôt trouver ensemble de nouveaux moyens, plus efficaces, de gérer le risque et de réduire les coûts de manière anticipée. Cela permettrait de sauver des vies et d'éviter des souffrances et des dépenses, mais aussi des drames inutiles, comme celui du jeune homme philippin mort des suites d'une fracture de la jambe. ■

Nicole Laframboise est chef de division adjointe et Sebastian Acevedo économiste au Département Hémisphère occidental du FMI.

Bibliographie :

Acevedo, Sebastian, 2013, "Debt, Growth and Natural Disasters: A Caribbean Trilogy" (unpublished; Washington: The George Washington University).

Bradsher, Keith, 2013, "Death after the Typhoon: It Was Preventable," The New York Times, November 15.

Eisenstein, Thomas, and David Strömberg, 2007, "News Droughts, News Floods, and U.S. Disaster Relief," Quarterly Journal of Economics, Vol. 122, No. 2, p. 693-728.

Laframboise, Nicole, and Boileau Loko, 2012, "Natural Disasters: Mitigating Impact, Managing Risks," IMF Working Paper 12/245 (Washington: International Monetary Fund).

Noy, Ilan, 2009, "The Macroeconomic Consequences of Disasters," Journal of Development Economics, Vol. 88, No. 2, p. 221-31.

Rasmussen, Tobias, 2006, "Natural Disasters and Their Macroeconomic Implications," in The Caribbean: From Vulnerability to Sustained Growth, ed. by Ratna Sahay, David Robinson, and Paul Cashin (Washington: International Monetary Fund), p. 181-205.

Strobl, Eric, 2012, "The Economic Growth Impact of Natural Disasters in Developing Countries: Evidence from Hurricane Strikes in the Central American and Caribbean Regions," Journal of Development Economics, Vol. 97, No. 1, p. 130-41.

Piliers de la gestion des risques de catastrophe

Évaluation des risques	Réduction des risques	Autoassurance	Transfert des risques
Collecter des données, évaluer les probabilités de survenue d'une catastrophe naturelle	Prendre des mesures pour diminuer la vulnérabilité physique, améliorer la planification budgétaire	Constituer une épargne, des réserves	Augmenter l'assurance, la réassurance
Évaluer les vulnérabilités humaines et physiques	Se lancer dans des projets de réinstallation, de reconstruction, de rénovation, de lutte contre les inondations, etc.	Constituer des fonds de réserve, des volants de sécurité, etc.	Souscrire des assurances globales, mutualiser l'assurance (mécanisme d'assurance contre les risques liés aux catastrophes dans les Caraïbes, par exemple)
Intégrer les informations disponibles dans le cadre budgétaire, les programmes de développement	Élaborer des normes de construction, définir des seuils d'alerte, des mesures d'urgence, etc.	Créer des fonds de prévoyance, densifier le système financier	Créer des facilités de crédit, des obligations «catastrophes», des lignes de crédit auprès d'institutions financières internationales, etc.

Note : Ces piliers visent à guider la formulation des politiques publiques et à garantir une planification exhaustive; ils n'imposent pas d'enchaîner les mesures dans un ordre précis.

Aide et

pétrole

Plateforme de forage au large de l'Afrique de l'Ouest.

Rabah Arezki et Ritwik Banerjee

Les besoins d'aide extérieure pourraient diminuer grâce au nombre croissant de gros gisements pétroliers découverts dans les pays à faible revenu

L'AIDE extérieure est depuis longtemps une importante source de financement pour les pays en développement. En 2012, les principaux bailleurs de fonds ont décaissé 127 milliards de dollars, dont deux tiers en faveur de pays à faible revenu d'Afrique et d'Asie. L'aide extérieure — plus précisément l'aide publique au développement — est une goutte d'eau dans l'océan pour les pays donateurs : environ 0,3 % de leur PIB global. Mais c'est une source de fonds primordiale pour certains pays en développement — qui représente par exemple 15 % du PIB du Libéria et 5 % de celui du Burundi (voir graphique).

Il y a beaucoup de formes d'aide extérieure, mais la principale est l'aide au développement, que les pays avancés apportent aux pays les plus pauvres pour promouvoir leur développement économique et social, et qui est comptabilisée par le Comité d'aide au développement de l'Organisation de coopération et de développement économiques. Son but essentiel à long terme est de faire reculer la pauvreté et de relever le niveau de vie des pays à revenu faible et intermédiaire, au moyen de soutiens budgétaires et de transferts de technologie — encore que l'existence d'une

relation entre l'aide et les résultats économiques ne soit pas encore démontrée (voir encadré).

Depuis quelques années, cependant, nombre de pays en développement, d'Afrique subsaharienne en particulier, ont découvert sur leur territoire une nouvelle source de richesse qui leur apporte le même type de soutien budgétaire que l'aide au développement, sans être assortie de conditions dictées par les bailleurs de fonds, qui la subordonnent souvent à des réformes précises. Les découvertes de grands gisements pétroliers sur le continent africain modifient le paysage financier pour bien des pays en développement.

Voyons quel en est l'impact sur l'aide extérieure. Par exemple, les donateurs réduisent-ils ou devraient-ils réduire leurs contributions lorsque les revenus pétroliers augmentent? L'aide extérieure peut-elle encore jouer un rôle constructif dans les pays en développement qui se découvrent une richesse pétrolière?

Découvertes d'hydrocarbures

Ces dernières années, beaucoup de pays en développement, dont certains gros bénéficiaires des aides extérieures, ont découvert d'immenses ressources gazières et pétrolières. On a aussi trouvé

des gisements importants en Asie et en Amérique latine, mais l'essentiel se situe en Afrique subsaharienne. Certains analystes en concluent que, d'ici une dizaine d'années, la plupart des pays africains produiront du pétrole. Des ressources gigantesques — gisements de pétrole ou de gaz recelant au moins 500 millions de barils de pétrole ou d'équivalent-gaz récupérables — ont déjà été découvertes au Ghana, au Kenya, au Libéria, au Mozambique et en Tanzanie. Les recettes prévisibles peuvent représenter un pourcentage élevé du PIB, ce qui desserre l'étau pour les dépenses publiques.

Mais une découverte d'hydrocarbures n'apporte pas que des avantages. Les pays riches en pétrole ne sont pas tous devenus prospères, et l'on parle souvent de la malédiction du pétrole, de même que certains analystes avertissent que l'aide peut retarder la croissance. De fait, au cours des dernières décennies, les pays riches en ressources naturelles (surtout ceux qui sont pourvus de grands gisements d'hydrocarbures) ont en moyenne connu une croissance économique inférieure à celle de pays qui en étaient démunis (Frankel, 2012). L'existence d'une relation statistique négative entre l'abondance de ressources et la croissance économique fait l'objet d'un large débat. Mais même si la richesse pétrolière n'a pas d'effet négatif sur la croissance, il n'est pas encore prouvé que la relation soit positive.

Une découverte d'hydrocarbures peut avoir des effets nocifs pour diverses raisons. Elle peut entraîner une vive appréciation de la monnaie, qui rend non compétitifs les autres secteurs, surtout l'industrie manufacturière. Autrement dit, le secteur pétrolier prospère, tandis que les autres périclitent. De plus, la manne financière provenant du secteur pétrolier alimente la corruption politique et étatique (Arezki et Brückner, 2011) du fait d'individus qui empruntent à tour de bras pour financer des projets et des transferts de revenus à des fins électoralistes. Si la bulle pétrolière

Effacité de l'aide

Certains analystes jugent que l'aide peut retarder la croissance en poussant à la hausse la valeur de la monnaie nationale, ce qui rend le secteur manufacturier moins compétitif. D'autres pensent que l'aide peut réduire la mobilisation des recettes fiscales et que les strictes conditions imposées par les bailleurs de fonds peuvent entraîner une concentration excessive des compétences dans l'administration de l'aide. Mais il y a aussi des éléments récents à l'appui de l'idée que l'aide favorise la croissance économique. En général, cette incertitude quant à l'efficacité de l'aide a suscité un mouvement en faveur d'une refonte du système actuel. Certains prônent même la suppression pure et simple de l'aide extérieure.

éclate, le poids de ces emprunts peut plomber dangereusement l'économie (Arezki et Brückner, 2012). La découverte de pétrole ou d'autres ressources peut aussi déclencher une lutte interne pour déterminer quelle région ou fraction de la société doit en tirer profit (voir «Sous pression», *F&D*, décembre 2013). Le pétrole peut aussi provoquer des conflits internationaux lorsque les réserves sont proches des frontières. Des programmes d'assistance bien conçus peuvent aider les pays à surmonter ces problèmes — surtout ceux dont les institutions sont frêles et qui n'ont guère la possibilité d'employer leurs nouvelles ressources de façon productive. Il importe donc d'examiner la relation entre la manne pétrolière et l'aide extérieure et ce qui risque d'arriver si les recettes pétrolières supplantent l'aide extérieure.

Richesse subite

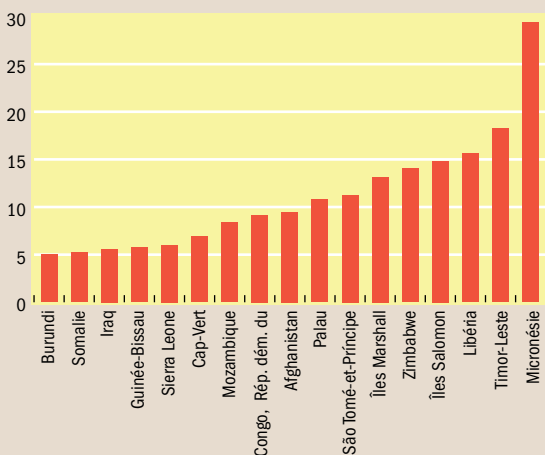
À l'annonce de la découverte d'énormes gisements pétroliers, un pays se retrouve subitement plus riche qu'avant. Dans une certaine mesure, il y a donc moins de raisons de continuer à lui accorder des subsides à l'appui de son développement économique et social. En d'autres termes, grâce aux flux de revenus souvent considérables provenant de l'exploitation des ressources naturelles, les contraintes budgétaires des pays en développement vont se desserrer et ils auront moins besoin de l'aide extérieure. Cependant, les bailleurs de fonds peuvent souhaiter poursuivre leur aide, pour toutes sortes de raisons stratégiques (Alesina et Dollar, 2000), ne serait-ce que pour être sûrs d'avoir accès au pétrole et à l'énergie produits par la nation bénéficiaire. Après tout, les importations pétrolières et gazières sont essentielles pour le bon fonctionnement de la plupart des pays avancés, qui sont les principaux fournisseurs d'aide au développement. La poursuite de l'aide fait prospérer les relations bilatérales et facilite l'accès aux ressources. Et comme les grandes compagnies pétrolières occidentales ont des chances de remporter les marchés pour l'extraction du pétrole, l'aide est un moyen d'assurer des bénéfices substantiels aux compagnies des pays donateurs.

Pour vérifier si l'annonce de découvertes gigantesques a une incidence sur l'aide au développement, nous avons étudié la séquence temporelle. Les données de Horn (2011) et de l'*OGJ Databook* (2013) indiquent la date précise des découvertes, ainsi que leur emplacement et le volume de pétrole récupérable en définitive. D'après nos calculs, pour les 170 pays de notre échantillon pour la période 1970–2012, la valeur actuelle nette médiane des découvertes pétrolières a été de 5 % du PIB. Les champs pétroliers

Importance de l'aide

Pour certains pays bénéficiaires, l'aide extérieure est une goutte d'eau dans l'océan. Pour d'autres, elle représente une grosse part du PIB.

(aide extérieure en pourcentage du PIB)



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques; Penn World Tables Version 7.0.

Note : niveau moyen de l'aide annuelle au cours de la période 2000–09.

gigantesques découverts sont répartis de façon inégale de par le monde. Nous avons donc pu observer l'incidence de l'annonce de la découverte sur l'aide au développement dans un grand nombre de pays. À l'aide de techniques économétriques, nous pouvons en outre mesurer l'effet des découvertes sur l'aide au développement sur la période de cinq ans qui sépare en général l'annonce de la découverte et le début de la production (et donc des flux de recettes).

Nous ne constatons pas de relation significative entre les découvertes de gisements pétroliers gigantesques et les variations de l'aide au développement. Pour tester la robustesse de notre principal résultat, nous avons vérifié s'il se confirme seulement pour les pays à faible revenu ou seulement pour l'Afrique. Pour réduire la possibilité d'une erreur de calcul, nous avons aussi utilisé des données de sources différentes sur les découvertes pétrolières et réexaminé la relation. Les résultats se confirment et n'indiquent aucune variation significative de l'aide après l'annonce d'une grosse découverte par un pays bénéficiaire. De plus, rien n'indique que les bailleurs de fonds maintiennent le niveau de l'aide jusqu'à ce que la production commence et le réduisent par la suite : il n'y a pas de différence statistiquement significative cinq ans après l'annonce de la découverte.

Parce que des études montrent que les pays démocratiques ont des chances de recevoir plus d'aide, nous avons vérifié si les caractéristiques politiques des pays bénéficiaires — leur degré de démocratie par exemple — attirent davantage d'aide après une grosse découverte. Il y a quelques éléments indiquant que, parmi les pays à faible revenu, les nations démocratiques reçoivent plus d'aide que les non démocratiques. Cela suggère que la découverte de pétrole approfondit la relation entre les donateurs et les récipiendaires de l'aide lorsque le système politique est jugé viable à long terme.

Aide et gouvernance

Nous avons constaté peu de variation de l'aide extérieure aux pays qui découvrent du pétrole. Si le seul but de l'aide est d'atténuer les contraintes budgétaires des pays en développement, elle pourrait être réaffectée à d'autres pays qui n'ont pas trouvé de nouvelles ressources. Mais ce serait une stratégie à court terme.

Par exemple, l'arrêt de l'aide extérieure pourrait saper les efforts visant à améliorer la gouvernance dans les pays bénéficiaires. On l'a vu, les découvertes pétrolières peuvent engendrer de la corruption, des conflits, des dépenses électoralistes et faire dépérir les autres secteurs de l'économie. Les bailleurs de fonds pourraient utiliser l'incitation de l'aide extérieure, malgré tous ses défauts, pour aider les bénéficiaires à éviter ces embûches, à améliorer la gouvernance, et à gérer l'économie de manière à compenser les effets de l'appréciation de la monnaie. Pour que l'aide extérieure continue à promouvoir l'efficacité économique et une meilleure gouvernance sous la conduite d'institutions démocratiques, il faut qu'elle présente les caractéristiques suivantes :

- Elle doit inclure un solide mécanisme pour renforcer les capacités afin d'améliorer la gestion macroéconomique des recettes pétrolières. Cela permettra aux pays de faire face à l'instabilité causée par la volatilité des prix du pétrole et de gérer les incertitudes concernant la valeur des ressources — deux éléments cruciaux de la gestion des recettes pétrolières. Le mécanisme doit aussi faire du solde budgétaire public non pétrolier (avant paiements d'intérêts) le principal instrument de mesure de l'ampleur

des dépenses publiques et de l'injection de recettes pétrolières dans l'économie. Cela améliorera la viabilité des finances publiques sur le long terme et réduira la vulnérabilité sur le court terme.

- Elle doit chercher à atténuer les problèmes de l'industrie manufacturière causés par l'appréciation de la monnaie et à promouvoir la diversification de l'économie. L'Organisation mondiale du commerce est à la tête d'une initiative «Aide contre commerce» qui vise à aider les pays en développement à supprimer les obstacles du côté de l'offre et liés au commerce, tels que des normes de sécurité déficientes et une intégration économique insuffisante au niveau régional. Les bailleurs de fonds pourraient suggérer aux bénéficiaires de mettre en œuvre quelques éléments de cette initiative — par exemple de développer les infrastructures liées au commerce, telles que les ports, pour améliorer la compétitivité des secteurs non pétroliers. Cela devrait permettre de résoudre un des problèmes majeurs des petits pays qui se découvrent de grosses ressources pétrolières : l'éviction des autres secteurs.

- Elle doit veiller au renforcement des institutions démocratiques dans les pays bénéficiaires. Il semble que ce soit principalement en assortissant l'aide de conditions que les donateurs peuvent promouvoir une gouvernance démocratique et donc plus légitime (Knack, 2004). Des études ont montré que les découvertes pétrolières vont souvent de pair avec une augmentation de l'autoritarisme (Ross, 2001; Tsui 2011). La subordination de l'aide à l'amélioration des institutions démocratiques devrait être un élément important d'une stratégie plus vaste encadrant les décaissements de l'aide publique. ■

Rabah Arezki est économiste principal au Département des études du FMI et Ritwik Banerjee prépare un Ph.D. à l'Université d'Aarhus.

Cet article est basé sur un document de travail du FMI des mêmes auteurs, intitulé «Aid vs. Oil: Can the Two Mix?», à paraître.

Bibliographie :

- Alesina, Alberto, and David Dollar, 2000, "Who Gives Foreign Aid to Whom and Why?" *Journal of Economic Growth*, Vol. 5, No. 1, p. 33–63.
- Arezki, Rabah, and Markus Brückner, 2011, "Oil Rents, Corruption, and State Stability: Evidence from Panel Data Regressions," *European Economic Review*, Vol. 55, No. 7, p. 955–63.
- , 2012, "Commodity Windfalls, Democracy and External Debt," *The Economic Journal*, Vol. 122, No. 6, p. 848–66.
- Frankel, Jeffrey, 2012, "The Natural Resource Curse: A Survey of Diagnoses and Some Prescriptions," in *Commodity Price Volatility and Inclusive Growth in Low-Income Countries*, ed. by Rabah Arezki, Catherine Pattillo, Marc Quintyn, and Min Zhu (Washington: International Monetary Fund).
- Horn, Myron K., 2011, "Giant Oil and Gas Fields of the World." www.datapages.com/AssociatedWebsites/GISOpenFiles/HornGiantFields.aspx
- Knack, Stephen, 2004, "Does Foreign Aid Promote Democracy?" *International Studies Quarterly*, Vol. 48, No. 1, p. 251–66.
- OGJ Databook, 2013 (Tulsa, Oklahoma: PennEnergy Research).
- Ross, Michael L., 2001, "Does Oil Hinder Democracy?" *World Politics* Vol. 53, No. 3, p. 325–61.
- Tsui, Kevin, 2011, "More Oil, Less Democracy: Evidence from Worldwide Crude Oil Discoveries," *The Economic Journal*, Vol. 121, No. 551, p. 89–115.

**Lisez GRATUITEMENT
les critiques de nos
dernières publications ...**



**... sur la Chine,
les subventions
énergétiques,
l'économie mondiale,
l'Afrique, etc.**

elibrary.imf.org/page/free/fdm

Les chaînes de valeur



Chaîne de montage du Boeing 787 Dreamliner à Everett, dans l'État de Washington.

Michele Ruta et Mika Saito

L'internationalisation croissante de la fabrication influe sur la création du revenu et de la croissance

LE 787 DREAMLINER, dernier-né de la gamme d'avions fabriqués par Boeing, est un produit américain bien connu, assemblé dans l'État de Washington et vendu dans le monde entier — plus de 80 % des commandes viennent d'ailleurs que des États-Unis.

Non seulement les Dreamliners se vendent dans le monde entier, ils sont fabriqués dans le monde entier. Une grande partie des pièces et équipements sont produits en dehors des États-Unis : la partie centrale du fuselage par Alenia (Italie); les sièges du poste de pilotage par Ipeco (Royaume-Uni); les pneus par Bridgestone (Japon); le train d'atterrissage par Messier-Bugatti-Dowty (France) et les portes de la soute par Saab (Suède).

Les avions ne sont qu'un exemple de la fabrication multinationale. De plus en plus de produits

(automobiles, téléphones portables et appareils médicaux) sont produits dans un pays à partir d'intrants fabriqués dans un grand nombre d'autres pays, en partie du fait de la diminution des barrières commerciales et de la baisse des coûts de transport et de communication résultant des avancées technologiques au cours des vingt dernières années. Cette expansion de ce qu'on appelle les chaînes de valeur mondiales change le processus de création du revenu et de la croissance dans le monde. La nature de la concurrence a aussi changé. Est-ce que la concurrence entre les pays porte sur les biens produits ou sur la main-d'œuvre et le capital employés pour les fabriquer? Les nouvelles formes de concurrence modifient à leur tour le mode d'établissement des politiques commerciales et autres qui visent à améliorer la compétitivité. Nous décrivons dans cet article l'impact de la multiplication

des chaînes de valeur mondiales sur le revenu, la croissance, les indices de compétitivité et les politiques commerciales.

Une expansion remarquable

Ces vingt dernières années, la croissance du commerce a été remarquable par rapport à celle de la production totale, en grande partie du fait de la multiplication des produits intermédiaires qui traversent des frontières. Le ratio mondial exportations/production est passé de 20 % à 25 % entre 1995 et 2009 (il a atteint 30 % en 2008, puis est retombé pendant la crise financière mondiale). La progression a été encore plus impressionnante dans certains pays tels que la Chine, où ce ratio a bondi de 23 % à 39 %, et les pays du Nord de la zone euro, où il est passé de 30 % à 40 %.

L'augmentation du ratio exportations brutes/production tient à l'utilisation plus intensive de chaînes de valeur : le processus de fabrication fait de plus en plus appel à des produits intermédiaires venant d'autres pays. Pour fabriquer un Dreamliner supplémentaire, par exemple, il faut importer davantage : des portes de soute de Suède, des pneus du Japon, des trains d'atterrissage de France et toute une myriade d'autres équipements produits par des fournisseurs étrangers. Mais pour évaluer l'impact des chaînes de valeur sur la croissance et le revenu, il ne suffit pas d'examiner l'évolution des exportations brutes. La valeur des exportations d'un pays (par exemple, d'un Dreamliner vendu par les États-Unis) peut être très différente de celle qu'il ajoute à ses exportations. Les exportations à valeur ajoutée représentent les revenus du travail et du capital engendrés aux États-Unis pour exporter le Dreamliner.

La grande question est de savoir si l'internationalisation croissante des chaînes de valeur crée de la richesse dans les pays qui font partie de la chaîne. La réponse est oui, mais pas au même rythme selon les pays. La plupart des pays et toutes les régions ont accru leur contribution à la production mondiale par leurs exportations. Mais cette hausse a été plus rapide chez les uns que chez les autres. Globalement, les exportations à valeur ajoutée sont

passées de 15 % du PIB mondial en 1995 à environ 20 % en 2009 (graphique 1). Au fil des ans, les revenus du travail et du capital ont tous deux augmenté, mais ceux du capital ont crû plus vite du fait de l'intensité de capital croissante des exportations à valeur ajoutée.

La croissance n'est pas uniquement le fait de l'industrie manufacturière : une part croissante des revenus engendrés par les chaînes de valeur mondialisées provient de l'exportation de

Une part croissante des revenus engendrés par les chaînes de valeur mondialisées provient de l'exportation de services.

services, qu'il est souvent possible de délocaliser ou d'externaliser. Les revenus des exportations directes ou indirectes de services financiers, informatiques, commerciaux et autres dans le cadre des exportations de biens manufacturés sont passés de 6 % de la production mondiale en 1995 à près de 9 % en 2008.

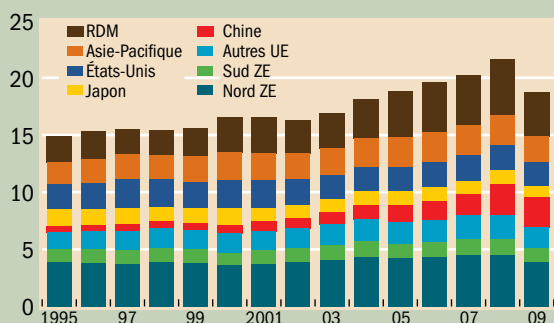
La hausse des exportations à valeur ajoutée tient à plusieurs facteurs, mais la participation aux chaînes de valeur multinationales semble jouer un rôle important. Prenons les pays qui se spécialisent dans la phase de l'assemblage. Ils importent des composants essentiels chers, y ajoutent relativement peu de valeur et exportent des biens dont la valeur ajoutée est en grande partie étrangère. Leur ratio exportations à valeur ajoutée/exportations brutes est généralement plus faible. Mais, même s'ils se chargent d'un travail d'assemblage à faible valeur ajoutée, leurs exportations leur rapportent une grande partie de leurs revenus, car leur ratio exportations à valeur ajoutée/PIB est élevé (graphique 2). Ce sont aussi les pays qui ont connu une croissance relativement rapide depuis le milieu des années 90, ce qui indique que l'insertion d'un

Graphique 1

Croissance tirée par les exportations

Les exportations à valeur ajoutée sont passées de 15 % de la production mondiale en 1995 à environ 20 % en 2009.

(en pourcentage du PIB mondial)



Sources : World Input-Output Database; estimations des services du FMI.

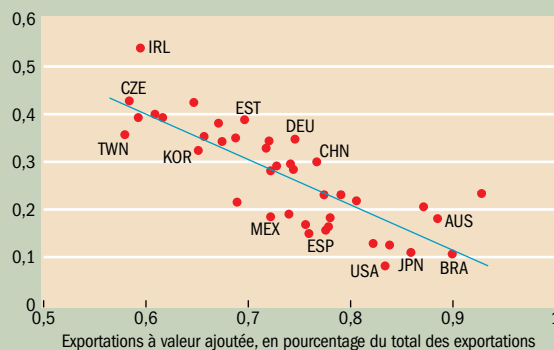
Note : RDM = reste du monde, Sud ZE = sud de la zone euro, Nord ZE = nord de la zone euro, Autres UE = autres pays européens.

Graphique 2

Création de revenu

Les pays qui se spécialisent dans l'assemblage n'ajoutent guère de valeur aux produits intermédiaires importés, mais leurs exportations produisent une part importante du revenu national.

(exportations à valeur ajoutée, en pourcentage du PIB, 2009)



Sources : World Input-Output Database; estimations des services du FMI.

Note : AUS = Australie, BRA = Brésil, CHN = Chine, CZE = République tchèque, DEU = Allemagne, ESP = Espagne, EST = Estonie, IRL = Irlande, JPN = Japon, KOR = Corée, MEX = Mexique, TWN = Taiwan, province chinoise de, USA = États-Unis.

pays dans les chaînes de valeur mondiales produit d'importants effets d'apprentissage et a d'autres retombées positives pour le reste de l'économie. Les entreprises locales qui se spécialisent dans l'assemblage peuvent par exemple bénéficier indirectement de leur exposition aux nouvelles technologies employées par les entreprises étrangères ou de l'amélioration du climat des affaires liée aux investissements étrangers.

Évolution de la compétitivité

Depuis que Shinzo Abe est devenu Premier ministre du Japon en décembre 2012, le yen a perdu environ 20 % de sa valeur par rapport à l'euro et au dollar, ce qui peut avoir deux conséquences pour les partenaires commerciaux asiatiques du Japon. Cela peut signifier que leurs exportations se trouvent en concurrence avec des produits japonais bien meilleur marché. Mais la baisse du yen peut aussi réduire le coût des produits intermédiaires qu'ils importent du Japon. Tout dépend de la mesure dans laquelle les partenaires font directement concurrence aux produits japonais et de l'importance des intrants japonais dans les biens qu'ils fabriquent pour le compte des chaînes de valeur mondiales.

Les économistes ont coutume d'évaluer la compétitivité des prix d'un pays en calculant son taux de change effectif réel, qui mesure le pouvoir d'achat de la monnaie nationale par rapport à un assortiment de monnaies de ses partenaires commerciaux. (Voir «À quoi sert le taux de change réel?», *F&D*, septembre 2007.) Ce calcul repose sur l'hypothèse que les biens échangés sont uniquement des biens de consommation finaux et qu'ils sont entièrement produits dans le pays. Ce n'est manifestement pas le cas pour les chaînes de valeur mondiales. Deux méthodes ont été proposées ces dernières années pour tenir compte de la

fragmentation internationale de la production dans le calcul du taux de change effectif réel. Chacune apporte un éclairage utile, dans une optique légèrement différente.

La première (Bems et Johnson, 2012) consiste à établir un indice de compétitivité en fonction des tâches accomplies pour produire les biens et non des produits eux-mêmes. Cet indice est mieux adapté pour mesurer la compétitivité des facteurs de production du pays (le travail et le capital). La seconde (Bayoumi,

Plusieurs accords de libre-échange en pourparlers rassemblent beaucoup de grands pays sans être de portée mondiale.

Saito et Turunen, 2013) mesure la compétitivité en fonction des biens produits dans le pays en tenant compte des intrants importés pour les fabriquer. Cet indice est mieux adapté pour mesurer la compétitivité des biens exportés par le pays.

Il y a de grandes différences empiriques entre le taux de change effectif réel classique et les nouveaux indices qui rendent compte du fonctionnement des chaînes de valeur mondiales. Par exemple, on constate dans le cas de la Chine une appréciation cumulative supplémentaire du taux de change effectif réel de 14 % à 27 % sur la période 1990–2011 par rapport au mode de calcul classique (graphique 3). En d'autres termes, la Chine est moins compétitive que ne le laisse supposer le taux de change effectif réel classique, principalement parce que les nouveaux indices rendent mieux compte de la rapide augmentation, pendant cette période, du coût de la main-d'œuvre et d'autres facteurs en Chine (par rapport à ses partenaires commerciaux). L'écart varie selon que l'on mesure la compétitivité d'après les tâches accomplies ou les biens produits.

Les chaînes de valeur mondiales ne mettent pas simplement en relation un acheteur et un vendeur de produits finis, de même que l'achat d'un Dreamliner implique non seulement les États-Unis et le pays acheteur, mais aussi tous les pays qui font partie intégrante de la chaîne de valeur. Les variations des taux de change entre ces pays peuvent donc être plus importantes et complexes que ne l'indique le taux de change effectif réel calculé selon la méthode classique. Les nouveaux indices permettent de découvrir les relations complexes au sein de la chaîne de valeur, mais il est nécessaire de les affiner et de recueillir plus de données pour en faire un outil d'analyse courant.

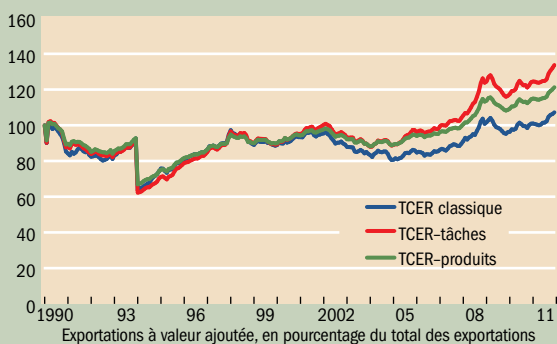
Frontières floues

Bien que le «cycle de Doha» des négociations commerciales internationales sous l'égide de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) soit au point mort, des pourparlers sont en cours en vue d'un certain nombre d'importants accords de libre-échange qui, s'ils n'ont pas une portée mondiale, rassemblent beaucoup de grandes nations qui comptent pour une fraction importante des échanges internationaux. À titre d'exemple, les États-Unis et l'Union européenne ont entamé en 2013 des négociations en vue de ce qu'ils appellent un Partenariat transatlantique sur le commerce et les investissements (PTCI). Un autre important

Graphique 3

Changement de perspective

Pour un pays comme la Chine, sa compétitivité, mesurée par le taux de change effectif réel (TCER) varie si on le calcule en tenant compte des activités des chaînes de valeur mondiales. (indice, 1990 = 100)



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques; Bilateral Input-Output Database; estimations des services du FMI.

Note : le TCER classique mesure le pouvoir d'achat de la monnaie d'un pays par rapport à un assortiment de monnaies de ses partenaires commerciaux. Ce calcul repose sur l'hypothèse que les biens échangés sont uniquement des biens de consommation finaux et qu'ils sont entièrement produits dans le pays. Le TCER-tâches mesure la compétitivité en fonction des tâches accomplies pour produire les biens. Le TCER-produits mesure la compétitivité en fonction des biens produits dans le pays en tenant compte des intrants importés pour les fabriquer.

accord de libre-échange en cours de négociation par 13 nations est le Partenariat transpacifique (PTP). L'expansion des chaînes de valeur, qui a accru la complexité du commerce international et estompé les frontières entre la politique commerciale et la politique intérieure, requiert de nouvelles règles commerciales du genre de celles qui sont souvent négociées dans le cadre de ces accords.

Les chaînes logistiques brassent les flux transfrontaliers de biens, d'investissements, de services, de technologie et de population. Baldwin (2011) parle de «commerce d'approvisionnement», qui est très différent du commerce traditionnel de produits finaux, car les entreprises doivent établir des installations de production dans de nombreux pays et connecter ces usines, en déplaçant de la main-d'œuvre, du capital et de la technologie entre de nombreux endroits.

Deux problèmes se posent aux dirigeants. Premièrement, *la politique intérieure constitue une plus grande entrave au commerce international que par le passé*. Par exemple, la faible protection de la propriété intellectuelle et des droits des investisseurs est nuisible pour les chaînes de valeur mondiales parce qu'en cas de délocalisation de la production, le fonds de commerce et le capital des entreprises sont plus exposés à l'international. Deuxièmement, l'expansion des chaînes de valeur mondiales cause de nouvelles formes de répercussions internationales *parce que les choix des pouvoirs publics qui affectent la composante intérieure de la chaîne de valeur affectent aussi l'ensemble de la chaîne de valeur*. La solution de ces problèmes passe par des accords internationaux. Cependant, il ne s'agit plus de résister à la tentation de guerres tarifaires autodestructrices, mais d'instituer un dispositif de régulation harmonisé des différents éléments de la chaîne de valeur dont sortent des produits aussi complexes que le Dreamliner.

Les nouvelles règles et disciplines dont dépend l'essor du commerce d'approvisionnement ont été et continuent à être instituées principalement (mais pas uniquement) dans le cadre des accords de libre-échange. Ces accords contiennent des dispositions légalement exécutoires qui vont au-delà des engagements convenus dans le cadre de l'OMC (OMC, 2011). L'OMC a passé au crible 96 accords de libre-échange couvrant 90 % des échanges mondiaux et constaté que les règles fondamentales établies par ces accords portent sur la politique de la concurrence, les droits de propriété intellectuelle, les investissements et les mouvements de capitaux. Par exemple, 73 % des accords étudiés comportaient des obligations en matière de concurrence hors du domaine de compétence actuel de l'OMC. Si la nouvelle vague d'accords de libre-échange s'explique par de nombreux facteurs, y compris des considérations géopolitiques et les difficultés des négociations multilatérales dans le cadre de l'OMC, la nécessité d'assurer la gouvernance du commerce d'approvisionnement est un élément important.

Ce lien entre les accords de libre-échange et les chaînes de valeur mondiales a des conséquences économiques globales qui sont souvent ignorées dans les débats de fond :

- La configuration des accords de libre-échange va influencer sur la géographie future des chaînes de valeur, et forcer les retardataires à adopter les règles négociées par d'autres. Cela peut créer un risque de fragmentation réglementaire du système commercial multilatéral et entraver le développement des chaînes de valeur. Il est important de rechercher des moyens de «multilatéraliser» les accords de libre-échange.

- La nouvelle vague d'accords de libre-échange va amplifier la transmission des chocs stratégiques et économiques entre les pays signataires et en réduire la transmission entre les pays membres et non membres. Cela tient au fait que les entreprises qui optent pour un mode de production qui transcende les frontières sont inévitablement plus vulnérables aux événements imprévus, tels qu'un tremblement de terre, qui perturbent la fourniture de produits intermédiaires personnalisés.

- Les modèles économiques qui mesurent les effets des accords de libre-échange s'intéressent généralement surtout aux conséquences de la suppression des droits de douane élevés pour les secteurs protégés. Or, les méga-accords de libre-échange tels que le PTCI et le PTP portent surtout sur les mesures non tarifaires, qui ont souvent trait à des décisions de production transfrontalière qui ont une incidence directe sur la croissance. Ces accords peuvent donc avoir sur le bien-être économique des effets très différents de ceux que suggèrent les débats de fond actuels.

Conséquences économiques

Au cours des vingt dernières années, l'expansion des chaînes de valeur mondiales a modifié la nature du commerce mondial, ce qui s'est répercuté notamment sur la création du revenu, les indices de compétitivité et l'élaboration de la politique commerciale. Le message est simple : l'évolution récente des échanges multilatéraux a d'importantes conséquences macroéconomiques, y compris sur la croissance, la compétitivité des pays et la transmission des chocs.

Trois constats ressortent de notre étude. Les chaînes de valeur produisent de la richesse, mais à des rythmes différents selon les pays. Elles modulent aussi la notion de compétitivité, de sorte qu'il est plus important de comprendre comment les entreprises organisent la production multinationale. Enfin, elles amplifient l'interdépendance des pays et donc le besoin de coopération. ■

Michele Ruta est économiste principal au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation et Mika Saito est économiste principale au Département Afrique du FMI.

Cet article est basé sur le document du FMI (2013) intitulé «Trade Interconnectedness: The World with Global Value Chains» (www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/082613.pdf).

Bibliographie :

Baldwin, Richard, 2011, "21st Century Regionalism: Filling the Gap between 21st Century Trade and 20th Century Trade Rules," CEPR Policy Insight No. 56 (London: Centre for Economic Policy Research). <http://dev3.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight56.pdf>

Bayoumi, Tamim, Mika Saito, and Jarkko Turunen, 2013, "Measuring Competitiveness: Trade in Goods or in Tasks?" IMF Working Paper 13/100 (Washington: International Monetary Fund). www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13100.pdf

Bems, Rudolf, and Robert C. Johnson, 2012, "Value-Added Exchange Rates," NBER Working Paper No. 18498 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Organisation mondiale du commerce (OMC), 2011, World Trade Report: The WTO and Preferential Trade Agreements: From Co-existence to Coherence (Geneva). [2] http://www.wto.org/french/res_f/publications_f/wtr11_f.htm

Jeux de mots



Erez Aiden et Jean-Baptiste Michel

Uncharted

Big Data as a Lens on Human Culture

Riverhead Books, New York, 2013, 288 pages, 27,95 dollars (toilé).

Ce livre laisse de vastes territoires inexplorés. Mais, avec Erez Aiden et Jean-Baptiste Michel, inexploré ne veut pas dire laissé de côté; la *terra incognita* évoquée dans le titre serait plutôt une cartographie.

Ce livre raconte comment on peut collecter les milliards de mots contenus dans tous les livres du monde, tous ces mots qui étaient jusque-là perdus dans la signification du texte, autant dire dans des contrées inconnues, et que l'on peut désormais cartographier à l'envi. Les auteurs espèrent que ce processus de défrichage, qu'ils ont baptisé «culturomique», mettra au jour des aspects intéressants de notre culture. Ils se sont alliés à Google pour concevoir un outil Internet puissant, mais les perspectives qu'ils laissent entrevoir sont peut-être extravagantes.

Ce qui ne veut pas dire que leur livre ne soit pas drôle. Du reste, la page des remerciements est tout un programme : Aiden, qui remercie ses trois enfants, nous dévoile au passage le deuxième prénom d'une de ses filles, Banana. (Au moins, il est constant dans l'excentricité puisque son fils s'appelle Galileo!)

J'adore m'amuser, mais Aiden et Michel réalisent un travail scientifique

important, et ce n'est pas pour se faire plaisir qu'ils choisissent des exemples rigolos. Pas besoin de bases de données géantes pour nous convaincre du fait que le mot «chupacabra» (désignant une créature buveuse de sang aperçue à Porto Rico en 1995) est largement moins répandu que «Sasquatch» ou «monstre du Loch Ness». Il semble aussi ridicule de retracer l'évolution de l'usage de «argh» et «aargh» dans les livres publiés entre les années 40 (difficile de préciser leur date d'apparition à partir du graphique reproduit dans l'ouvrage) et l'année 2000. Avec une certaine audace, la jaquette du livre cite d'ailleurs le commentaire de la revue *Mother Jones* concernant leur application Ngram Viewer : «C'est l'outil le plus chronophage de toute l'histoire de l'Internet».

Témoigner du patrimoine culturel en chargeant des robots de lire chaque mot de chaque livre publié dans le monde est ambitieux. Alors, pourquoi ai-je dit que ce travail restait très partiel? Aiden et Michel reconnaissent que leurs recherches ne portent que sur un échantillon de mots minuscule et, même s'ils déclarent que Google a déjà scanné 30 millions d'ouvrages (et sans doute plus à ce jour), il en reste encore une centaine de millions à traiter.

En outre, si l'usage d'un mot constitue bien un indice de notre histoire culturelle, bon nombre de sources sont omises ici : les articles de journaux et de magazines, les lettres, les films, les interviews télévisées et radiophoniques, les transcriptions, les conférences, bref tout ce qui est écrit ou parlé, mais non publié dans un livre. De surcroît, après avoir été rédigés, les livres sont souvent relus et révisés, leur grammaire et leur orthographe corrigées, et ils peuvent même être traduits dans d'autres langues. Chaque auteur sait que l'éditeur adapte son texte au style de la maison d'édition. Je me demande si le langage utilisé dans les livres, même dans 30 millions de livres, constitue une source fiable pour étudier l'évolution des usages.

J'imagine que Aiden et Michel diraient que les ouvrages numérisés par

Google sont le seul matériau qu'ils avaient à leur disposition, mais, compte tenu de tout ce qui n'y est pas, leur théorie sur les possibilités d'examiner notre culture «à la loupe» est peut-être un tantinet excessive.

Quant aux graphiques, ils sont nombreux, austères, en noir et blanc (et gris), et sont la stricte interprétation des données. Je n'ai rien contre les graphiques en tant que tels, mais le

Ce livre raconte comment collecter les milliards de mots contenus dans tous les livres du monde.

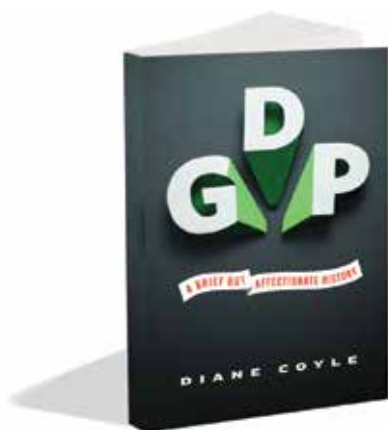
manque de vignettes et de pointillés et les courbes proprement dites (jusqu'à six dans un même graphique), imprimées dans des nuances de gris assez proches, rendent la lecture parfois difficile. Les auteurs nous parlent du Web, où tous ces problèmes ont été résolus : on utilise une couleur différente pour chaque courbe, on clique pour faire apparaître une vignette ou une date. C'est un exemple de ce qui différencie un graphique imprimé d'un graphique en ligne.

Mais soyons positifs. Les auteurs abordent, sans chercher à les esquiver, les questions de droits d'auteur posées par la numérisation et les moyens «virtuels» apparemment peu éthiques de les contourner. On apprend un détail charmant sur une expérience réalisée en 2002 par Larry Page et Marissa Mayer, qui avaient tenté de déterminer combien de temps pourrait prendre la numérisation de tous les livres du monde. Leur réponse était apparemment «des milliers d'années, voire une éternité». Pour savoir comment les auteurs ont surmonté ce problème, lisez leur livre; vous allez rire!

Nigel Holmes

Directeur d'*Explanation Graphics*, auteur de *Wordless Diagrams*, publié dernièrement, et de *The Book of Everything*

Un avis classique à l'intention des économies modernes



Diane Coyle

GDP

A Brief but Affectionate History

Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2014, 168 pages, 19,95 dollars (toilé).

Pourquoi Aristote n'a-t-il pas inventé le concept de produit intérieur brut (PIB) il y a deux mille ans, alors que le terme «économie» vient du grec *oikos* (maison)? Parce que sa science se concentrait sur les corps en mouvement.

Or voilà 50.000 ans que le PIB humain n'a pas bougé. À l'époque d'Aristote, la télévision n'agitait pas les marchés en annonçant des fluctuations de PIB. Personne n'espérait vivre mieux que ses parents. L'argent et les dettes n'étaient évidemment pas sans importance. Dans les années 1500, Henri VIII demandait à ses trésoriers de surveiller son ardoise au pub et les dépenses engagées dans les guerres contre la France, mais jamais il n'aurait demandé si le PIB par habitant avait augmenté.

Lucide et intelligent, cet ouvrage raconte l'histoire de cette mesure née au 20^e siècle et qui, tous les trois mois, menace de faire chuter des premiers ministres. Coyle commence par nous rappeler quels sont les enjeux, pas dans la Grèce antique, mais de nos jours, à Athènes, où le directeur de l'institut national de statistique parle de son travail comme d'un «*sport de combat*». Elle nous relate l'expérience d'une de ses collègues, Paola Subacchi, qui s'était rendue à l'institut et s'attendait à voir

des supercalculateurs ou, au moins, un boulier. Mais elle s'était retrouvée dans une pièce poussiéreuse, sans ordinateur et avec une poignée de personnes.

Comme les instituts statistiques doivent produire des résultats, ils arrangent souvent les données pour vendre des obligations et obtenir des aides de pays tiers. D'après Coyle, les autorités chinoises se vanteraient parfois d'avoir un PIB élevé et le minoreraient en d'autres circonstances, pour pouvoir bénéficier de dons. Après l'effondrement de l'URSS, je suis allé à Saint-Petersbourg. Mes vieux manuels d'économie laissaient entendre que l'URSS avait connu une croissance soutenue pendant l'ère communiste. Même un lauréat du Prix Nobel comme Paul Samuelson avait publié ce genre d'informations discutables. Pourtant, il m'a suffi de respirer l'atmosphère moisie du musée de l'Hermitage pour comprendre que le communisme n'était pas seulement en retard par rapport aux pays de l'Ouest, mais même par rapport à la Russie de 1917!

Coyle rappelle que le calcul même du PIB incite les dirigeants à dépenser plus, parce que la hausse des dépenses publiques fait forcément augmenter la somme $C + I + G + [X - M]$. Les dirigeants n'ont qu'à ouvrir le robinet des dépenses et leurs gentils petits comptables feront grossir le PIB. De plus, la valeur des dépenses publiques est calculée sur la base des traitements versés aux fonctionnaires, et non sur la valeur qu'ils produisent. À Harvard, l'un de mes étudiants m'a dit un jour que, compte tenu de cette tautologie de départ, les dirigeants prêts à envisager ne serait-ce qu'un bref épisode d'austérité budgétaire mériteraient une médaille.

Coyle examine aussi d'autres inconvénients du PIB, par exemple le paradoxe qui veut qu'un veuf qui épouse sa femme de ménage fait baisser le PIB parce qu'il ne la paie plus. Il est particulièrement difficile d'estimer correctement la valeur monétaire d'un service dans une économie de l'information. Imaginons un tableau de chiffres pour aider les enfants à apprendre l'arithmétique. Quand les enfants s'initient aux additions grâce à ce

tableau baptisé Math Arrow, ils augmentent leurs perspectives de revenus disons de 100.000 dollars. Pourtant, l'application ne coûte que 4,99 dollars. Est-ce que chaque téléchargement du tableau crée une valeur de 100.000 ou de juste quelques dollars?

Coyle se demande aussi s'il serait possible de faire mieux et parcourt la liste des candidats : indice de développement humain, mesure du bien-être économique et autres indices de bonheur. Elle a raison d'être sceptique, surtout à l'égard des instruments proposés par les marchands de bonheur et les démagogues. Hugo Chavez a qualifié le PIB de «*conspiration capitaliste*». Mais il est encore plus facile de faire dire aux autres mesures ce que l'on veut. En 2009, le Costa Rica s'est retrouvé en tête du classement établi selon l'indice planète heureuse, Cuba arrivant en septième position. D'après cet indice, les habitants des zones sous autorité palestinienne étaient plus heureux et mieux portants que les Israéliens. Un porte-parole du mouvement pro-sioniste qui prétendrait que les Palestiniens sont mieux lotis que les Israéliens serait ridiculisé ou lapidé. Au fait, les États-Unis étaient classés au 114^e rang. Bizarrement, je n'ai jamais vu un ra-deau partir de Miami pour rejoindre Cuba. C'est donc à juste titre que Coyle analyse à la fois les défauts du PIB et les raisons de s'inquiéter de sa disparition.

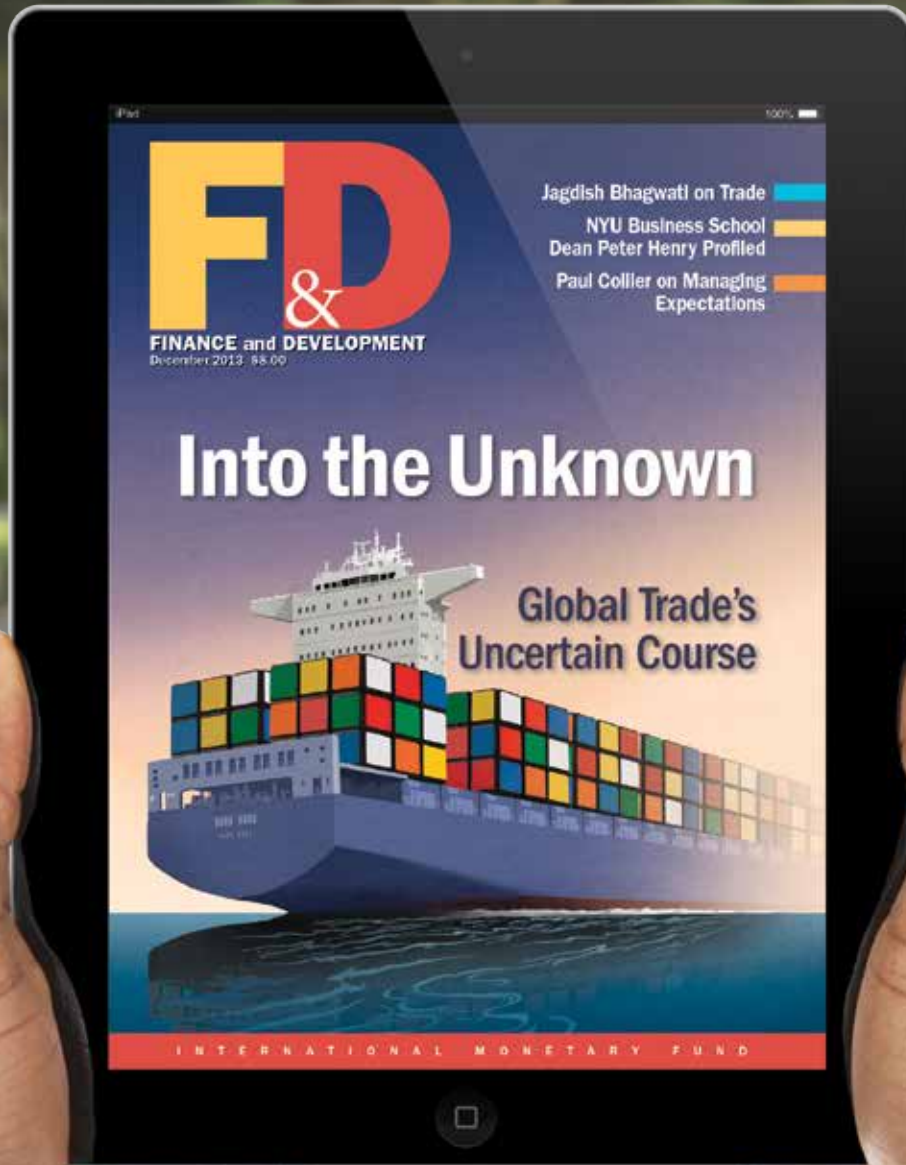
Je n'ai noté qu'une seule omission dans cet opuscule magistral. Quand je m'interroge sur le niveau de vie d'un pays, je me demande souvent combien d'heures doit travailler un ouvrier moyen pour acheter un poulet. Dans les années 20, le Président Hoover avait fait campagne en promettant un poulet dans chaque casserole. À l'époque, il fallait à peu près deux heures et demie pour gagner de quoi acheter un poulet. Aujourd'hui, il faut moins d'un quart d'heure. C'est tout de même un progrès, non? Sauf pour les poulets, bien sûr.

Todd G. Buchholz

Ancien directeur de la politique économique à la Maison Blanche, auteur de *New Ideas from Dead Economists* et *PDG de Sproglit*, un éditeur de logiciels

F&D on the go

New F&D app available on



- **Download free via Apple, Google Play, or Amazon**
- **Watch videos, listen to podcasts**
- **Subscribe now!**

Finances & Développement, mars 2014 8 \$



MFIFA2014001